

BAŞKENT ÜNİVERSİTESİ
TİCARİ BİLİMLER FAKÜLTESİ
BANKACILIK VE FİNANS ANA BİLİM DALI
BANKACILIK VE FİNANS YÜKSEK LİSANS TEZLİ PROGRAMI

DAVRANIŞSAL FİNANSIN BİREYSEL YATIRIMCILARIN
DAVRANIŞ BİÇİMLERİNİ ETKİLEMESİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

HAZIRLAYAN
BURAK ÇILDIK

TEZ DANIŞMANI
Doç. Dr. Şenol BABUŞÇU

ANKARA - 2020

BAŞKENT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

Bankacılık ve Finans Anabilim Dalı Bankacılık ve finans Tezli Yüksek Lisans / Doktora Programı çerçevesindeBurak Cildik..... tarafından hazırlanan bu çalışma, aşağıdaki jüri tarafından Yüksek Lisans / Doktora Tezi olarak kabul edilmiştir.

Tez Savunma Tarihi: 15/01/2020

Tez Adı: Davranışsal Finansın Bireysel Yatırımcıların Davranış Bileşenleri Üzerindeki Etkileri

Tez Jüri Üyeleri (Unvanı, Adı - Soyadı, Kurumu)

İmza

Doç. Dr. Serap Bakır (Başkent Üni.)

S. Bakır

Doç. Dr. Adalet Döner (Başkent Üni.)

A. Döner

Doç. Dr. Güner KÖKAYTEKİN
(Ufuk Üni.)

G. Kökaytekin

ONAY

Prof. Dr. İpek KALEMCİ TÜZÜN

Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü

Tarih: ... / ... /

BAŞKENT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
YÜKSEK LİSANS / DOKTORA TEZ ÇALIŞMASI ORJİNALLİK RAPORU

Tarih: 02/01/2020

Öğrencinin Adı, Soyadı: Burak Gırdık
Öğrencinin Numarası: 21810214
Anabilim Dalı: Bankacılık ve Finans
Programı: Bankacılık ve Finans Yüksek Lisans Tezli Programı
Danışmanın Unvanı/Adı, Soyadı: Doç. Dr. Senol Babuşcu
Tez Başlığı: Dönüştürsel Finansın Bireysel Yatırımcıların Dönüştürsü Bilişimini Etkilemesi

Yukarıda başlığı belirtilen Yüksek Lisans/Doktora tez çalışmamın; Giriş, Ana Bölümler ve Sonuç Bölümünden oluşan, toplam 116 sayfalık kısmına ilişkin 02/01/2020 tarihinde şahsım/tez danışmanım tarafından Tuzluklu adlı intihal tespit programından aşağıda belirtilen filtrelemeler uygulanarak alınmış olan orijinallik raporuna göre, tezimin benzerlik oranı % 5'dir. Uygulanan filtrelemeler:

1. Kaynakça hariç
2. Alıntılar hariç
3. Beş (5) kelimeden daha az örtüşme içeren metin kısımları hariç

"Başkent Üniversitesi Enstitüleri Tez Çalışması Orijinallik Raporu Alınması ve Kullanılması Usul ve Esaslarını" inceledim ve bu uygulama esaslarında belirtilen azami benzerlik oranlarına 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.

Öğrenci İmzası: 

ONAY

Tarih: 02/01/2020

Öğrenci Danışmanı Unvan, Ad, Soyad, İmza:

Doç. Dr. Senol Babuşcu



ÖZET

DAVRANIŞSAL FİNANSIN BİREYSEL YATIRIMCILARIN DAVRANIŞ BİÇİMLERİNİ ETKİLEMESİ

Burak Çıldık

Yüksek Lisans Tezi, Bankacılık ve Finans Ana Bilim Dalı

Tez Danışmanı Doç. Dr. Şenol BABUŞÇU, 2020

Günümüzde finansa dair bakış açısı büyük oranda değişmiştir. Bu alanda yapılan araştırmalar göstermiştir ki insan psikolojisi finansal kararların alınmasında oldukça etkilidir. Bu araştırma ile davranışsal finansın içinde yer alan davranışsal özelliklerin, bireysel yatırımcıların getirilerine etki edip etmediği ölçülmeye çalışılacaktır. Davranışsal finans, bireysel yatırımcıların, psikolojik ve davranışsal etkenlerden dolayı borsada yatırım yaparken tamamen rasyonel davranmadığını iddia etmektedir. Rasyonel davranmayan bireysel yatırımcılar hem piyasayı hem de kendi kazançlarını olumsuz yönde etkilemektedir. Bu çalışmanın amacı, Borsa İstanbul’da işlem yapan bireysel yatırımcıların, davranışsal finansın modellerinde yer alan ön yargıların elde ettikleri getiriler üzerinde etkilerinin olup olmadığını gözler önüne sermektedir.

Anahtar Kelimeler: Davranışsal Finans, Davranışsal Finans Modelleri, Bireysel Yatırımcı

ABSTRACT

BEHAVIORAL FINANCE EFFECTS ON INDIVIDUAL INVESTORS’ BEHAVIOURS

Burak ıldık

Banking and Finance, Postgraduate Thesis

Consultant of the Study: Do. Dr. Şenol BABUŐU, 2020

Nowadays, pointing of view against finance is hugely changed. According to this branch, human psychology has great effect on financial decisions. It tries to be measured whether behavioral features in finance affects incomes of individual investors in accordance with this study. While individual investors speculate in the stock market, they can behave irrationally in accordance with behavioral finance. Individual investors behaving irrationally affect their profit negatively, and market either. Aim of this study is that individual whether investors playing in BIST100 (Stock Market in Turkey) are related in models of behavioral finance.

Key Words: Behavioral Finance, Behavioral Finance Models, Individual Investors

ÖNSÖZ

Geçmişten günümüze insan sadece fiziksel olarak değil davranışsal olarak da birçok çeşide bürünmüşlerdir. Bu davranışlar kişiden kişiye değişkenlik göstermektedir. 20 yy.'ın başından itibaren ekonomi ve finans uzmanları davranışsal özelliklerin ve değişkenliklerin finans alanında önemini fark etmiş ve davranışsal finans konusunu gündeme getirmişlerdir. Böylece, şahısların yatırım yapma sırasında verdikleri karar aşamalarını ve davranışsal değişiklikleri incelemeye başlamışlardır.

Yatırım yaparken, teknik analizlerden, temel ve teorik bilgilerden faydalanılır. Ama onlar kadar önemli olan bir başka etken ise davranışsal etkenlerdir. Bireysel yatırımcının psikolojik ve duygusal durumu yatırım miktarını etkileyen en önemli faktördür. Yatırımcı sadece kazanç umudu ve kaybetme korkusuyla veya tedirgin bir halde pozisyona girerse, yatırım stratejisi ne kadar mükemmel olursa olsun, zarara uğrama ihtimali çok yüksektir. Başarıya psikolojik olarak odaklanmak, gerçekte de başarı kazanabilmenin temel faktörüdür. Ancak olumsuz faktörler ve durumlar gerçekleştiğinde de, bireysel yatırımcıların duygusal ve bilişsel önyargıları piyasada kendisini ve diğer piyasa oyuncularını zarara uğratabilmektedir.

Bireysel yatırımcıların duygusal önyargıları ön plana çıktıkça, davranışsal finans konu olarak daha da önemli hale gelmiş ve konu makroekonomik anlamda da ele alınmaya başlanmıştır. Böylece bireysel yatırımcıların davranış şekilleri belirlenmiş ve menkul kıymet piyasasında işlem yapan bireysel yatırımcıların kazandıklarına ne kadar etki ettiğine parmak basılmıştır.

Araştırmamın her aşamasında desteğini esirgemeyen ve her soruya sabırla, kibarca, bıkmadan cevap veren ve engin tecrübelerinden faydalanmama izin veren çok değerli danışmanım ve hocam Prof. Dr. Adalet Hazar'a saygı ve teşekkürlerimi sunarım.

Burak ÇILDIK

Ankara, 2020

İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	i
ABSTRACT.....	ii
ÖNSÖZ.....	iii
TABLolar LİSTESİ.....	vii
1. GİRİŞ.....	1
1.1. Çalışmanın Amacı.....	1
1.2. Çalışmanın Önemi.....	2
2. FİNANS MODELLERİNİN TEORİK ÇERÇEVESİ.....	4
2.1.Beklenen Fayda Teorisi.....	4
2.2.Beklenti Teorisi.....	6
2.3.Modern Portföy Teorisi.....	7
2.4.CAPM (Finansal Varlık Fiyatlama Modeli).....	10
2.5.Arbitraj Fiyatlama Modeli.....	12
2.6. Etkin Piyasalar Hipotezi.....	15
3. DAVRANIŞSAL FİNANSIN ORTAYA ÇIKIŞI VE BUGÜNÜ.....	22
3.1.Tarihçe.....	22
3.2.Davranışsal Finansın Amaçları.....	24
3.3.Davranışsal Finansın Diğer Bilim Dalları ile İlişkisi.....	26
3.3.1.Psikoloji.....	27
3.3.2.Sosyal Psikoloji.....	28
3.3.3.Sosyoloji.....	30
3.3.4.Antropoloji.....	31
3.4.Davranışsal Finans Teorisi ve Modelleri.....	32
4. YATIRIMCI STRATEJİLERİ VE YATIRIMCI EĞİLİMLERİ.....	37
4.1. Yatırımcı Stratejileri.....	37
4.1.1. Aktif Portföy Yönetim Stratejileri.....	37
4.1.2. Pasif Portföy Yönetim Stratejileri.....	42

4.2.Yatırımcı Eğilimleri.....	44
4.2.1. Bilişsel Eğilimler.....	44
4.2.1.1. Kendine Aşırı Güven ve İyimserlik Eğilimi.....	45
4.2.1.2. Hataları Yanlış Değerlendirme Eğilimi.....	48
4.2.1.3. Kontrol İllüzyonu Eğilimi.....	49
4.2.1.4. Bilişsel Çatışma Eğilimi.....	50
4.2.1.5. Tutuculuk, Muhafazakarlık Eğilimi.....	52
4.2.1.6. Zihinsel Muhasebe.....	53
4.2.1.7. Çerçeveleme Eğilimi.....	55
4.2.1.8. Doğrulama Eğilimi.....	57
4.2.1.9. Hevristlikler.....	58
4.2.1.9.1. Temsiliyet Kısayolu.....	60
4.2.1.9.2. Mevcudiyet Kısayolu.....	61
4.2.1.9.3. Çıpalama Kısayolu.....	64
4.2.2. Duygusal Eğilimler.....	66
4.2.2.1. Pişmanlıktan Kaçınma Eğilimi.....	66
4.2.2.2. Belirsizlikten Kaçınma Eğilimi.....	67
4.2.2.3. Kayıptan Kaçınma Eğilimi.....	70
4.2.2.4. Kumarbaz Yanılgısı.....	71
4.2.2.5. Özkontrol Eğilimi.....	71
4.2.3. Sosyal Eğilimler.....	73
4.2.3.1. Sürü Davranışı.....	73
4.2.3.2. Bilgi Çağlayanı.....	75
5. DAVRANIŞSAL FİNANS AÇISINDAN BİREYSEL YATIRIMCI	
DAVRANIŞLARININ İNCELENMESİ.....	77
5.1.Araştırmanın Amacı.....	77
5.2.Araştırmanın Önemi.....	78
5.3.Araştırma Literatürü.....	79
5.4.Araştırmanın Kapsamı.....	79
5.5.Araştırmanın Hipotezi.....	80

5.6.Araştırmanın Yöntemi.....	80
5.7.Anket Sonuçlarının Genel Olarak Değerlendirilmesi.....	81
6. SONUÇ VE ÖNERİLER.....	94
7. KAYNAKÇA.....	101
8. EKLER.....	105



TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 5.1: Ankete Katılanların Cinsiyeti

Tablo 5.2: Ankete Katılanların Yaş Aralıkları

Tablo 5.3: Ankete Katılanların Medeni Durumu

Tablo 5.4: Ankete Katılanların Çalışma Süreleri

Tablo 5.5 Ankete Katılanların Öğrenim Durumu

Tablo 5.6: Ankete Katılanların Gelir Seviyesi Tablosu

Tablo 5.7: Ankete Katılanların Yatırım Araçlarını Kullanma Süreleri

Tablo 5.8: Ankete Katılanların En Çok Kullandıkları Yatırım Araçları

Tablo 5.9: Ankete Katılanların Kullandığı Temel Bilgi Yatırım Kaynakları

Tablo 5.10: Ankete Katılanların “BIST100’de Yer Alan Hisse Senetlerini Zarar Etse Bile Uzun Vadede Elimde Tutuyorum” Önermesine Verildikleri Cevaplar

Tablo 5.11: Ankete Katılanların “Yapılan Yatırımla İlgili Kötü Habere Karşı Hisse Senedini Satarım” Önermesine Verdikleri Cevaplar

Tablo 5.12: Ankete Katılanların “Piyasa Faizinin %10 Olduğu Ortamda %5 Kazancı Bulduğumda Satış İşlemi Yaparım” Önermesine Verdikleri Cevaplar

Tablo 5.13: Ankete Katılanların “Bir Hisse Senedinin Yıllık Bazda %10 ve Üzeri Kazanç Getireceğini Bekleyen Bir Yatırımcıysam, Hissenin O Yıl İçinde %15 Kaybettiğini Gördüğümde Satış İşlemi Yaparım” Önermesine Verdikleri Cevaplar

Tablo 5.14: Ankete Katılanların “Bir Hisse Senedi Son Zamanlarda Sürekli Kazandırıyor O Hisse Senedini Almam. Aynı Hisse Senedi Son Zamanlarda Kaybettiriyorsa O Hisse Senedinin Gelecekteki Durumunu Değerlendirir ve Portföyüme Almak İçin Gözlemlerim” Önermesine Verdikleri Cevaplar

Tablo 5.15: Ankete Katılanların “Eğer Hisse Senetlerine Yatırım Yapıyorsam ve Başka Finansal Araçların Daha Fazla Kazandırdığını Gözlemlesem Bile, Hisse Senedi Alım – Satımı Yapmaya Devam Ederim” Önermesine Verdikleri Cevaplar

Tablo 5.16: Ankete Katılanların “Güvenli Ancak Düşük Getirili Yatırım Araçlarını Güvensiz Ancak Yüksek Getirili Yatırım Araçlarına Tercih Ederim” Önermesine Verdikleri Cevaplar

Tablo 5.17: Ankete Katılanların “Hangi Yatırım Aracını Kullanacağımı Dini İnançlarıma ve Politik Görüşlerime Göre Belirlerim” Önermesi Verdikleri Cevaplar

Tablo 5.18: Ankete Katılanların “Herhangi Bir Nakit İhtiyacım Olduğunda, %15 Kaybettiren Hisse Senedim Yerine, %10 Kazandıran Hisse Senetlerimi Satarım” Önermesine Verdikleri Cevaplar



BİRİNCİ BÖLÜM

1. GİRİŞ

1.1.Çalışmanın Amacı

Günümüzde davranışsal finansın birçok tanımı vardır. Bunlardan biri de; farklı iki disiplin dalı olan finans ve psikolojiyi birleştiren ve insanların, yatırım kararlarını verirken, para harcaması yaparken, nasıl ve niçin rasyonel ya da rasyonel olmayan kararları verdiklerini izah etmeye çalışan disiplinler bileşenidir.

Günümüz ekonomisi, yatırımcıların oldukça mantıklı olarak hareket ettiklerini kabul eder ancak tam olarak öyle değildir. Zaten insanların mantıktan sapmaları, geri planda bırakmaları olağandır. Davranışsal finans bu noktada devreye girer, geçmişten bugüne gelen varsayımları hafifleterek inceler, sistematik ve akla aykırı davranışları birleştirerek model meydana getirmeye çalışır.

Davranışsal finans, yatırımcıları inceler. Bireysel yatırımcılar hangi yatırım tekniklerini kullanır, ne zaman neye göre alım ya da satım yaparlar, duygularının yatırımlar üzerindeki etkisi nedir gibi soruların yanıtı davranışsal finans başlığı üzerinden bu çalışmada bulunmaya çalışılacaktır.

Yatırımcılar, finansal kararlarında, kayıptan kaçınmak isterken de daha büyük kayba sebebiyet verebilirler. Mutlak kaybı önlemek için daha büyük riskler alınabilir. Garanti bir kazanç var ise, onu kaybetmemek adına daha tedbirli davranılabilir. Bunun tersine, yatırımcıların içinde kumar oynama hissi doğdukça, kaybettikçe, oynadıkları tutarı da yükseltmek isteyebilirler. Yani, bireysel yatırımcılar, zarar ettikçe, bu zararlarını kurtarmak için daha da riskli yatırım araçlarını almaya çalışacaklardır. Bu davranışların hepsinin altında davranışsal finansın psikolojik etmenleri yer almaktadır.

Bunun yanında, yatırım yapılırken verilen kararların neden yanlış yapıldığı da incelenecektir. Sonuçta, yatırımcı bir insandır ve her zaman mantıklı kararlar veremez. Yatırım kararlarında psikoloji önemli bir etmendir. Bu yüzden verilen yatırım kararlarını psikolojik bir bakış açısıyla incelemek gerekir.

Bu çalışmanın önemli amaçlarından biri de; davranışsal finansın ortaya çıkmasına ve önem kazanmasına sebep olan bireysel yatırımcıların yöneldikleri psikolojik eğilimlerdir. Yatırım yapan insanların mantıklarını geri planda bırakıp, ekonomi teorileriyle ya da finans teorileriyle açıklanamayan davranışlar içine girmesidir.

Bu çalışmanın amaçlarından biri; değerin doğru noktada belirlenmesi ve değerin üstüne değer katmakla ilgilenmektir. Yatırımda “değerli olan şey nedir” sorusunun cevabını araştırmaktır. Aynı anda, en iyi, en tutarlı, isabetli kararların nasıl alınması gerektiği sorusuna da cevap bulunmaya çalışılacaktır.

Bu çalışmanın temelinde yatan bakış açısı, yatırımcıların her zaman rasyonel olmadığı, bundan dolayı da Etkin Piyasalar ve Beklenen Yarar Hipotezi gibi hipotezlerin geçerli olmadığı konusudur. Bilindiği üzere, piyasalarda her gün pek çok normal olmayan durum yaşanmaktadır. Bu durumda yatırımcılar kendilerine ait birçok yatırımı ve fonu kaybetmektedir.

Davranışsal finansın yukarıda bahsedilen önemi kapsamındaki niteliklere varması için uzun zaman boyunca kendi bilimsel alanında ekonomi bilimiyle ilgilenen bilim insanları tarafından geliştirilmiş olan çeşitli kurallar ve analiz metotları bulunmaktadır ve bu metotlar çalışmanın ikinci bölümünde açıklığa kavuşturulacaktır.

1.2.Çalışmanın Önemi

Bilişsel psikoloji günümüzde daha önemli bir konuma gelmiştir. Ekonomi veya finans dalındaki akademisyenler piyasadaki normal olmayan durumları finans modelleriyle açıklamakta zorlanmaktadır ve bu modeller yetersiz kalmaktadır. Bilinen finansal modellerin bu anormallikleri açıklayamadı düşünülerek, sosyal bilim dallarından biri olan bilişsel psikolojiye eğilim artmıştır. Bilişsel psikolojiye eğilimin artması, davranışsal finansın daha çok incelenmesi gerçeğini doğurmaktadır.

Davranışsal finans, yatırımcıların, yatırım kararlarında her zaman akılcı olamadığı gerçeğinden doğmuştur. Piyasada görülen veya yaşanan anormallikler, yatırımcıları piyasadan uzaklaştırır ve çıkmaya zorlar. Piyasada yatırımcıların kullanabileceği bir sürü yatırım aracı bulunmaktadır. Yatırımcıların bu araçlara neden yatırım yapacağı finans modelleriyle açıklanamamaktadır. Davranışsal finans tam bu noktada devreye girer. Davranışsal finans sadece hisse senedi gibi herkes tarafından bilinen yatırım araçları üzerinde değil, diğer tüm yatırım araçları üzerinde de etkilidir. Örnek olarak ülkemizi ele alırsak, altın ve döviz hiçbir zaman zarar getirmeyecek yatırım araçları olarak kabul edilmektedir. Bankaların sunduğu vadeli getiriler daha fazla olsa bile, yatırımcılar genelde altın ve dövize yönelir. Bu durum davranışsal finansın sosyo-kültürel etkisiyle açıklanabilir.

Normal şartlar altında, bireysel yatırımcılar banka mevduatlarına yönelmesi gerekirken, sosyo-kültürel etkilere dolaylı olarak altın ve dövizde yatırım yapmaktadırlar.

Bu çalışma, yatırımcılar tarafından sürekli olarak yapılan mantıksal hatalara odaklanmıştır. Şirketlerin değerleri, bilançolarını incelemekten ziyade beynin sorunları nasıl çözdüğü ve yatırım kararlarına nasıl karar verdiğini incelemektedir. Bilinmektedir ki, yatırımcılar bazı konularda hata yapma eğilimindedirler. Davranışsal finans, bilgiye dayalı piyasa etkinliğinden sapmaları, piyasadaki yatırımcıların mantıklı olmayan davranış şekilleri ile belirtmektedir.



İKİNCİ BÖLÜM

2. FİNANS MODELLERİNİN TEORİK ÇERÇEVESİ

Davranışsal finans kavramı, piyasa ortamında gerçekleşen değişiklikleri, piyasa oyuncularına verimli veya verimsiz sonuçlar doğuran bilgileri, bireylerin almış oldukları kararların tam anlamıyla rasyonel olarak alınmaması durumuna bağlamaktadır.

İnsanoğlu geçmişten beri hayatta kalmak adına bazı ihtiyaçlara gereksinim duymuş ve bu ihtiyaçları karşılayabilmek adına farklı ticaret imkanları ortaya çıkarmıştır. Günümüzde bu gereksinimleri karşılayabilmek için çok daha çeşitli ve modern yöntemler ortaya konulmuş ancak esas amaç her daim kazanç elde etmek anlamına gelmiştir. Doğru alınan kararlarla yapılan yatırımlarla, davranışsal finansın ne ölçüde bireysel yatırımcıya yön verdiğini anlamak büyük önem arz etmektedir. Bundan dolayı davranışsal finans kavramı üzerine birçok çalışma yapılmıştır. Bu çalışmalara bakılarak, davranışsal finansın yatırımcı kararlarında önemli bir rol üstlendiği görülmektedir.

Davranışsal finasta çoğunlukla kullanılan modeller çalışmamızda inceleme altına alınacaktır.

2.1.Beklenen Fayda Teorisi

Herkes tarafından bilinen rasyonalite tanımı, 1970’li yıllara kadar dayanır. Bu tanım, temel teori olan finans ve ekonomi teorilerine egemendir ve temelde rasyonel çözümler üretilmesine dayanmaktadır. Rasyonel insan ise bu devrin temel paradigmasıdır ve “homo economicus” olarak bilinir (Tomak, 2009, s. 148).

Beklenen fayda hiç şüphesiz satın alan kişinin birleştirdiği ihtimallerden meydana gelir. Bu birleşim belirli ve riskli birleşimlerdir. Bu birleşimlerden fayda sağlayıcı ölçmekteki esas etmen, riskli alternatifin doğru belirlenmesidir.

Beklenen Fayda Teorisi, belirsizlik anlarında karar vermeye, mantıklı tercihler için ve ekonomik seçimleri açıklamak için de kullanılır (Tomak, 2009, s. 148). Bu teori, ilk olarak Bernoulli tarafından ortaya atılmıştır. 20. yüzyılda ise John Von Neumann ve Oskar Morgenstern’in katkılarıyla iktisat teorisinde kullanılan bir araca dönüşmüştür (Aksoy ve Şahin, 2009, s. 2).

Hanson ve Kysar beklenen fayda teorisinde üç temel kavram ortaya çıkarmışlardır. Bunları inceleyecek olursak (Hanson ve Kysar, 1999, s. 641-642);

Üstünlük: Bir kişinin tercih etmesi gereken iki opsiyon arasından birini tercih etmesi gerekebilir. Örnek vermek gerekirse; kişi x durumunu y durumuna tercih ediyorken ve y durumunu da z durumuna tercih ediyorken, x durumunu da z durumuna tercih edebilecektir.

Değişmezlik: Aynı karar probleminin değişik versiyonları, aynı seçimle sonuçlanabileceği anlamına gelir. Problemin açıklanma durumu karara etki etmeyecektir.

Bağımsızlık: İki etmen arasında seçim yapan bir bireyin seçimi, bu etmenlerin yerini şans oyunları alsa bile değişiklik göstermez. Bir birey, x durumunu y durumuna tercih ediyorsa, %50 ihtimalle x durumunu kazanma olasılığını y durumuna kazandırma olasılığına tercih eder. Benzer durumda x durumu ile y durumu arasında fark yok ise, belirgin bir iddialaşmada da fark olmayacaktır.

Bu teorinin aslında temel bir önermesi vardır ve alıcının sübjektif değerlendirmesini açıklama anlamında faydalıdır. Alıcıya fayda sağlayacak temel önerme ise şudur; bir durumun riskli birtakım alternatifler içermesi halinde, bu durumun faydaları aynı anda ve bağımsız olarak ölçülebilir. Bu faydayı ölçebilmek için ise prensipler vardır. Birisi riskli diğeri ise belirli iki durumun kombinasyonundan oluşan ve kişinin aralarında kayıtsız kalacağı iki formülün birleştirilmesi veya dizayn edilmesidir. Para miktarı ile örnek vermek gerekirse; bir bireyin net olarak (%100) 5\$ kazanacağı bir alternatif ile %50 ihtimalle 2\$ ve %25 ihtimalle de 50\$ kazanacağı ikinci bir alternatif arasında kaldığı varsayımında, bu alternatiflerin yararları, her iki alternatifin tahmini kazançlarının toplamlarını ifade eden “beklenen fayda”ları hesaplanarak ölçülebilir. Birinci alternatif; $1 \times 5\$ = 5\$$ yarar getirirken, ikinci alternatif; $(0.5 \times 2\$) + (0.25 \times 50\$) = 13,5\$$ yarar getirmiş olacaktır (Howard, 1965, s. 83) .

Bu şartlar altında, her zaman rasyonel ve mantıklı tercihler yapan karar verici, kendisine 8,5\$ fazladan getiri sağlayan ikinci alternatifini tercih etmek isteyecektir.

Beklenen fayda teorisinin de bazı eksik ve noksan yönleri vardır. İktisat alanından Nobel ödüllü Allais, bu teori ile ilgili ilk eleştirileri dile getirmiştir. Ellberg ise beklenen fayda teorisinin sistematik bir şekilde ihmal edildiğini açıklamıştır. Allais 100 kadar denek ile bir çalışma gerçekleştirmiştir. Bu çalışmada, deneklerin beklenen fayda teorisinin öngördüğü şekilde davranmadığı tespit edilmiştir (Taşdemir, 2007, s. 309).

2.2.Beklenti Teorisi

Beklenti teorisi Kahnemann ve Tversky tarafından ortaya konulmuştur. Hisse senedi fiyatlarının oluşturulmasında önemli bir rol oynayan, farklı yöntemlerden ve faktörlerden faydalanan çok sayıda teoremin aksine, piyasa oyuncularının psikolojik faktörlerinin de hisse senedinin fiyatının meydana gelmesinde etmen olduğu inceleme altına alınmıştır.

1979 yılında Kahnemann ve Tversky'nin yaptığı incelemelere göre bireysel yatırımcıların riskli durumlarda almış olduğu kararların piyasalarda farklılıklar ve anomaliler meydana getirdiği gözlemlenmiştir.

Belirlilik etkisi adı verilen bu kavram kesin kazançlar sağlayan seçimlerde riskli durumlardan uzak durmaya ve mutlak zararlar içeren riskli seçimleri göz ardı etmeye neden olmaktadır. Buna bağlı olarak, bireysel yatırımcıların risk altındaki durumlar içinde vermiş oldukları kararlar fayda teorisini ters düşmektedir (Kahnemann ve Tversky, 1974, s. 263)

Beklenti teorisini iki grupta anlatacak olursak;

Düzeltilme süreci: Kişinin ortaya koyduğu seçimlerin bir analizi gerçekleştirilmektedir. Böylece, bireyler seçimleri daha kolay hale sokmaktadır.

Değerlendirme süreci: Kişiler tarafından değerlendirme yapılarak kolay ve yalın hale getirilen opsiyonların sonucu olarak, bu opsiyonların en fazla değere sahip olanı tercih edilmektedir.

Bireysel yatırımcılar, değerlendirme süreci içerisinde kayıptan kaçınma eğilimine girmektedirler. Elde edilen kazançlara oranla, kaybedilen yatırımlara daha fazla duyarlılık gösterirler.

Kahnemann ve Tversky tarafından ortaya konulan bir çalışma bu faktörü aydınlatmaktadır. Buna bağlı olarak, deneklerden önce %100 olasılıkla 7.500 dolarlık bir zararı kabul etmeleri istenmiştir. Sonrasında ikinci bir seçenek verilmiş ve deneklere %75 ihtimalli 10.000 dolar kayba uğramak veya %25 olasılıkla 10.000 dolar elde etme imkanı verilmiştir. Verilen iki seçenekte de zarar 7.500 dolardır. Ancak, deneklerin büyük bir kısmı tarafından verilen ikinci seçenek tercih edilmiştir. Bundan dolayı, deneklerin çoğunlukla kayıptan kaçındıklarını söylemek mümkündür (Yörükoğlu, 2007, s. 55).

Sonuç olarak, bireysel yatırımcı varlığının sattığı fiyatı satın alabileceği miktardan daha fazla miktarda belirlemektedir diyebiliriz. Bunun nedeni, elde edeceği karı yine aynı miktardaki zararlardan daha zayıf algılamasıdır.

2.3.Modern Portföy Teorisi

Geleneksel portföy yönetimine göre, bir yatırımcının portföyünde yer alan yatırımlar veya menkul kıymet kazançları arasındaki ilişkileri dikkate almadan yalnızca portföydeki yatırımların sayılarını yükselterek risk faktörünü daha aza indirilebileceği öngörülmektedir. Ancak bu yaklaşım, Markowitz'in, modern portföy yönetiminin kurucusu, geliştirdiği teoriyle beraber gerçekçiliğini yitirmiştir. Gerçekçi olmak gerekirse, sadece portföy çeşitlendirilmesi ile risk azaltılamaz. Portföyde yer alan yatırım araçları veya menkul kıymetler arasındaki ilişkinin yönünün ve derecesinin de etkin gösterildiği de, Markowitz Ortalama Varyans Modeli ile dile getirilmiştir. Bu model “Bütün yumurtaları aynı sepete koyma” atasözüne matematiksel bir mana katmıştır. Markowitz modelindeki temel işaretler, kavramlar portföyün riskinin hesaplanmasına ilişkin formül aşağıda belirtilmiştir:

R: Portföyün beklenen getirisi.

W_i : “i” menkul kıymetinin portföydeki oranı

$$(0 \leq w_i \leq 1) (i=1, \dots, N)$$

μ_i : “i” menkul kıymetinin beklenen getirisi

N: Menkul kıymet sayısı. $i=1, \dots, N$

∂_{ij} : “i” ve “j” menkul kıymet getirilerinin kovaryansı

$i=1, \dots, N, j=1, \dots, N$

σ^2_P : Portföyün varyansı

$$R = \sum_{i=1}^N W_i * \mu_i \quad (1.1)$$

$$\sigma^2_P = \sum_{i=1}^N W_i * W_j * \partial_{ij} \quad (1.2)$$

Markowitz'e göre portföy varyansı, portföyü meydana getiren menkul kıymetlerin ve varlıkların birbirleri ile ilişkisinden meydana gelmektedir.

Bu sayede, aralarında sıfır korelasyon veya negatif korelasyon sayısı içeren portföylerin varyansı, menkul kıymetlerin birer birer ele alındığı durumdan daha düşük olmaktadır. Bu durumda portföy çeşitlendirmesi faydalı olacaktır (Güngör, 2004, s. 107).

Markowitz'in modern portföy teorisine ait olan doğrusal programlama modeli aşağıdaki gibidir:

$$\text{Min} = \sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N W_i * W_j * \sigma_{ij} \quad (2.1)$$

$$\sum_{i=1}^N W_i * \mu_i = R^* \quad (2.2)$$

$$\sum_{i=1}^N W_i = 1 \quad (2.3)$$

$$i=1 \quad 0 \leq w_i \leq 1 \quad i=1, \dots, N$$

Bir bireysel yatırımcının yüklendiği riske karşılık kazanabileceği en yüksek kar oranını sunan portföy alternatiflerini bulabilmek için belirli kazanç düzeyindeki minimum varyanslı noktaların birleşimine ihtiyaç vardır. Bu ihtiyacı gidermek için de 2 numaralı formülasyonları farklı R^* değerleri ile kullanmak gerekir. 2.2 numaralı formülasyondaki farklı R^* değerleri ile belirli ölçüde çalıştırmak yerine 3 numaralı formülasyonundaki farklı λ değerleri ile çalıştırılmasıyla da aynı etkili sınıra ulaşılabilir. $\lambda=0$ ile model çalıştırıldığında, bahsi geçen portföyün beklenen getirisi maksimum seviyeye ulaşacaktır ve optimum sonuç maksimum kazanca sahip olan tek bir menkul kıymeti kastedecektir. $\lambda=1$ değeri ile model getiriye hiç önemsemeyen riski minimum seviyeye indirmek isteyecektir. Bu durumda optimum sonuç, riski minimum seviyeye indirecek şekilde farklı menkul kıymetlerin birleşiminden oluşacaktır. Eğer λ değeri 0 ile 1 arasında ise, model, kazanç ve risk seviyesini önem sıralamasına göre dikkate alarak portföylere karar verecektir. (Güngör, 2004, s.108).

$$\text{Min} = \lambda \sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N W_i * W_j * \sigma_{ij} - (1-\lambda) \sum W_i * \mu_i \quad (3.1)$$

Kısıtlar

$$\sum_{i=1}^N W_i = 1 \quad (3.2)$$

$$0 \leq w_i \leq 1, i=1, \dots, N$$

1952'nin Haziran ayında "Journal of Finance" yayınında "Portföy Seçimi" başlığıyla bir makale yayınlandı. Yazarı ise o dönemlerde kimse tarafından tanınmayan yüksek lisans öğrencisi Harry Markowitz'di. O makaleyi 25 yaşında yazmıştı. Yazdığı makale yenilikçi idi. Hem teori hem etki anlamında etkili bir makaleydi. Bu yüzden de Markowitz, 1990 yılında Ekonomi Bilimi'nde Nobel Ödülü'ne layık görüldü.

Aslına bakılırsa, 1952 yılında yayınlanan makale 25 yılı aşkın bir süreden sonra dahi çoğunun ilgisini kazanamamıştı. O tarihlerde bir yatırımın performansı, bireysel yatırımcıya ne kazandırır ne kaybettirir bunun değerlendirmesi yapılıyordu. 1970'li yılların başındaki krizden sonra, bireysel yatırımcılar sadece yatırımlarıyla değil, riskleriyle de ilgilenmeleri gerektiğini anladı (Bernstein, 2006, s. 280-282).

Risk faktörü içeren yatırımların, tek tek değil de bir arada ele alınıp değerlendirilmesine ve bu yöntemle bireysel yatırımcıların yatırımları arasındaki etkileşimlerin göz önünde bulundurulmasına portföy yaklaşımı denmektedir. Bir bireysel yatırımcı tüm yatırımını sadece bir yatırıma yönlendirdiğinde, beklenilmeyen negatif gelişmelerin meydana gelmesi ve yatırımın zarar getirmesi sonucunda tüm yatırımını kaybetmekle karşı karşıya kalabilir. Ancak, bir bireysel yatırımcı yatırımlarını birden fazla yatırıma yönlendirdiğinde, tüm yatırımların zararlı sonuçlanması ya da tüm yatırımını kaybetmesi çok küçük bir ihtimaldir. Bireysel yatırımcı, yaptığı yatırımların bir kısmında zararlı karşılaşırsa bile, bu zararı muhtemelen diğer yatırımlarındaki karla telafi edebilecektir.

Genel manada riskli yatırımların değerlendirme altına alınması için kullanılabileceğini belirttiğimiz portföy yaklaşımının ana uygulama sahası, finansal varlıkların değerlendirme altına alınarak yön verilmesidir. Bir diğer taraftan, portföy yaklaşımı, yatırım süresinin bir periyotta sınırlı olduğu algısını altında gelişim göstermiştir.

Bu periyot, bir gün, bir hafta, bir ay, iki yıl ya da bu sürelerden daha fazlası olabilmektedir. Periyot bittiğinde, yeni bir analiz geliştirilip, yeni bir değerlendirme yapıp, portföydeki yatırımların gözden geçirilmesi gerekir. Başka bir ifadeyle belirtecek olursak, bireysel yatırımcı nazarında bir finansal varlığın uzun vadede dönemsel olarak kazandıracağı kazançtan öte, bir periyot içinde kazandıracağı kar önemlidir. Daha sonrasında yeni bir analiz gereklidir. Ancak bu yaklaşım uzun dönemdeki yatırımları maksimize etme ilkesine zıttır (Bolak, 1998, s. 229-230).

2.4.CAPM (Finansal Varlık Fiyatlama Modeli)

CAPM, Türkçe’de “Finansal Varlık Fiyatlama Modeli” olarak adlandırılır. Sistematik risk ile varlıklar, özellikle de stoklar üzerindeki beklenen getiri arasındaki ilişki olarak tanımlanabilir. CAPM, genel olarak, riskli bono fiyatlamasında, beklenen varlık getirisinde ve yatırım maliyetleri fiyatlamasında kullanılır. Bu fiyatlandırma modelinin formülü aşağıda belirtildiği gibidir (Berk, 83).

$$ER_i = R_f + \beta_i (ER_m - R_f) \quad (4)$$

ER_i : Beklenene Yatırım Getirisi

R_f : Risksizlik oranı

β_i : Yatırım Betası

ER_m : Piyasa Beklenen Getirisi

$(ER_m - R_f)$: Piyasa Risk Primi

Yatırımcılar, bu fiyatlandırma modeli, paranın zaman değerini her zaman telafi etmeyi beklerler.

CAPM formülündeki risksizlik oranı paranın zaman değerini açıklar. Formüldeki diğer bileşenler, yatırımcının aldığı riskleri kapsar. Bu formülün amacı, risk ve paranın zaman değerinin beklenen getiriye oranlanmasıyla, varlıkların doğru şekilde değerlendirilmesidir (Amling, 1978, s. 78).

Her finansal model belli varsayımlardan yola çıkarak hareket eder. Finansal varlık fiyatlama modeli de bunlardandır. Bu modelin varsayımlarına gelecek olursak, öncelikle bireysel yatırımcılar oluşturdukları portföyleri beklenen getiri ve standart sapma oranlarını göz önünde bulundurarak değerlendirirler. Bazı durumlarda iki portföy arasında seçim yapmaları gerekir. Bu ikilemde kaldıklarında standart sapması düşük olan portföyü seçerler. Sahip olunan tüm varlıklar sonsuz derecesinde bölünebilirliğe sahiptir. Tam likidite vardır. Yatırımcılar kendi belirledikleri pozisyonlara sahip olabilirler. Bireysel yatırımcılar her türlü nakdi risksiz faiz haddi üzerinden borç verebilirler veya alabilirler. Tek kullanılan faiz oranı pazar faiz oranıdır. Finansal varlık kazançları ile alakalı olan transfer maliyetleri, alım-satım komisyonları yoktur. Piyasadaki yatırımcıların risksiz faiz oranı aynıdır (Norton, 1995, s. 43).

Finansal varlık fiyatlandırma modeline göre, finansal varlıklara yapılan yatırımlar iki risk ile karşı karşıya gelir. Bu riskler, sistematik riskler ve sistematik olmayan risklerdir. Finansal varlıkların kazandırdığı getirilerde dalgalanmanın, pazarda bulunan bütün varlık fiyatlarını aynı anda etkileyen unsurlardan kaynaklanan bölümü sistematik risk olarak adlandırılmaktadır. Bu risklere örnek olarak satın alma gücü riski, faiz oranı riski, dış ticaret kısıtlaması gösterilebilir. Sistematik riskler, finansal varlıkları çeşitlendirerek yok edilemeyecek türde risklerdir. Toplam riskin şirkete veya şirketin içinde bulunduğu sektöre özgü kısımlar ise sistematik olmayan risk olarak tanımlanmaktadır. Bu tür risklere örnek olarak ise, işçi grevli, yönetim hataları, pazara yeni oyuncuların girmesi verilebilir ve bu tür riskler daha soyut ve elle tutulamayan risklerdir. Yine de sistematik olmayan riskler matematiksel metodlar ile çözülebilir. Matematiksel metodlar kullanılarak finansal varlıklar farklılaştırılabilir veya finansal varlık vizyonu farklılaştırılabilir (Norton, 1995, s.43).

Bir varlığın riski β (beta) olarak tanımlanabilir. Bir varlığın kazancı, risksiz faiz oranına, risk primine ve o varlığın betasına bağlıdır. Yatırımcılar riskli varlıklara da portföylerinde yer vermelidirler. Ancak bu portföy çeşitlendirilmiş portföy olmalıdır.

Sonuçta bir yatırımdan daha fazla getiri bekleniyorsa daha fazla riske girilmelidir (Amling, 1978, s. 40).

Her modelde olduğu gibi bu modele karşı da bazı eleştiriler mevcuttur. Bunlardan birincisi “Pazar portföyü için temsili bir örnek seçimi”dir. Bundan dolayı, araştırmacılar finansal varlık fiyatlama modelini ölçmek ya da test etmek için bir temsilci seçmek durumundadırlar. Vekil seçmenin amacı, daha sonra menkul kıymet getirilerinin, beta tahminlerini elde etmek için regresyona tabi tutulmasıdır (Amling, 1978, s. 41).

CAPM yaklaşımı, elde tutulan varlıkların nasıl değerlendirme altına alıp fiyatlandırıldığını görmek açısından bir model yaratma çabası altında oluşturulmuştur. Bu şartlara göre meydana getirilen CAPM’in bazı varsayımları aşağıda belirtilmiştir (Karan, 2001, s. 195)

- 1- Bireysel yatırımcılar portföylerindeki menkul kıymetleri bir dönemlik beklenen kazançlar ve standart sapmalara göre değerlendirme altına alırlar.
- 2- Bireysel yatırımcılar her zaman daha fazla kazanç elde etmek isterler. Beklenen karlar haricinde hemen hemen her özelliği aynı olan iki yatırımdan yüksek karlı olanı tercih etmek isterler.

- 3- Bireysel yatırımcılar riskten uzak durmak isterler. Yapacakları yatırımlardan, standart sapmaları aynı olduğu varsayılarak, düşük standart sapması olan yatırımı tercih etmek isterler.
- 4- Bireysel yatırımcıların sahip olduğu varlıklar bölünebilir, yani eğer bireysel yatırımcı çok arzularsa bir payın çok küçük bir kısmı için bile satın alma işlemi gerçekleştirebilir.
- 5- Bireysel yatırımcının hem borç verebileceği hem de borç alabileceği risksizlik oranı mevcuttur.
- 6- Ödenecek olan işlem maliyetleri ve vergiler konudan bağımsızdır.
- 7- Tüm bireysel yatırımcıların dönemsel bir yatırım öngörülleri mevcuttur.
- 8- Risksizlik oranı tüm bireysel yatırımcılar için aynı oranı ifade etmektedir.
- 9- Bilgi elde etme olanağı bireysel yatırımcıların tümü için aynıdır ve ulaşılabilir.
- 10- Bireysel yatırımcıların beklentileri homojen olmaktadır. Menkul kıymetten sağlanacak muhtemel karları, standart sapmaları anlama kabiliyetine sahiptirler.

Yukarıda belirtmiş olduğumuz varsayımların birçoğu gerçek dışıdır. Ama önem teşkil eden şey, varsayımların gerçek dışı olmasından çok risk ile kazanç arasındaki denge unsuru oluşturma çabasıdır.

2.5.Arbitraj Fiyatlama Modeli

Finansal varlık fiyatlama modelini açıklarken belirttiğim gibi, o modele karşı o dönemde eleştiriler mevcuttu. O eleştiriler yeni bir fiyatlama modelinin çıkmasına sebep oldu. Yeni model, Ross'un eleştirilere 1976 yılında "Arbitraj Fiyatlama Modeli" ile cevap vermesiyle ortaya çıktı. Finansal varlık fiyatlama modeline nazaran daha az sayıda ve daha genel varsayımları olan teori özellikle akademik çevrelerde büyük bir alkış topladı (Bozkurt, 1988, s. 42).

Bu teorinin üç temel varsayımı mevcuttur. Birincisi, sermaye pazarlarının rekabetçi olması, ikincisi yatırımcıların yüksek refah seviyesini daha düşük refah seviyesine tercih etmesi, üçüncüsü ise, varlıkların kazançlarını meydana getiren sürecin bir K faktör modeliyle temsil edilmesidir. Tabi ki bu üç varsayımı göz önüne aldığımızda CAPM'in varsayımlarına oranla daha anlamlı ve daha güçlü model kurulması beklenmektedir ki belirtilen varsayımlar anlam kazanabilsin ve doğru kabul edilsin. Bu beklentinin sebebi, daha az sayıda varsayımdan ve daha genel varsayımlardan oluşmasıdır. Bu durum, bu yeni modelin daha uygulanabilir olduğunu göstermektedir (Bozkurt, 1988, s. 43).

Arbitraj fiyatlama modeli, ekonomik modeli baz alan bir modeldir. Faiz oranı riski, pazar riski, satın alma gücü riski, yönetim riski ve diğer risk unsurlarının ağırlıklı ortalamasını kullanan bir risk getiri modelidir. Bir başka şekilde açıklayacak olursam, arbitraj fiyatlama modeli, bir varlığın bugünkü getiri oranını bulmada işe yarar ve doğru olan getiri oranına nasıl karar verileceğini gösteren bir model teşkil etmektedir. Modelin ana unsurlarından birisi de, varlıkların uzun vadeli ortalama kazançlarını etkileyen önemli sistematik unsurların tanınmasıdır (Fama ve Eugene, 1976, s. 176)

Bu modelde önemli faktörler mevcuttur. Bu faktörlerden biri pay senetlerinin durumudur. Pay senetleri getireceği kazançlar olayların beklenen ya da beklenmeyen olma durumuna bağlıdır. Beklenen olaylar, bireysel yatırımcılar tarafından getiri beklentilerine ilave edilecektir. İlave edildikten sonra da Pazar fiyatları devreye girecektir ve pazar fiyatlarında değişimler olacaktır (Fama ve Eugene, 1976, s. 181).

Ancak bu modelde sonucu belirleyen en önemli faktör genellikle beklenmeyen faktördür. Değişim beklenen bir durumdur ama şiddeti, yönü bilinmeyendir. Bilinen durum, varlıkların getirilerinin duyarlılığı önemli olan noktadır. Portföy kazançlarında riskin başlıca unsurları sistematik faktörlerdir. Bu yüzden de portföyde beklenen ve gerçekleşen kazançların başlıca kaynaklarıdır. Arbitraj Fiyatlama Modeli, sayısı ve yapısı ile ilgili olarak herhangi bir fikir öne sürmez. Bu durum, deneysel çalışmaların konusu olmuştur. Araştırmacılar tarafından, faktör yapılarını ve miktarlarını tespit etmek için iki yaklaşım kullanılmaktadır. Bunlardan birincisi, gözlemlenemeyen risk faktörleridir. Bu faktörler, asal bileşenler analizi ve faktör analizi ile varlıkların getirilerinden, faktörleri eksiltmek için kullanılan sayısal ve istatistiki çalışmalardır. İkincisi ise, gözlemlenebilir risk faktörleridir. Bu faktörler ise, bilinen yani yaygın risk faktörlerini ortaya çıkarmak için fikir öne süren finansal ve ekonomik faktörlerin bir kaynağıdır. Regresyon analizi kullanılır ve varlık analizi ile ilgili test edilir. Regresyon analizinin kullanılmasının amacı ise, model ile ilgili kanıtları sağlayıp sağlamadığını belirlemektir (Bozkurt, 1988, s. 44).

Arbitraj fiyatlama modelinde, bir beta seti yer almaktadır. Bu beta seti ise her faktörden oluşabilir, her faktörden alınabilir. Bu modelin benimsediği fiyatlama teorisi, bir varlığın beklenen kazancının ekonomik unsurlara nasıl tepki vereceği ile ilişkili olduğunu gösterir ve bu reaksiyon seviyesi ekonomik unsurlara ait betalar ile ölçülür ve belirlenir.

Buna göre, Arbitraj fiyatlama modelinde bir yatırımın beklenen getirisi aşağıdaki formülle hesaplanır;

$$E(r_y) = r_f + (r_f - r_f) \beta_{f1} + (r_f - r_f) \beta_{f2} \quad (5)$$

Bu modele göre ekonominin içinde bulunan şirketlerin hepsi ortaya konan faktör değişimlerine benzer ya da aynı tepkileri gösterirler (Bozkurt, 1988, s. 46).

Her faktör için farklı bir beta değeri ölçü niteliğinde hesaplanabilir. Örneğin; Y şirketi için;

$$B_{yF1} = \sigma_{A,y} \rho_{yF1}, B_{yF2} = \sigma_{A,y} \rho_{yF2} \quad (6)$$

Formülü geçerli olabilir.

Yukarıda belirtilen formülü incelersek; beta katsayısı firmanın içinde bulunduğu pazarın getiri miktarının varyansının, enflasyon ve hisse senedi getirisi arasındaki korelasyon sayısı ile çarpılıp enflasyonun varyansına bölünmesi ile meydana gelir.

Bu model ile, beklenen kazanç ve riskin belirlenmesiyle gerçekleşen kazanç hesaplanabilmektedir. Bu hesaplama ise aşağıdaki gibidir;

$$R = R + U \quad (7.1)$$

$$R = R + m + \epsilon \quad (7.2)$$

$$R = R + \beta_1 F_1 + \beta_2 F_2 + \dots + \beta_n F_n + \epsilon \quad (7.3)$$

R= Finansal varlık açısından beklenen kazanç

m: Sistemik risk

ϵ = Sistemik olmayan risk

U: Toplam risk

Portföy oluşturmak için kullanılan formül ise aşağıdaki gibidir;

$$R = x_1(R_1 + \beta_1 F + \epsilon_1) + x_2(R_2 + \beta_2 F + \epsilon_2) + \dots + x_N(R_N + \beta_N F + \epsilon_N) \quad (8)$$

Sonuç olarak, arbitraj fiyatlama modelini değerlendirmek gerekirse, finansal varlık kazancının aynı doğrultuda çoklu veya tekli bir şekilde indeks modeli tarafından meydana getirildiği kabul edilmektedir. Arbitraj fiyatlama modeli, finansal varlıkların kazandırdığı getirilerin birden fazla risk unsurundan etkilendiğini kabul ederek bu risk faktörlerini modele ilave etmektedir. Chen, Roll ve Ross yaptıkları çalışmalarla bu modelin CAPM'e göre daha iyi sonuçlar verdiklerini belirtmişlerdir. Buna karşın Reinganum'un çalışması, arbitraj fiyatlama modelini küçük ölçekli firmalar üzerinde uygulamak için yetersiz olduğunu ortaya koymaktadır. Ek olarak, Shanken ve Dhrymes de modelin kullanılabilirliğini sorgulamaktadır. Bunun sebebi olarak da, faktörlerin tanımlanamamasını göstermektedirler.

Tüm bu yorumlar ve çalışmalar bize göstermektedir ki, arbitraj fiyatlama modeli genel olarak kabul edilmiş bir model değildir. Üzerine araştırma yapılmaya devam edilmesi gereken bir modeldir (Fama ve Eugene, 1976, s. 199).

2.6. Etkin Piyasalar Hipotezi (EPH)

Öncelikle belirtilmelidir ki, bu hipotez üç formda incelenir; güçlü formda etkinlik, yarı güçlü formda etkinlik ve zayıf formda etkinlik.

Eğer mevcut hisse senedi fiyatı bir şirketle ilgili bilinebilecek veya elde edilebilecek tüm bilgileri yansıtıyorsa güçlü formda etkinlik söz konusudur. Geçmişteki bilgiler, kamuya açık olan veya kamuya açık olmayan tüm bilgiler kastedilmektedir. Fama da güçlü form etkinliği ile ilgilenmiştir. Yatırımcıların, fiyata etki edebilecek düzeyde bilgi sahibi olup monopolistik ulaşma gücüne sahip olup olmadıkları üzerine çalışmalar yapmıştır.

Yani, fiyatları belirleyici özel bir bilgi veya datanın elde edilip edilemeyeceğini test etmek istemiştir (Fama ve Eugene, 1976, s. 383).

Bazı hipotezler, yatırımcıların kamuya açık bilgilerden faydalanarak aşırı derecede kar sağlamayacağını savunur. Bu hipotezler, yarı güçlü formda etkinlik grubunun içinde yer alır. Başka bir ifadeyle, kamuya açıklanana bilgilerden sonra zaten direkt olarak bilgi fiyatlara yansımaktadır. Bu yüzden yatırımcılar geleceğe dönük aşırı kar beklentilerine girmeleri yanlış olur. İleriye dönük tahminlerinde avantaj sağlayamazlar. Bu formda amaçlanan, kamuya açıklanan bilgi ve dataların piyasaya direkt etki edip etmediğinin test edilmeye çalışılmasıdır (Berk, 2000, s. 428).

Hipotezin ilk ve en eski versiyonu zayıf formda etkinliktir. Rastsal yürüyüş hipotezi olarak da bilinir. Eğer hisse senediyle ilgili bütün geçmiş veri ve data'lara kolayca ulaşılabilirse, zayıf formda etkinlik söz konusudur. Geçmiş bilgilere herkes ulaşabildiği için yatırımcının elde ettiği geçmiş verilerle avantaj yakalaması söz konusu değildir. Eğer geçmiş verilerle, aşırı kazanç sağlanıyorsa ve fırsatlar çıkıyorsa, zayıf formda etkinlik söz konusu değildir (Shiller, 1998, s. 6).

Etkin Piyasalar Fiyatı temelde üç varsayıma dayanmaktadır. Bunlardan birincisi, bireysel yatırımcıların makul ve mantıklı davrandığı, menkul kıymetleri rasyonel olarak değerlendirmeye alıp analiz yapmalarıdır. İkincisi, bazı yatırımcıların rasyonel olmamaları üzerinedir. Eğer yatırımcılar, menkul kıymet yatırımlarına karşı rasyonel yaklaşmıyorlar ise, bu yatırımcıların alım ve satım işlemleri rastlantısaldır yani rastgeledir ve bu yüzden de fiyatları etkilemezler. Birbirlerini elemiş olurlar. Üçüncüsü ise, rasyonel mantaliteye dayanarak yapılan arbitraj piyasasındaki rasyonel davranmayan yatırımcıların fiyatlar üzerindeki etkisini ortadan kaldırır (Kahnemann, Riepe, 1998, s. 52-53).

Bireysel yatırımcılar rasyonel davrandıklarında, menkul kıymetleri, temel değerler ile yani Menkul kıymetin gelecekteki nakit hareketleri, risk seviyesine indirgenmiş net bugünkü değer ile değerlerler. Menkul kıymet ile ilgili olarak iyi bir haber duyduklarında fiyatı yükseltir, kötü haber duyduklarında ise fiyatı düşürecek şekilde reaksiyon gösterir ve hareket ederler. Menkul kıymetleri fiyatları iyi ya da kötü haberlere karşı hemen reaksiyon verir ve yansıtır. Menkul kıymetin nakit akım hareketleri ve net bugünkü değeri gibi değerler hemen değişkenlik gösterir. Mandelbrot ve Samuelson riske karşı duyarsız kalan yatırımcıların bulunduğunu belirtir.

Bu kayıtsızlığın da, rekabet piyasalarında, kazançların varsayımsal ve tahmin edilemez olduğunu öne sürer. Ekonomistler, riske karşı duyarsız davranan bireysel yatırımcılar için değişken ve farklı tolerans seviyelerinde etkin piyasa fiyatları belirlemişlerdir.

Böylece, Etkin Piyasalar Hipotezi tamamıyla rasyonel yatırımcılardan oluşan rekabetçi bir piyasadan oluşan dengenin önemli bir unsurudur (Kahnemann ve Riepe, 1998, s. 64).

Buna rağmen, etkin piyasalar hipotezi tamamıyla yatırımcıların rasyonel olması ile ilişkili değildir. Bazı yatırımcılar tam anlamıyla piyasada rasyonel hareketler de bulunmasalar da piyasa etkinliğini koruyabilmektedir.

Örnek vermek gerekirse, birçok rasyonel olmayan yatırımcının piyasada olduğu ve bunların tesadüfi olarak alım satım hareketleri yaptığı göz önünde bulundurulursa, bunların alım satım hareketleri arasında bir korelasyon olmadığında, bir yatırımcının yaptığı alım hareketi diğer yatırımcının yaptığı satım işlemi ile işlevsel olmayan bir hale gelecektir.

Bu tarz bir piyasada, alım satım hacmi artış gösterecek fakat, fiyatlar ilgili olan menkul kıymetin ilerideki nakit hareketlerinin bugünkü değeri ile belirlenen temel değerine denk gelecektir. Bu varsayım, rasyonel olmayan yatırımcıların alım satım hareketleri arasında korelasyon olmamasına bağlıdır. Bundan dolayı da bazı sınırlamalar bulunmaktadır (Kahnemann, Riepe, 1998, s. 65).

Fama, bu durumu arbitraja dayandırarak açıklığa kavuşturmuştur. Arbitraj modeli, benzer ya da aynı özellikteki menkul kıymetin iki farklı piyasada, değişken olarak avantaj kazandıran değişik fiyatlarla aynı anda alınıp satılma işlemidir (Fama ve Eugene, 1976, s. 202).

Bir menkul kıymetin fiyatının rasyonel olmayan yatırımcıların birbirleriyle olan korelasyonu olan alım işlemleri sonucunda, piyasadaki temel değerine göre çok fazla değerlendirildiği öngörülürse, artık bu menkul kıymet olması beklenen fiyatın üstünde bir fiyatta olacağı için, arbitraj kullanan yatırımcılar bu pahalı menkul kıymeti açığa satacak ve aynı anda satım işlemi yaptıklarının yerine ise bir başka menkul kıymeti daha ucuza satın alarak risklerini aynı seviyede koruyacaklardır. Eğer sahip oldukları menkul kıymetin yerine başka bir menkul kıymet varsa ve arbitraj yapan yatırımcılar menkul kıymetler üzerinde alım satım yaparlarsa, fiyatı daha pahalı olan menkul kıymette kısa, benzer menkul kıymette uzun pozisyona sahip oldukları için kar elde etmiş olacaklardır. Arbitrajdan yararlanan yatırımcılar tarafından yapılan bu satımın bir etkisi de fiyatı çok daha pahalı olmuş olan menkul kıymetin fiyatının olması gereken değerine yaklaştıracak şekilde aşağıya indirmesidir (Fama ve Eugene, 1976, s. 204).

Gerçekte olan ise, arbitraj yapıldığı anda, etkili bir şekilde yapılıyorsa; yani bir menkul kıymetin yerine başka bir menkul kıymet koyulup ikame edilebilecek menkul kıymetler var ise ve arbitrajdan yararlanan yatırımcılar daha fazla kar elde edebilmek için rekabet içinde olabiliyorlarsa, o menkul kıymetin fiyatı olması gereken gerçek değerinden uzaklaşmayacak ve arbitrajcı yatırımcıların da fazladan kazanç elde etme olasılıkları kalmayacaktır (Fama ve Eugene, 1976, s. 234).

Etkin piyasalar hipotezi açısından teorik tartışmaları ve zıtlıkları özetleyecek olursak; yatırımcılar rasyonel davrandıklarında, piyasa daha etkindir. Eğer bazı bireysel yatırımcılar rasyonel davranmıyorlar ise bunları kendi aralarında yaptıkları alım – satımın fiyatları üstünde sınırlı etkisi olacak ve rasyonel davranan yatırımcıların dengeli hareketi ile fiyatlar normal seviyesine yani temel değerlerine yakınlık gösterecektir.

Rasyonel olmayan yatırımcılar, menkul kıymetlerin değerlerinden farklı fiyatları ile işlem yapmaya başladıklarında, sadece kendi gibi irrasyonel yatırımcılara zarar verecekler ve yatırımları konusunda zarara uğrayacaklardır (Benartzi ve Thaler, 1995, s. 73-74).

Etkin piyasalar hipotezi bazı ampirik temellere dayandırılmıştır. Bu hipotez, teorik yanıyla olduğu kadar ampirik sonuçları ile de dikkat çekicidir. Etkin piyasalar hipotezi ile ilgili ampirik beklentiler mevcuttur. Bu beklentiler iki kategoriye ayrılır (Black, 1986, s. 42-43).

Birincisi, menkul kıymetlerden biri ile ilgili bilgiler veya haberler piyasaya verildiğinde, o menkul kıymetlere ait fiyatlar kısa zamanda, doğru şekilde yatırımcıları yönlendirecek şekilde piyasaya yansımalıdır. Başka bir söylemle, bilgiye veya haberlere direkt olmadan dolaylı olarak ulaşanlar bu haberlerden yararlanıp fazladan getiri kazanamayacaklardır. İkincisi ise, menkul kıymet değerinin, gerçek değerine eşit olması gerekir. Bu yüzden de fiyatlar menkul kıymetin gerçek değerini etkileyebilecek bir bilgi ortaya çıkması ile değişiklik göstermemelidir (Black, 1986, s. 44).

Başka bir deyişle, menkul kıymetin gerçek değeri ile alakalı bir haber ortaya çıkmadıkça, menkul kıymetin fiyatının arz ve talepteki değişimine tepki vermemesi gerekmektedir. Etkin piyasa hipotezinin iki temel beklentisi vardır. Menkul kıymet değerlerinin, yeni haberlere doğru, hızlı tepki vermesi ve bu haberlerin veya bilginin menkul kıymetlerin gerçek değerini değiştirebilecek özellikte bir bilgi özelliği taşıması gereğidir (Black, 1986, s. 45).

Etkin piyasa hipotezi yarı güçlü bir formda ise, yatırımcıların kamu ile paylaşılan bilgi veya haberlerden herhangi birisini kullanarak piyasa içerisinde riske dayalı kazanç elde etmesi olasılık dışıdır. Başka bir deyişle, bir haber kamu ile paylaşıldığı zaman zaten fiyatı değiştirir, böylece yatırımcı bu haberden faydalanarak gelecekte elde edeceği kazançları tahmin edemeyecek konuma gelir.

Etkin piyasa hipotezi yarı güçlü iken bir piyasa aynı anda zayıf formdadır. Bunun sebebi, önceki fiyatların ve getirilerin kamuya açıklanan haberin bir parçası olmasıdır.

Etkin piyasa hipotezinin güçlü formda olması durumunda ise hipotezin kapsamı genişler. Firmayı yöneten, içindeki çalışanların bildiği bilgilerin ve verilerin bile piyasadaki ortalama kazancın üzerinde kar oranı elde etmekte kullanılmayacağını ortaya koymaktadır. Ancak, içinde çalışan personel ve yöneticilerin kanunlara uygun bir şekilde normal seviyenin üzerinde kazanç elde edilebileceğini gösteren bazı bilgiler de elde edilmiştir.

Etkin piyasa hipotezinin bu halini kanıtlayabilmek çok güçtür. Bundan dolayı, araştırmacıların çalışmaları zayıf ve yarı güçlü etkin piyasa hipotezi üzerine odaklanmaktadır (Kahnemann ve Riepe, 1998, s. 75).

Diğer finansal modellerde olduğu gibi etkin piyasalar modeline karşı da birtakım eleştiriler bulunmaktadır. Teorik olan eleştirilerle başlamak gerekirse, bunlardan ilki, yatırımcıların hepsinin rasyonel davranamayacağıdır. Yatırımcıların birçoğu menkul kıymetleri ile ilgili arzlarını oluştururken alakasız bilgi ve haberlere de ilgi göstermektedirler ve o haberlere göre hareket etmektedirler (Kahnemann, Riepe, 1998, s. 75).

Başka bir anlatımla, haberlerden çok, haberlerin çıkardığı sesi önemsemektedirler. Bu konuyla ilgili Kahnemann ve Riepe üç alan belirlemişlerdir. Birincisi, yatırımcının riskle ilgili tutumları, ikincisi, Bayezyen dağılımıyla ilişkili olmayan beklenti oluşumu, üçüncüsü ise zihinsel çerçeveleme problemlerinin karar almaya etkisi (Kahnemann ve Riepe, 1998, s. 76).

Birinci yoruma göre, yatırımcılar durumdan duruma değişkenlik gösteren bir referans seviyesine göre kar veya zarar seviyelerine bakarlar. Kaybetmekten kaçınmaya çalışırlar. İkinci yoruma gelecek olursak, yatırımcılar sonucu belli olmayan yatırımlarla ilgili tahminde bulunurlarken, sistemli olarak istatistiğin temel doğrularından olan Bayes ilkesine uygun olmamaktadırlar. Örnek vermek gerekirse, insanlar gelecekte ne olacağı belli olmayan olayların tahmininde kısa süreli geçmişte biriktirdikleri bilgiyi kullanarak olayın hepsini açıklamaya çalışırlar.

Sonuncu yani üçüncü yorum göz önüne alındığında ise, yatırımcılar yerine göre değişik seçimlerde bulunabilirler. Bu durum problemlerin kendilerine nasıl sunulduğu ile alakalıdır. Bu etkiye zihinsel çerçeveleme etkisi denir.

Örnek vermek gerekirse, yatırımcılar sahip oldukları menkul kıymete eğilmek, yatırım yapmak konusunda seçim yapmaları icap ettiğinde, yatırım yapacakları paralarının daha fazla bir kısmını uzun vadeli yüksek kazanç geçmişİ olan menkul kıymetlere yatırım yapabilmektedirler (Black, 1986, s. 47).

Etkin piyasa hipotezine karşı yapılan ampirik eleştiriler de mevcuttur. Birincisi, Shiller'in çalışmasıdır. Shiller'in bu çalışması menkul kıymet piyasasındaki volatilité ile ilgili olanıdır. Yapılan bu çalışmaya göre, menkul kıymet piyasasındaki fiyatlar gelecekte elde edilmesi beklenen kar miktarlarının şimdiki değeri ile aynı olması gerektiğini savunan basit bir modelden çok daha değişkendir.

Ancak Schiller'in ortaya çıkardığı bu çalışma menkul kıymetin bugünkü değerini hesaplariken değişken olmayan yani sabit bir indirim oranı ve kar payı süreci ile ilgili bazı varsayımsal kuramlar kullandığı ve değeri doğru yorumlanmadığından dolayı eleştirilere maruz kalmıştır. Her şeye rağmen bu çalışma yeni yollar göstermiş ve yeni çalışma alanları açmıştır (Black, 1986, s. 48).

De bondt ve Thaler'in, zayıf formdaki etkin piyasa modelini de içine alarak, en fazla kazanç sağlayan ve en fazla kaybeden iki grup firmanın performansını karşılaştıran bir çalışması mevcuttur. 1932'den bu yana, her yıl geçmiş üç yıl baz alınarak en karlı ve en zararlı finansal tablolarının elde eden hisse senetlerinden oluşan portföyler ortaya koymuşlardır. Daha sonrasında ise, bu portföylerin ilerideki beş yıl süresince kazançlarını hesaplamışlardır (Thaler, 1985, s. 52).

Oluşturulan bu portföylerin ortalama performansları göz önünde alındığında en çok zarar ettiren hisse senetlerinin bulunduğu portföyün, en çok kar getiren hisse senetlerinin bulunduğu portföyden daha yüksek getiriler elde ettirdiğı işaret edilmektedir. Kazançlardaki bu farklılıklar, risk seviyesi veya standart risk modelleri ile ortaya konamamaktadır. Ancak De Bondt ve Thaler tarafından getirilen farklı bir açıklama bulunmaktadır. O da, hisse senedi fiyatlarının piyasa şartlarına karşı aşırı tepki verdiğidir. Yani en çok zarar ettiren hisse senetlerinin fiyatları çok düştüğü için normalden fazla bir sıçrama tepkisi göstermişlerdir. Aynı zamanda da, kar getiren hisse senetleri olduğundan daha çok pahalılaştığı için, onların kazandırdığı kar marjları da düşmüştür. Bu açıklama psikoloji ile de aynı noktadadır.

En çok zarar ettiren hisse senetleri yıllar boyunca kötü haberleri ve verileri olan ve yatırımcıların değerini düşük gördüğü, yatırım yapmaya değer bulmadıkları firmalardır. En çok kar getiren hisse senetleri ise, zıttı olarak aşırı pahalılaşmış olan firmalardır (Thaler, 1985, s. 53).

Sonuç olarak, katı varsayımlara sahip olan etkin piyasalar hipotezinden, piyasalarda, teoride değil de pratikte neler olduğunu açıklayan alternatif görüş olan davranışsal finansa doğru evrimi gerek yatırım yapan bireyler, gerek politikacılar, gerek piyasa oyuncuları, gerekse firmalar için çeşitli sonuçlar doğurmaktadır. Yatırım yapan piyasa oyuncuları açısından, eğer her zaman etkin piyasa hipotezi etkili olmayacak ise, piyasa oyuncularının fazladan kazanç elde ettikleri yatırımlar araştırmaları ve piyasada doğru şekilde fiyatlandırılmayan varlıkları bulabilmek için kendi kaynaklarını ayırmaları doğru sonuçlar doğuracaktır. Ayrıca piyasa oyuncularını bozabilecek psikolojik etmenler ile ilgili bilgi sahibi olması piyasaları daha etkin kılacaktır.

Konuyu, şirketler açısından ele alacak olursak piyasaların etkin olması öz sermaye için ayrılan maliyetlerin de doğru hesaplandığı anlamını taşımaktadır. Piyasa fiyatlarındaki hareketlenmeler firmanın durumunu ve alınacak kararları etkilemeyecektir. Davranışsal finans ise bu noktada devreye girer. Bu tanım, firmaların sermaye yapısı ile ilgili kararlarını ortaya koyarken, en doğru zamanı bulup, karlı çıkabileceklerini ortaya koymaktadır (Thaler, 1985, s. 55).

Davranışsal finansın, bir teori haline gelip de etkin piyasalar hipotezinin yerini aldığı söylenemez. Ancak geleneksel anlamda etkin piyasalar hipotezinin sunduğu analizler, araçlar, modeller, davranışsal finansın yatırımcı psikolojisini ve insan davranışlarını ele alan uygulamaları ile bollaştırmakta ve teori anlamında gereken ideal vaziyet ile gerçekte olan durum arasında bir karşılaştırma yapmaya olanak sağlamaktadır (Gürünlü, 2011, s. 40).

Bundan dolayı, davranışsal kavramlar, etkin piyasa hipotezinden kaymalara sebep olan unsurları bulmak üzerine odaklanmaktadır. Etkin piyasa hipotezinin en çok göze batan dezavantajı ise tüm yatırım yapan insanların rasyonel davranması ve piyasada sayısız arbitraj imkanlarının bulunduğu bir gerçekçilikten uzak varsayımları olmasıdır (Gürünlü, 2011, s. 41).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. DAVRANIŞSAL FİNANSIN ORTAYA ÇIKIŞI VE BUGÜNÜ

3.1.Tarihçe

Davranışçılık, bilindiği gibi ilk kez 1910'lu yıllarda psikolojide yeni bir yaklaşım olarak ortaya çıkmıştır ve bu yaklaşım John D. Watson tarafından ortaya sürülmüştür. John D. Watson, en ilgi çekici çalışmalarını, gözlemlenebilir uyarıcılar ve bunun üzerine aldığı yanıtlar üzerine yürütmüştür. Davranışın elde edildiği unsurların sadece içsel eğilimlere göre değil dış çevre ile bağlantılı olduğunu savunmuştur. Daha sonraları davranışçılık teoremi çalışmaları, psikolojiye daha özenli yaklaşan B.F Skinner tarafından ilerletilmiştir (Tufan, 2006, s. 26).

Davranışçılık, 1900'lü yılların başlarında psikolojide bilinen bir yaklaşımdı. Bu bağlamda, davranışsal finansın temelleri de aslında çok yeni sayılmamaktadır. Davranışsal finans, Adam Smith'in "Ahlaki Düşünce Kuramı" adlı kitabına kadar dayandırılabilir. Smith bu kitabında, iyi durumdan kötü duruma geçtiğimizde mutsuz oluyoruz; kötü durumdan iyi duruma geçtiğimizde ise mutlu oluyoruz, sözünü kullanmıştır. Bu söz, davranışsal finasta, fobi sebebiyle riskten kaçma durumuna açıklık getirmektedir. Aynı dönemlerde, Jeremy Bentham ise, faydanın psikolojik boyutları üzerine kitaplar yazmıştır (Ertan, 2007, s. 27).

Finans ve ekonomi alanında, psikoloji varsayımının reddedilmesiyle ilgili bir çok bilimsel çalışma yapılmıştır. Böylece neo-klasik dönem başlamıştır. Ancak yine de davranışsal finans 1900'lü yılların ortalarına kadar itibar görmemiştir.

Günümüzden yaklaşık yarım yüzyıl geriye gittiğimizde, Edwards, gelecekteki kararlar üzerine bir araştırma yapmıştır ve karar verme sürecini psikologlar açısından bir çalışma alanı olarak belirlenmesini sağlamıştır. Allais ise, belirsizlik üzerine psikoloji odaklı pozitif seçim kavramının taslak çalışmasını yapmıştır. Simon da, sınırlı rasyonaliteye dayalı bir bilgiye ve karar verme süreci üzerine çalışmalar yapmıştır. Ancak kabul edilmelidir ki, Kahnemann ve Tversky'nin çalışmaları ekonomi ve finans alanında yeni bir görüş alanı açmıştır. Bu araştırmacıların ve psikologların yaptıkları çalışmalar, finans ve psikoloji arasında bir köprü kurulmasını sağlamıştır.

Otuz yıl kadar öncesine gidecek olursak, Richard Thaler bir arkadaşı ile birlikte, görüş mesafesini sıfıra indirecek düzeyde bir kar fırtınası izini sürerek ve araba kullanarak, bir basketbol maçına gitmeyi planlamışlardı. Rasyonel davranıp gitmemeye karar verdiler.

Ancak, biletleri almış olsalardı, gitmek zorunda kalacaklarını düşündüler. Çünkü maç bileti almak, iktisadi anlamda, kar fırtınasına karşı yola çıkıp, maçı izlemek anlamına geliyordu. Thaler bu olayları biriktirmeye karar verdi. Böylece, davranışsal finans temellerini kafasında kurdu. Bu tür basit finansal kararların bile, yani bilet alıp maça gitmek zorunda hissetmenin bile, insanları nasıl rasyonel olmayan tercihlere iteklediğini araştırmaya başladı (Barak, 2008, s. 3).

Bilindiği üzere Adam Smith günümüzde kapitalizmin babası olarak anılmaktadır. 1776 yılında “Ulusların Zenginliği” adlı kitabında rasyonel ekonomik insan modeline değinmiştir. İnsanların kararlarını, topluma dayalı olarak değil de akla dayanarak aldığını belirtmiştir. Bu görüş, çoğunlukla “Klasik Ekonomi” olarak adlandırılmıştır. 19. Yüzyıla geldiğimizde bu görüşe bazı tepkiler doğmaya başlamıştır. 1940’lı yıllar başladığında, Herbert Simon rasyonel karar alma sürecine tepki göstermiş ve bu süreçlerin insanların nasıl karar aldıklarını tek başına anlatamadığını ifade etmiştir. Maurice Allais ise, 1953 yılında, gerçek hayatta alınan kararların çoğunlukla rasyonaliteyle uyuşmadığını belirtmiş ve o da Adam Smith’in görüşünü eleştirmiştir (Bayrak, 2012, s. 6).

Günümüzde sıkça kullanılan bir kavram olan davranışsal finans aslında davranışsal ekonominin bir alt dalıdır. Temelleri de 1960 ve 1970’li yıllarda atılmıştır. Amos Tversky ve Daniel Kahnemann İsrailli iki deneysel psikologdur. Bu iki psikolog, insanların belirsizliği, riski daha verimli ve daha öngörülü fiyatlaması için araştırmalar yapmışlardır. 1960’ların başında, Kudüs’te bulunan Hebrew Üniversitesi’nde, İsrail ordusuna katılmak için bekleyen askerleri inceleyerek araştırmalarının ilk adımlarını atmışlardır. Bu araştırmalar ile, 1979 yılında, Beklentiler Teorisi’nin ilk yapı taşlarını ortaya koymuşlardır. Aynı zamanda, bu araştırmalar ile davranışsal finans kavramının ortaya çıkmasına katkıda bulunmuşlardır. Bir diğer yandan, Richard Thaler liderliğinde bazı akademisyenler ve araştırmacılar, ismine “Davranışsal Finans” dedikleri yeni bir çalışma disiplini ile cevap vermişlerdir (Bayrak, 2012, s. 7).

Son yıllara kadar geldiğimizde, finans ve ekonomi alanındaki birçok araştırma, yatırımcıların aldıkları yatırım kararlarında, bilgiyi rasyonel ve akılcı bir şekilde elde ettiği fikrine dayandırılmaktadır.

Ancak ekonomi ve finans alanındaki çalışmalar, yatırımcıların karar alma sürecinde, rasyonellikten koptuğunu gözler önüne sermektedir. Bu kopuş, kişisellikle alakalı olmayıp, yatırımcıların büyük çoğunluğunu bağlamaktadır.

Bilişsel psikolog olan Kahnemann ve Tversky, insanların yatırım kararı alma süreçlerinde sistematik sapmaların olduğu sonucuna varmışlardır (Sönmez, 2010, s. 22-23).

Bilinmelidir ki, 2002 yılı Ekonomi Nobel ödülünü Davranışsal Finans'ın öncülerinden olan bir bilim adamı kazanmıştır. Kahnemann, yatırımcı davranışları, öngörüler, karar alma süreçleri üzerine yaptığı araştırmalardan ve ortaya çıkardığı kanıtlardan dolayı bu ödüle layık görülmüştür. Kendi sözleriyle, bu ödülü almak davranışsal finansın tam anlamıyla tanındığı anlamına geliyordu. Böylece, bu konuda birçok araştırma yapan ve ön yargılara karşı gelen akademisyen ve bilim adamlarını cesaretlendirmiş oluyordu (Sönmez, 2010, s. 22-23).

Günümüze geldiğimizde, davranışsal finans kavramı, hızlı taraftar kazanan bir psikoloji ve finans dalı olmuştur. Uluslararası düzeyde yapılan sempozyumlarda kendine yer bulmaya başlamış ve bir çok tez ve doktora çalışmasına da konu olmuştur.

3.2.Davranışsal Finansın Amaçları

Davranışsal finans, bilindiği üzere yatırımcıların düzenli olarak yaptıkları rasyonel olmayan hatalara odaklanmaktadır. Bu kavram, yatırımcıların akılla hareket etmedikleri, duygularına yenik düştükleri, şirketlerin temel bilgilerinden incelemekten daha fazlasını yatırımcıların sadece akıllarıyla değil, duygu ve düşünceleriyle de çözümlemeye çalıştıklarını ortaya koymaktadır. Yatırımcılar, yatırım stratejilerini belirlerken çokça hata yapma eğilimine sahiptirler. Tam da bu noktada, davranışsal finans, piyasa etkinliğindeki anomalileri ve sapmaları yatırımcıların rasyonel olmayan davranışları ile savunmaktadır.

Davranışsal finansın asıl ortaya çıkış sebebi, beklenen yarar hipotezi ve etkin piyasalar hipotezini bir kenara bırakarak, yatırımcıların rasyonel olmayan yani akılcı olmayan davranışlarıdır. Her gün piyasalarda bir sürü anormallik ve değişkenlik yaşanmaktadır. Bunun sonucu olarak ise, yatırımcılar ellerindeki yatırımları kaybetmektedir. Bu da piyasalarda doğal hareketlere yani doğal seleksiyona sebep olmaktadır. Yine de, piyasalar elde edilen kar veya kayıpların açıklanmasını akılcılığa bağlamaktadır. Bu noktada akılcılığı iki unsura bağlayabiliriz. Yatırımcıların rasyonel davranması ve fırsat avcılığı (Patel, 1991, s. 81).

Bilindiği üzere, davranışsal finans yatırımcıların rasyonel davranmadığı ilkesine dayanmaktadır. Bunu savunurken de, psikolojiye başvurmaktadır. Psikolojiye başvurduğu noktalardan biri, algıda yanılsamadır. Bu yanılsamaya örnek vermek gerekirse, aynı boyutta olan iki doğruya uzun süre bakılırsa, doğruların farklı uzunlukta olduğu algılanabilmektedir.

İnsanların beyni, makine gibi işlememektedir. Buradan yola çıkarsak, yatırımcılar, duygularını işin içine sokarak, analizleri daha kısa sürede çözümlemeye çalışırlar ve kendilerine bir yargı oluştururlar. Bu yargılara, psikolojide önyargı diyebiliriz.

Psikolojik önyargılar baz alındığında, yatırımcıların yapması gereken bu önyargıları bir kenara bırakmak olmalıdır (Nofsinger, 2001, s. 5).

Günümüzde, davranışsal finans için birçok tanım yapılmaktadır. Bunlardan bazıları Şu şekildedir (Fuller, 1998, s. 2);

➔ Davranışsal finans, klasik anlamdaki ekonomi ve finansın, psikoloji ve karar mekanizmaları ile birlikte bir köprü oluşturmastır.

➔ Davranışsal finans, finans ve ekonomi alanında gözlemlenen ve araştırılan anomalilerin sebeplerini açıklamaya çalışan bir bilim dalıdır.

➔ Davranışsal finans, yatırım yapan bireylerin karar verme aşamasında nasıl sistematik olarak hatalara düştüğü ve bu hataları sürdürdüğü üzerine çalışmalar yapma alanıdır.

➔ Davranışsal finans, psikoloji biliminin karar mekanizmalarını ve piyasaları ne kadar etkilediğini açıklar.

Bir anlığına tüm yatırımcıların yüzde yüz rasyonel davrandıklarını düşünelim. Karar aşamasına geldiklerinde, gelecekteki belirsizlikler kafalarında canlanacaktır. Bu noktada belirsizlik devreye gireceğinden, yatırımcılar tahmin yapıp riske girmek zorunda kalacaklardır. Çok sayıda yatırımcı, ekonomik etkenlerden ve risk arzusu seviyelerinin farklılığından dolayı piyasalarda farklı tercihler yapacaklardır. Bundan dolayı da piyasalarda anomaliler yaşanacaktır. Bundan yola çıkarak, piyasalardaki artış veya düşüş eğilimlerini teknik verilerle açıklamak zor olacaktır. Bununla bağlantılı olarak, piyasa endeksi ve parametreleri yatırımcıların psikolojisinden etkilenecek ve piyasada ortaya çıkan sonuçlar diğer yatırımcıların psikolojisini etkileyecektir. Yani, piyasa unsurlarıyla, davranışsal unsurlar arasında etkileşim ve güçlü bir bağ oluşmaktadır.

Çoğu ekonomist ve akademisyen, ortaya çıkan anomalilerden faydalanmayı bekleyen birçok piyasa oyuncusu olduğunu gözlemlemiştir. Ancak rasyonel davranmayan yatırımcılara rağmen, piyasaların genel olarak akılcı hareket ettiklerine inanmaktadırlar.

Bununla birlikte, piyasalar, hisse senedi zararları, hurda tahviller sorunu gibi spekülasyon hareketlerinden etkilenmektedir ve bunları akılcılıkla ortaya koymak ve bağdaştırmak imkansızdır (Patel, 1991, s. 232).

Son zamanlarda, finans ve ekonomi kitaplarında, sosyoloji, psikoloji ve antropoloji gibi prensiplerle finans arasında köprü kurulmaya başlanmıştır. Bu köprü, günümüzde de akademisyenler tarafından araştırılmaktadır. Bu alandaki davranışsal yaklaşımlara; pişmanlık, olasılık kavramı, aşırı özgüven, yetersiz tepki, kumarbaz davranışı, sözde düşünme, sosyal buluşma örnek olarak verilebilir.

Modern anlamda finans, insanların tamamen rasyonel davrandıklarını varsaymaktadır. Ancak sıkça belirttiğimiz gibi gerçek böyle değildir. İnsanların, rasyonaliteden sapmaları sık görülen bir durumdur. Davranışsal finans kavramı, finansal anlamdaki ekonominin geleneksel varsayımlarını, insanların, piyasalar için meydana getirilen modellerde doğan rasyonalite kavramından dolayı, sürekli ve göze çarpacak derecede uzak olmaları nedeniyle zayıflatmaktadır. Bu bağlamda, yatırımcıların genel olarak yaptıkları iki yanlışa odaklanabiliriz. Bunlardan ilki, gereğinden fazla alım satım eğilimine girmektir. İkincisi ise, yatırımlarını satsalar zarardan kar edip tekrar elde edecekleri yatırımları, yatırımları kaybettirirken ısrarlar satmamalarıdır. Bu tür anomaliler, yatırımcıların psikolojilerinden kaynaklanmaktadır. İnsanların kendilerinde hissettikleri aşırı güven duygusu, ilk olarak belirttiğimiz yanlışa, acele ederek pişmanlık duygusunu yaşamaları ise ikinci yanlışa bizi götürmektedir. Sonuçta, davranışsal finansın temel amacı, sözü edilen ve ilerleyen başlıklarda bahsedeceğimiz psikolojik önyargılar aracılığıyla piyasada meydana gelen anomalileri detaylı olarak ortaya koymaktır (Shiller, 1998, s. 44).

3.3.Davranışsal Finansın Diğer Bilim Dalları ile İlişkisi

Günümüzde Davranışsal Finans bir konu olarak gelişim göstermiştir. Bunun nedeni ise, sanayide ve kurumlarda uygulamadaki problemleri halledilebilir. Ancak, psikoloji, sosyal psikoloji, sosyoloji ve antropoloji gibi farklı alanlar arasındaki geleneksel ayrımları korumak imkansızdır.

Davranışsal finansın piyasalarda veya ekonomide göze çarpan anomalileri açıklığa kavuşturmak için kullandığı bazı bilişsel çıkarımlar ve yargılar vardır. Bu çıkarımlar ve yargılar yine psikoloji, sosyoloji ve antropolojiye dayanmaktadır.

Ek olarak, davranışsal finans kavramının oluşmasında öncülük eden Daniel Kahnemann ve Amos Tversky gibi bilim insanlarının da esas mesleklerinin psikolog olduklarını da unutmamak lazım (Drake, Richard ve Peter, 1990, s. 19).

3.3.1. Psikoloji

Davranışsal finansın psikoloji ile etkileşimi ve ortak buluşma noktalarının olması, davranışsal finansın oluşmasında etkilidir. İnsan faktörü bu iki bilim dalının oluşmasına ve temellerinin atılmasına öncülük etmiştir. Psikoloji de, insan davranışlarını doğrudan anlamaya yöneliktir ve bu noktayı biraz daha aydınlatmak gerekmektedir. Çünkü genel anlamdaki psikolojinin içindeki insanı düşündüğümüzde, algılayan, düşünen, duygularıyla hareket eden bir varlık olarak kabul edilmektedir. İnsanın içsel yaşamı pek fazla dikkate alınmaz. Psikolojinin ana etmenlerine baktığımızda, daha çok davranışçılık ile bağdaştırılabilir. Bu noktada davranışçılık, test edilebilir, incelenebilir. Kısacası insanların içsel yaşamı dediğimiz unsur, psikolojinin de bir alanını oluşturmaktadır.

Düşünme ve düşünme süreci de psikoloji biliminin ilgilendiği alanlardan biridir. Davranışsal finans ile ilgili yakınlığı bilişsel süreçlerden kaynaklanmaktadır. Öğrenme yetisi, algı, sorun çözmek, dikkat, psikolojinin ilgilendiği konulardandır. Bundan dolayı, yatırım yapmaya karar veren bireylerin, karar alma aşamasında iken etkilendikleri veya dikkatini çeken olayların bütünü psikoloji biliminin çalışma alanını kapsamaktadır. Finans biliminde, risk konusunda oluşturulan analitik modeller mevcuttur. Bu modeller, fiyat ve olasılıklar hakkında bilgi verir, yol gösterir. Ancak bu modeller, tercihlere önem vermez. Psikoloji ise bu noktada devreye girer. Tercihleri önemser ve bu tercihler üzerinde etkinlik gösteren unsurları incelemeye alır. Bu durumda, finans ve psikoloji bilimleri birbirine yakınlık göstermiş olur ve davranışsal finans yaklaşımı meydana gelir (Tufan, 2006, s. 34).

Psikoloji bilimi, genel anlamda bireyler arasındaki zeka farklılıkları, davranış ve tutum farklılıkları, motivasyon etmenleri gibi değişkenler üzerinde durur. Psikologlar, insan davranışlarını incelemek ve kişilik yapısını belirlemek için insanların davranışlarını tahmin ederler ve bunlar üzerine çalışma yürütürler.

Bununla birlikte, kişilik ve karakter de psikoloji biliminin içine girer. Aktif veya pasif yapıda, sakın ya da çabuk karar veren birey özellikleri davranışsal açıdan anlamlara denk gelmektedir. Bu noktada, bireyin davranışsal boyutu ve neler yapabileceği de dikkate alınmaktadır (Tufan, 2006, s. 37).

Bilişsel psikolojide bilindiği gibi, psikolojide önemli bir yer kaplamaktadır. Bilişsel psikolojide, bireylerin elde ettikleri bilgiyi, akılcı şekilde akıllarına kodlayan ve yorumlayan bir sistemin içinde olduğunu savunmaktadır.

Diğer unsurların da, çok olmamakla birlikte, bireyin davranışlarını ve hareketlerini sistematik bir şekilde ele aldığı farz edilmektedir. Bu unsurlar, finans kavramının içine giren daha karışık ve kapsamlı bir yöntemdir. Bu yöntem, iç dürtülerin bireyin davranışlarını nasıl şekillendirdiğini gözler önüne sürer (Tufan, 2006, s. 38).

Psikoloji, sistematik anlamda bireylerin karar vermesi üzerine araştırmalar yapar. Bu araştırmalar, bizlere bireylerin geleneksel ekonomik varsayımlarından uzaklaşarak ne kadar farklı olduğunu bizlere gösterir.

Psikolojiyle bağlantılı olarak, finansal riski ele aldığımızda, riski aza indirmeye anlamında fiyat, zarara uğrama anlamında olasılık ve riskten kaçınma anlamında yapılacak olan tercihlerden bahsedilebilir. Finans alanında, riske yaklaşma konusunda meydana getirilen ekonomik modellerde, fiyat ve olasılık kavramlarının üzerine gidilmiş, ancak bireylerin tercihlerine önem verilmemiştir. Psikoloji, tam da bu noktada devreye girmektedir. Tercihler üzerinde etkinlik gösteren unsurları araştırma ve incelemektedir. Bu araştırmalar ve incelemeler sonucunda da finans ve psikoloji bilimleri arasında bir köprü kurulmuş ve davranışsal finans kavramı meydana gelmiştir.

3.3.2. Sosyal Psikoloji

Bir insanın, duygu ve düşüncelerinin başka insanların davranışlarından ne derece etkilendiğini inceleyen bilim dalına sosyal psikoloji denir (Tufan, 2006, s. 81)

Sosyal psikoloji, toplumsal ve çevresel şartların bireyler üzerindeki etkisini inceler. Bu alanda araştırmalar yapar. Araştırma yapanlar ise genellikle psikolog ve sosyologlardan meydana gelmektedir. Neredeyse bütün sosyal psikologlar ise topluluk ve insanlar üzerinde çalışırlar.

Aralarında benzerlik olmasına rağmen, amaçları, yaklaşımları ve yöntemleri açısından farklılık gösterirler. Sosyal psikoloji aynı zamanda, biyofizik ve kavrama psikolojisini de içine alır (Andrew, 1999, s. 83).

Sosyal psikolojinin en dikkat çeken faktörleri sadece grup dinamiği, liderlik, toplumsallık, davranış değişkenliği gibi geleneksel faktörler değil, son yıllarda ilginin yükseldiği çekicilik, sevgi, saldırgan davranışlar, bencil davranışlar, yükleme kuramı ve çevresel etkiler alanlarıdır.

Bireyler, ilk çağlardan bu yana birlikte yaşamayı tercih etmişlerdir. Bunların başlıca nedenleri, içgüdü, doğuştan gelen özellikler, öğrenme iç güdüsü sayılabilir. Sosyal psikologların toplumsallık üzerine yaptıkları çalışmalar göstermektedir ki, bireyler kendilerini, kendilerine benzeyen başka bireylerle karşılaştırma eğilimine girmektedirler. Bu görüşe göre, yatırımcıların, yatırım tercihlerini yaparken elde ettikleri başarıları ya da başarısızlıkları, kendileriyle benzer yatırımları yapan diğer yatırımcıların başarı veya başarısızlıkları ile kıyaslamaları olağan ve normal bir durumdur. Bundan dolayı diyebiliriz ki, piyasalar kendilerine benzeyenleri kendi içinde barındırır (Andrew, 1999, s. 83).

Davranışsal finans, insanların rasyonel davranmayacaklarını savunur. Sosyal psikoloji de bu tezi destekleme eğilimindedir. Örnek vermek gerekirse, sınırlı sayıda bilgiye dayanarak, başkalarına karşı izlenim oluşturmak, insanların doğasında vardır. Bununla bağlantılı olarak, yatırımcılar bilgi sahibi olmadıkları yatırımlar için, ilk izlenimlere dayanarak yatırım yapabilmektedirler.

Sosyal psikoloji alanında yapılan araştırmalar ve çalışmalar bizlere göstermektedir ki, bireyler, kendilerine benzeyen diğer bireyleri değerlendirmeye tabi tutarken, bilgi sahibi oldukları bireyler hakkında bilgi toplamaktan ziyade, ortalamasını alma eğilimine girmektedirler. Ortalama alma modelinde, samimi (+5), kararlı (+3) olarak değerlendirildiğini varsayalım. Birey bu iki özelliğin ortalamasını almaktadır. Böylece genel bir değerlendirme elde edecektir. Bu şu anlama gelmektedir ki , önceleri çok olumlu özelliklerini bildiğimiz bir bireyin, sonradan ortalama derecede özelliklerini bildiğimizde, birey hakkı karar verdiğimiz ortalamamız düşecektir. Bu durumla bağlantılı olarak, yatırımcıların herhangi bir şirket hakkında elde ettiği olumlu, olumsuz bilgiler yatırımcıların ortalama alma eğilimlerini etkileyecek ve şirket hakkındaki düşüncelerine etki edecektir. Somut bir örnek vermek gerekirse, gazetede çıkan haberler, yatırımcıların kararlarında önemli bir etkiye sahiptir (Andrew, 1999, s. 85).

Bütün yatırımcılar, piyasa hakkında edindikleri bilgileri kendilerine göre yorumlamaktadır. Bu noktada, algı devreye girmektedir. Algı kavramını, yatırımcıların çevrelerindeki bilgiyi duyma, anlama ve kendi içinde değerlendirme olarak açıklayabiliriz. Burada önemli olan kişilerin göstereceği davranışsal eğilim ve algının yarattığı etkidir. Yani, iki farklı kişi, aynı haberi ya da duydukları bilgiyi farklı şekilde algılayabilmektedir.

Algıların bu şekilde değişkenlik göstermesi, bireylerin değer yargıları, hedefleri, ihtiyaçları, hisleri, deneyimleri gibi faktörler açıklanabilmektedir. Bu faktörleri, içsel ve dışsal faktörler olarak sınıflamak mümkündür.

Dışsal faktörler dendiğinde, uyarıcılar arasındaki küçük farklılıklar, uyarıcının yoğunluğu, hareketliliği, tekrarlaması, statü ve genel görünüş gibi etmenler akla gelebilir.

İçsel faktörler ise, algılayanın kişilik özellikleri, ihtiyaçları ve motivasyonları ile alakalıdır.

Bilinmelidir ki, yatırımcıların motivasyonu karar vermelerinde önemli bir rol oynamaktadır. Yatırımcıların karar aşamasında motive olup olmadıkları konusunda davranışsal finans ilgilenmektedir (Tufan, 2006, s. 51).

Lawler-Porter'a göre, kendini motive etme ve beklenti gibi değişkenlerin yanına, bireylerin bilgi ve yeteneğe sahip olmaları ve bireyin kendisi için algıladığı rol değişkenlerini de eklemek gerekir. Yatırımcıların da, finansal araçlar hakkında herhangi bir bilgiye sahip olmadan yatırım hareketlerinde bulunmaları kumar oynamaktan farklı değildir (Koçel, 2018, s. 651).

Sosyal psikoloji, günümüzde diğer bilim dalları ile birlikte hareket ederek, uygulama ve araştırma yöntemleri ile finans alanına etki etmiştir ve davranışsal bilim dallarının arasına adını yazdırmıştır.

3.3.3. Sosyoloji

Bilindiği üzere sosyal bilim dallarından birisi de sosyolojidir. Sosyoloji biliminin uzun bir geçmişi vardır. Bu bilimin amacı toplumun yapısını, bireyi topluluk içinde tutan unsurları incelemek ve toplum yaşantısındaki değişiklikleri belirlemek ve gözlemlemektir. Çevremizdeki insanların duyguların, düşüncelerini, üzüntülerini daha iyi anlamamızı sağlar. Bunlardan farklı olarak, sosyoloji bilimi, finansal unsurlar ile arasındaki toplumsal durumun veya ilişkinin gözlemlenmesini de sağlar.

Tıpkı, birey davranışlarının ekonomiye yansımaları inceleyen davranışsal finans disiplini olduğu gibi. İletişim, toplumsal yapıyı geliştirmek açısından büyük bir öneme sahiptir (Bostancı, 2004, s. 104).

Toplumsal iletişimi sağlayan belli başlı iletişim başlıkları vardır. Örnek vermek gerekirse; iş birliği, rekabet, çatışma, baskı, rasyonel davranış, duygusal davranış, geleneksel davranış vb. Sosyoloji, toplumsal yapı içerisinde bu başlıkları gözlemlemekle yetinmez.

Bu tanımların ekonomik, finansal, politik hayata nasıl yansıyacağını da göz önüne alarak inceleme altına alır. Ek olarak, çeşitli finansal ve sosyal olayları inceleyerek alınan sonuçların, iş hayatında ya da iş ile ilgili benzeri ortamlarda nasıl faydalanılabileceği, bu sonuçların kullanılması durumunda, sosyal yapıda hangi tür değişikliklerin ortaya çıkabileceği de sosyolojinin çalışma alanı içerisinde bulunur. Sonuç olarak, günümüzde kararlaştırılan her finansal, ekonomik ve sosyal kararların, sosyolojik araştırmalar sonucu alınan bilgilerden kaynaklandığını belirtmek gerekmektedir (Bostancı, 2004, s. 185).

3.3.4. Antropoloji

Antropolojinin ilgi alanı ilkel olduğu düşünülen toplumları incelemektir. Ancak daha çok sosyolojinin ağır bastığı modern toplumları inceler. Antropolojinin geleneksel anlamda dört gruba ayrılır; fiziksel ya da biyolojik antropoloji, kültürel antropoloji, dil antropolojisi, arkeoloji. Bunlardan bağımsız olarak, antropolojinin kendiliğinden oluşturduğu bir dal daha vardır; ekonomik antropoloji. Antropoloji bu dalda, ekonomiyi ve sosyal yaşamı birleştirir. Davranışsal finansın antropolojiyle ilişkisi de bu noktada başlar. Ekonomik antropolojiyi de üçe ayırabiliriz; şekilcilik, kültürelcilik, gerçekçilik (Tufan, 2006, s. 53).

Şekilcilik, neoklasik ekonomiyle bağlantılıdır. İktisadi, kıtlık unsurları altında yarar maksimizasyonu çalışması olarak açıklamaktadır. Aynı zamanda, kıtlık koşulları altında insan davranışlarını inceleyen bir alan olarak da tanımlanabilir. Bu anlamda şöyle varsayımlar öne sürülmektedir; İnsanlar, karşılıklarına çıkan alternatifler arasından seçim yaparlar ve yarar maksimizasyonuna ulaşmaya çalışırlar, daima kendileri için en iyi olanı tercih ederler ; İnsanlar, zarar ve elde edebilecekleri yararı ölçebilecekleri bilgilerini kullanarak, rasyonel davranırlar, kaybettikleri vakit ile fırsat maliyetini de düşünürler, farklı yarar maksimizasyonu arayışlarına girerler; İnsanlar sonu gelmeyen ihtiyaçları varken bile kıtlık altında yaşarlar;

İnsanların, yarar maksimizasyonunu sağlama çabaları marjinal değerlerin ve gereksinimlerin azalmasına bağlıdır, belirli bir hizmetin fazlaca elde edilmesi ondan üretilen belli noktaların üzerinde yarar sağlayacak ve böylece yarar azalmaya başlayacaktır, örnek vermek gerekirse; bitkilere yeterli su verildiğinde büyürler ,ancak haddinden fazla su verildiğinde ise kururlar.

Kültürelcilik kavramı, bireylerin sadece sahip oldukları kültürel alışkanlıklarla değil, satın aldıkları mallara ya da hizmetlere yükledikleri anlamla da bağlantı kurmaktadır. Antropologlardan bazıları, bilinen ekonomik modellerin tüm dünya için geçerli olacağı varsayımına eleştiriler getirmektedirler.

Gudemann, yaşamın temelinde kültürün olduğunu savunur. Bundan dolayı da, yaşam ve ekonomi modellerinin analizi yapılırken, değişim, para gibi etmenlerden ne anlaşıldığı önem arz etmektedir.

Gerçekçilik kavramı, Polanyi tarafından yazılan “Büyük Dönüşüm” adlı çalışmayla ortaya çıkmıştır. Bu çalışmaya göre, iktisat iki anlam taşımaktadır. Birincisi, iktisat var olan kıtlık ortamında rasyonel seçimler yapmak ve karar verme mantığına dayanmaktadır. İkincisi ise, gerçekçilik ne kıtlıkla ne de rasyonel düşünceyle alakalı değildir. Yalnızca, insanın sosyal ve doğal çevresinde ne tür bir hayat sürdüğüyle alakalıdır. Toplumun benimsediği yaşam stratejisi, çevre koşullarına adaptasyonu belirlenir. Bu koşullar, yarar maksimizasyonu içerir ve içermez. Gerçekçilik, piyasa mekanizması olmayan ekonomilerde geçerlilik kazanmaz. Örnek vermek gerekirse, planlı giden ekonomilerde, insanlar elde edecekleri kardan çok, sosyal ilişkiler, kültürel etkileşimler, ahlak, siyaset gibi konularla ilgilenmektedirler.

Günümüzde, antropoloji hala basit toplumlar üzerinde araştırmalar ve incelemeler yapmaktadır. Ancak antropologlar, artık sanayi şirketi, sanayi gibi konularda ve bu konuların toplum ile bağlantısı konusunu da ele almaya başlamışlardır (Bozkurt, 1988, s. 98).

3.4.Davranışsal Finans Teorisi ve Modelleri

İktisat biliminin temeli yatırımcıların rasyonel davrandığı ve daima kendi kazançlarına odaklanarak hareket ettikleri ilkesine dayanır. Ancak burada bir sorun ortaya çıkmaktadır. Yatırımcı doğası gereği diğer yatırımcılar gibi insan tabiatının tutsağı olup rasyonalitesini kaybedebilir. Benjamin Graham’a göre, yatırımcının en büyük hatası kendisine güvenmektir. Fakat şu gerçek de gözden kaçmamalıdır ki, yatırımcıların kendilerine verdikleri zararı finans iktisatçıları göz ardı etmiştir (Barak, 2008, s. 64).

Etrafımızdaki yatırımcılara şöyle bir bakalım. Yatırımcıların neden başarılı olup neden başarısızlıkla yüzleştiklerini çözümlemeye çalışalım. Bu noktaya eğildiğimizde, kaybedilen ya da kazanılan kazançların altında şans, zeka, teknik beceri ve temel analiz yeteneği gibi deneyimlerin davranış biçimi olarak yansıdığı görülmektedir.

1970’li yıllardan beri finans, insanların rasyonel hareket ettikleri ve gelecekle alakalı tahminlerde tarafsız davrandıkları varsayımıyla inceleme yapmaktadır ve devam etmektedir. İnsanların kendileri için en iyisini seçtikleri varsayılır. Bununla bağlantılı olarak, yatırımcılar için bazı araçlar ortaya çıkarılmıştır. Bunlardan bazıları, Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli, Arbitraj Fiyatlama Modeli ve opsiyon fiyatlamasıdır.

Bu araçlarla, varlıkların değer kazanması, risk ve kazancın anlaşılması mümkündür. Bununla bağlantılı olarak, psikologlar bu varsayımların kötü varsayımlar olduklarını belirtmişlerdir. Çünkü yatırımcıların, gelecekle ilgili yatırım kararlarında rasyonel davranmayacaklarını fark etmişlerdir. Davranışsal finansa karşı en başta ön yargılı yaklaşmışlardır. Ancak, özellikle 2000’li yılların başından itibaren psikolojinin ve duygusal etmenlerin yatırım kararları üzerindeki etkisinin arttığı görülmeye başlanınca psikologlar davranışsal finansa karşı daha makul yaklaşıma başlamışlar ve ön yargılarını yavaş yavaş kırmışlardır (Döm, 2003, s. 43).

1970’li yılların sonunda, Kahnemann insan sezgileri ve karar alma etkileri üzerine çalışma başlatmıştır. Bu çalışmalar, sadece psikoloji alanında değil, ekonomi ve finans alanında da yeni bir bakış açısı başlatmıştır. Bu çalışmalar aynı zamanda davranış finansın temellerini de atmıştır. Kahnemann’ın bu çalışmaları sonucunda, yatırımcıların rasyonel davrandıkları fikrini temel alan ve yatırımcıların seçimlerine ilişkin yaklaşımları benimseyen klasik ekonomi teorisi tartışılabilir duruma gelmiştir. Yatırımcıların, yatırım kararlarını verirken ve uygularken rasyonel davranmadıkları, ve hesaplamaları doğru yapıp bu şekilde uygulamadıkları bulgularla desteklenmiştir. Kahnemann’ın ortaya çıkardığı bu bulgular, yatırımcıların karar aşamalarında, olasılık hesaplamaları yerine, psikolojik etmenlerin, sezgilerin ya da yatırımcıların o an içinde bulunduğu psikolojinin etken olduğunu ortaya çıkarmıştır (Döm, 2003, s. 44).

Pek çok çalışma sonucunda, yatırımcıların her zaman rasyonel davranmadıkları ve yatırım kararlarında kuralcı olmadıkları kanıtlanmıştır. Günlük hayatta 2 artı 2’nin her zaman 4 etmediği açıktır. Bunun en büyük nedeni insan psikolojisidir. Bu nedenle, piyasada karşılaşılan bir çok anomalinin insan psikolojisiyle bağlantılı olduğu anlaşılmaktadır.

Bu gerçeğe, karar alma süreçlerindeki psikolojik etmenlerde eklendiğinde davranışsal finansın ortaya çıktığı görülmektedir. Bununla bağlantılı olarak, yukarıdaki başlıklarda da belirttiğimiz gibi davranışsal finans, psikoloji, sosyoloji ve antropolojiyle bağlantılıdır diyebiliriz.

Bilindiği gibi davranışsal finans yatırımcıların irrasyonel davranışları ile açıklanmaktadır. Bir başka deyişle, yatırımcı davranışlarının, menkul kıymet fiyatlarının alım satım hareketlerinde yani işleyişinde, ne şekilde etkinlik gösterdiği ile ilgilidir.

Hong ve Steine'e göre finansal modellerin tabi olması gereken kriterler vardır. Bu kriterler birincisi şu şekildedir; yatırımcıların göstermiş olduğu davranışlar konusunda, davranışsal finans ampirik unsurlarla desteklenmiş olmalıdır ve bu varsayımlar üzerine ilerleme göstermelidir. İkincisi, mevcut olan anomali bulguları tek bir modelle bağdaşmalıdır. Ancak, geniş kapsamlı açıklanabilir özellikte belirtilmesi gerekir.

Üçüncü ve sonuncusu ise, davranışsal finans modellerinin doğrulanabilecek veya teste tabi olabilecek öngörülerde bulunması gerekir (Ülkü, 2001, s. 16).

Davranışsal finans modeline göre etkin piyasalar modeli geçerli değildir. Bu konuyla ilgili son yıllarda yayınlanmış bir çok araştırma ve çalışma vardır. Bu çalışmalar davranışsal finansı üç model ayırmaktadır; “Temsili Yatırımcı – Representative ve Agent” modeli; “Aşırı Güven ve Yanlı Kendine Atfetme” olmak üzere iki psikolojik unsur üzerine kurulu modelleri; “Heterojen Yatırımcılar Arasındaki İnteraktif İlişki” üzerine kurulu modelleri (Ülkü, 2001, s. 16).

Temsili yatırımcı – representative agent modelinde yatırımcı, tutuculuk ve temsil edilmek yanlılığı olmak üzere iki tip hatayla yüzleşmektedir. Tutuculuk, yeni bilgi ve haberlerle karşı karşıya geldiğinde önceki tutumunu kolayca değiştirmeme davranışdır. Temsil edilme yanlılığı, yatırımcıların kendi kendilerine bir yargıya veya düşünceye ulaşırken en fazla ve en son dikkat edilen, olağan görünmeyen faktörlere çok fazla yüklenmesi ve dağılım oranının sayısal ya da istatistiki özelliklerini göz önünde bulundurmama davranışdır. Bu modelde, tutuculuk yetersiz ya da çok az tepki, temsil edilme eğilimi ise aşırı tepki ile ölçülmektedir. Temsili yatırımcı modelinde, yatırımcıların söz konusu yaptıkları yatırımlarıyla ilgili verdikleri kararlarında değişkenlik gözlemlenmektedir.

Yatırımcılar tarafından, firma karları esasen rassal yürüyüş hipotezine uyumlu bir süreç izlemesine rağmen, belirtilen bu iki algı hatasının sonucu olarak, benzer yönde ardışık ve sürpriz bir şekilde kar eden firmaların ilk başlarda ortalama noktaya döneceği eğilimi göstermesi yerine, bir süre geçtikten sonra aynı eğilimi gösterdiği düşünülmektedir. Yatırımcıların kafalarında beliren bu süreç “Markow süreci” olarak adlandırılmaktadır. Temsili yatırımcı modelinde, az ya da yetersiz reaksiyon, yatırımcıların karlarda belli bir yönde değişiklik gözlemlendiğinde tekrar ortalama fiyata döneceğini düşünmeleri üzerine ortaya çıkmaktadır (Döm, 2003, s. 47).

Yatırımcıların aşırı reaksiyon göstermesi ise, ardışık bir şekilde aynı yöndeki sürprizlerden sonra, bir trend başladığını gördüklerinde ortaya çıkmaya başlar (Barberis, Shleifer ve Vishny, 1998, s. 307).

Aşırı güven ve yanlı kendine atfetme olmak üzere iki psikolojik bulguyu konu alan model ise “Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam” modeli olarak bilinmektedir. Yatırımcıların çok fazla güvendikleri bir kaynak vardır. O kaynak da bilişsel kanıt ve verilerdir. Bu verilerden birincisi aşırı güvendir. Aşırı güven, yatırımcının aldığı özel bilgiye veya habere göre olması gerekenden daha fazla kendine güvenmesidir. İkincisi de yanlı kendine atfetmedir. Bu tanım da, yatırımcının sahip olduğu bilgi ve veriler ile kendine olan güveni ve yatırım performansı arasında bağ kurmasıdır.

Yatırımcı bu güveni, yatırım performansı ile birleştirmek ister. Bu iki tanımın oluşturduğu eğilim, psikolojik bir haldir ve uzun vadede menkul kıymet yatırımlarında olumsuz sonuçlar doğurmaktadır. Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam modelinin temsili yatırımcı modelinden farklıdır (Ülkü, 2001, s. 107).

O farklılık ise, yatırımcının algı yanılgılarına karşı dayanması ile ilgilidir. Ancak buna rağmen, temsili yatırımcı modeliyle aynı yönde sonuç verdiği gözlemlenmiştir. Özel bilgi veya habere sahip olan yatırımcılar kendilerine aşırı güven duyar. Bu yatırımcılar, rasyonel fakat özel verilere sahip olan yatırımcılara karşı alım satım işlemi yaparlar. Özel enformasyon grafiklerine, piyasada açıklanmış olan bilgilere dayanarak kararlarını verirler. Ancak, piyasa fiyatlarının kendi özel verilerine karşı aşırı tepki vermesi gerçeği ile karşılaşır. Bu noktada, temsili yatırımcı modelinin sahip olduğu pozitif otokorelasyonun, az ya da yetersiz reaksiyonun bir neticesi olmadığını, aşırı verilen reaksiyonların bir sonucu olduğunu öne sürülmektedir.

Bu modelin ana fikri, menkul kıymet fiyatlarının yatırımcıların elde ettiği kişisel haber veya verilere aşırı reaksiyon, enformasyon sinyallerine ya da grafiklerine ise az reaksiyon göstermesi ile alakalıdır. Sonuç olarak, aşırı reaksiyonun, yatırımcıların elde ettiği kişisel bilgilerden veya verilerden, az reaksiyonun ise kamuoyu sinyallerinden kaynaklandığı görülmektedir (Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam, 1998, s. 108).

Heterojen yatırımcılar arasındaki interaktif ilişki modeli, Barberis ve Daniel ile aynı amacı taşımaktadır. Ancak bu amaç, temsili yatırımcı davranışlarını açıklamaktan ziyade heterojen yatırımcılar arasındaki interaktif ilişkiyi açıklamaktadır. Basit bir şekilde açıklamak gerekirse, modelin az kısmı bireysel yatırımcılarda görülen bilişsel önyargılara, daha fazla kısmı ise heterojen yatırımcılar arasındaki interaktif bağa dayanmaktadır. Bu modelde iki tip yatırımcı vardır; haber avcıları ve momentum yatırımcıları. Bu tip yatırımcılar da sadece bir tip veri kullanabilirler ve sınırlı yapıda rasyoneliteye yani gerçekçiliğe sahiptirler (Barberis ve Huang, s. 116).

İki yatırımcı türü de irrasyonel davranışlar gösterebilmektedirler. Bu yüzden bu yatırımcı türleri, kamuoyundan erişebildikleri sınırlı bilgi ile işlem yapabilmektedirler. Modelde, sınırlı rasyonellik kullanılmaktadır. Bu rasyonellik, hem uygulanabilir hem akılcı hem de yol gösterici olarak kabul edilir. Sınırlı rasyonellik, arbitrajcı yatırımcılara momentum stratejileriyle alakalı güven vermektedir. Bu yüzden de, gerçek dünya ile uyumluluk gösterdiği gözlemlenmiştir. Pek çok probleme karşı uygulanabilir ve uyarlanabilir niteliktedir. Bununla birlikte, bu durumun değişik testlerle kanıtlanması da modelin doğruluğunu ve güvenilirliğini fazlasıyla artırmıştır.

Heterojen yatırımcılar arasındaki interaktif ilişki modeli, hem kısa vadede pozitif otokorelasyonların gösterilmesi, hem de uzun vadede negatif otokorelasyonların göz önüne serilmesi açısından da güvenilirliğini kanıtlamaktadır (Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam, s. 108).

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

4. YATIRIMCI STRATEJİLERİ VE YATIRIMCI EĞİLİMLERİ

Etkin piyasalar kavramına göre, hisse senedi fiyatları, yatırımcıların anlayabileceği şekilde yansıtılmalıdır ve yatırımcılar bu bilgilerden faydalanmalıdırlar. Ancak yapılan araştırmalara ve çalışmalara göre, bütün yatırımcıların, özellikle de bireysel yatırımcıların aynı bilgilere sahip olmadığı gözlenmektedir. Bu yüzden de, yatırımcılar bu tür bilgileri daha tecrübeli ve alanlarında uzaman piyasa uzmanlarından alıp, onların tecrübeleriyle çoğu zaman yatırımlarına yön verip portföylerini oluşturmaktadırlar. Bu durum da, yatırımcının portföy yönetim stratejisini uygulamayı beraberinde getirir. Bu noktada iki strateji göz önüne alınır; Aktif stratejiler ve pasif stratejiler. Bu iki strateji arasında seçim yapmak yatırım yapan kişinin hisse senedi ve daha genel kapsamda menkul kıymet fiyatlarına bağlı düşüncesine ve beklediği faydaya bağlıdır.

4.1. Yatırımcı Stratejileri

4.1.1. Aktif Portföy Yönetim Stratejileri

Menkul kıymet piyasalarında kullanıldığına yönelik çalışmalar ve değerlendirmeler üzerine geliştirilen bir model vardır ve bu modelin adı Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modelidir (CAPM). Ancak bazı yatırımcılar bu modelin işe yaramadığını düşünebilir ki düşünenlerin sayısı az da değildir. Böyle düşünen yatırımcılar, aktif portföy yönetim stratejisini kullanarak portföylerini oluşturmayı benimserler. Menkul kıymetler piyasasının etkin olmadığını düşünen yatırımcı, belirli herhangi bir zamanda piyasada gerçekleşmiş fiyatlardan etkilenecek ileride kazanç elde edebileceğini düşünür. Bu yatırımcının, bir menkul kıymetin düşük seviyede fiyatlandırılmasına inanması ve bu düşük fiyat hareketlerinden kar elde edebileceğini düşünmesi, aktif stratejileri beraberinde getirir. Bu stratejiyi uygulayacak yatırımcı için sorun, düşük fiyatlandırılmış olan menkul kıymetleri tespit etme ve keşfetme noktasıdır. Bu sorun, piyasa değeri / defter değeri, kar payı oranı gibi yöntemlerle giderilebilir (Civan, 2011, s. 65).

Yatırımcının düşük fiyatlı menkul kıymetleri belirledikten sonra, bu menkul kıymetleri portföyüne eklemesi beklenmektedir.

Bu yöntem, bir portföy oluşturma yöntemi ise, aktif strateji kullanan yatırımcıların, pasif strateji kullanan yatırımcılardan daha fazla risk almasını mecbur kılar çünkü yatırımcıların yaptığı bu değerlemeler sübjektiftir. Yani, söz konusu değerlemelerin ya da planlamaların tutmama ihtimali vardır.

Ancak sonuç olarak, aktif strateji belirleyen yatırımcının getiri oranı, pasif strateji uygulayan yatırımcılara göre daha yüksek olması beklenmektedir. Yani risk ve getiri seviyesi doğru orantılı olarak artar.

Uzun vadede beklenti aktif yatırımcının başarı seviyesinin piyasa getirisinden daha fazla olmasıdır. Bu beklenti gerçekleştiğinde ise, aktif strateji uygulayan yatırımcının başarısı iki noktaya bağlanabilir; zamanlama ve menkul kıymet tercihi.

Yatırımcının, menkul kıymetler piyasasına girişindeki zamanlaması, büyük oranda yatırımcının tecrübesine ve yeteneklerine bağlıdır. Başarıya direkt olarak götüren nokta ise portföye eklenen menkul kıymetlerin seçimidir. Menkul kıymet seçilirken uygulanan yöntemlerden bağımsız değildir. Piyasalarda, aktif strateji ile yönetilen ancak çeşitli seçim yöntemleri kullanılarak belirlenen çok sayıda menkul kıymet portföyü vardır. Bundan dolayı, uygulanan teknikler yönünden, yatırımcıların performanslarının ölçülmesi de önemlidir (Civan, 2011, s. 68).

Menkul kıymet yatırımcılarının, belirli menkul kıymetlere sahip olarak oluşturdukları menkul kıymet portföylerinden sağladıkları kazançların önemi ya da performansı, muhtemel kazanç seviyelerine oranla yüksek ya da düşük olmalarına göre değişiklik gösterir. Günümüzde, portföylerin performans yeterlilikleri CAPM baz alınarak ölçülür ve belirlenir ve bu portföylerin performans seviyelerini belirleyen etmenler üç grupta toplanır; portföy için belirlenen risk düzeyi, menkul kıymet piyasasının performans derecesi, portföyü oluşturan yatırımcının beceri ve yetenek seviyesi (Civan, 2011, s. 70).

Yatırımcı tarafından belirlenen portföyün performans seviyesini ölçmek için genel olarak kullanılan method, menkul kıymet portföyü olarak isimlendirilen ve menkul kıymet piyasasında mevcut tüm menkul kıymetleri içine aldığı farzedilen portföydür. Bu portföyü endeks olarak anlamakta mümkündür ve yanlış değildir.

Aktif portföy yönetim stratejileri, günümüzde risk seven yatırımcılar tarafından kullanılır ve bu tür yatırımcılar sürekli olarak portföylerini düzenlemeye tabi tutarlar.

Yatırımcılar bu tür stratejiyi benimserlerse, piyasayı yenebileceklerini ve piyasanın getirdiği kazançtan daha fazlasını elde edebileceklerini düşünürler. Ancak, aktif strateji içerisinde olan yatırımcıların bunu yapmak için de belirli analiz yöntemlerini kullanmaları gerekmektedir. Bunlardan birkaçını şu şekilde sıralayabiliriz; temel analiz, teknik analiz, temettü verimine dayanan stratejiler ve F/K oranı açısından stratejiler (Günak, 2007, s. 31).

İlk analiz tekniği olarak belirttiğim temel analiz, objektif bir yöntem olup uzun vadeli bir yöntemdir. Bu tür analiz raporları, menkul kıymetler piyasasına yöneliktir. Sektörler ve firmalar hakkında araştırma ve analiz yapmayı sağlar.

Bu tekniklerde, nakit akım analizleri, rasyo değerlemesi, net aktif değerlemeleri gibi yöntemler bulunur. Bilinmelidir ki temel analiz, portföy oluşturmada kullanılan en yaygın tekniktir. Bu teknikte çok fazla veri toplandığı için biraz zahmetlidir. Menkul kıymet fiyatlarına etki eden karlılık, nakit para akışı, finansal tablolar, firmanın yönetim yapısı, rekabet gibi etmenler göz önünde bulundurularak, menkul kıymetin yatırım değerinin ya da gerçek değerinin belirlenmesine dayanmaktadır (Civan, 2011, s. 227).

Temel analiz yöntemini kullanan yatırımcılar, yatırım yapmak istedikleri firmaların hisse senedi fiyatlarının gerçek değerini hesaplayıp, piyasada oluşan fiyatlarla karşılaştırma yapmaktadırlar. Bu karşılaştırmaya göre alım satım işlemi yapmaktadırlar. Yatırımcıların belirledikleri hisse senetlerinin fiyatı, şirketin mali tablolarına, şirketin yönetim yapısına, gelecekte beklenen kar ve temettü oranlarına göre çeşitli risklerin alınmasıyla elde edilmektedir (Civan, 2011, s. 227).

Kamuoyu Aydınlatma Platformu ile halka açıklanan bilgilerden faydalanılarak bir firmanın değerinin bulunması da temel analiz olarak adlandırılmaktadır. Tamamen gerçek verilere dayanmaktadır. Buna rağmen temel analize yöneltilen eleştiriler bulunmaktadır. Bu eleştirilerden bazıları, bilgilerin yatırımcılara zamanında ulaşmaması, finansal tablo verilerinin makyajlanarak Kamuoyu Aydınlatma Platformunda yayınlanmasıdır. Günümüzde, finansal tablo verileri, yatırımcılara ortalama 2 ay gecikmeli olarak sunulmaktadır (Karan, 2001, s. 449).

Aktif portföy yönetimi stratejileri kullanan yatırımcıların kullanması gereken ikinci yöntem ise teknik analizdir. Bu analiz yöntemini uygulayan yatırımcılar, geçmişteki fiyat hareketlerinden faydalanırlar.

Kısa sürede kazanç sağlamayı hedeflemektedirler. Bu yöntemi kullanan yatırımcılara göre temel analiz gerekli değildir. Çünkü, teknik analiz temel analizden daha çok kazanç sağlamaktadır.

Erdoğan Devrim teknik analizi şöyle açıklamaktadır; en başta fiyatları gösteren grafikler kullanılarak, gelecekte olacak fiyat değişim hareketlerini tahmin etmeye çalışmaktır. Bu analiz yapılırken farklı araçlardan faydalanılması gerekmektedir.

Bunlardan bazıları, bar grafikleri, mum grafiklerdir. Daha da çeşitlendirirsek, stokastik, momentum gibi indikatör denilen istatistikî formüller baz alınan araçlar ya da formasyon denilen üçgen, flama, çanak gibi araçlar da örnek olarak verilebilir (Ertan, 2007, s. 176).

Nadir Günak'a göre teknik analiz; bir hisse senedi, döviz kuru ya da endekslerin genellikle grafik olarak kaydedilmesidir. Böylece geçmişe yönelik hareketlerin analiz edilerek, gelecekteki fiyatın tahmin edilmesi yöntemidir. Genel olarak menkul kıymet fiyatlarının gelecekteki hareketleri tahmin edilerek en uygun alım satım zamanı tahmin edilir (Günak, 2007, s. 30-31).

Teknik analiz Dow teorisine dayanmaktadır. Geçmişte oluşan fiyat hareketleri ve işlem miktarları belirlenerek, yarın oluşacak fiyatları tahmin etmeye çalışan bir analiz tipi olarak kabul edilmiştir. Bu teori, Charles Dow'un Wall Street Journal gazetesinde 1900'lü yılların başlarında yayımlanan makalelerinden derlenerek ortaya çıkarılmıştır (Karan, 2001, s. 515).

Üçüncü yöntem ise, temettü verimine dayanan stratejilerdir. Firmalardan, Kamuoyu Aydınlatma Platformu'na yeni bilgi girildiğinde, yeniden değerlendirme yapılması mümkündür. Örneğin, arbitraj yöntemini kullanan bir yatırımcı, belli bir hisse senedinin gelecekte beklenen temettüsüne göre piyasanın olağandan fazla yani aşırı değerlendirildiğine inanmıştır. Bu yatırımcı, pozisyonunu kapatmak için, hisse senedi alımı yaptığında hisse senedi fiyatının daha düşük olacağı beklentisi girmiş ve açığa satış yapmıştır. Bu inançta olan yatırımcı haklı olsa bile risk taşımaktadır çünkü birden kimsenin ulaşamayacağı bir bilgi edinilebilir ve kar ya da zarar durumu meydana gelebilir (Bayrak, 2012, s. 46).

Ek olarak, hisse başına yıllık temettü miktarının hisse senedinin piyasa değerine bölünmesi ile temettü verimi elde edilmektedir. Son dönemlerde BİST aracılığı ile iki endeks meydana getirilmiştir. Yatırımcılar bu endekslerden de faydalanarak strateji üretebilirler.

Bu endeksler, BIST Temettü Endeksi ve BIST Temettü 25 endeksleridir. Bu endekslerin hesaplanmasına 1 Temmuz 2011 tarihinde başlanmıştır. İki endeksin de başlangıç seviyeleri 63,249,40'tır. BIST Temettü Endeksini oluşturan firmalar son üç yılda temettü dağıtan firmalardır. BIST Temettü 25 Endeksi'ni oluşturan firmalar ise, BIST Temettü Endeksi'nde bulunan ve değerlendirme günü itibariyle temettü verimi oranlarına göre büyükten küçüğe yapılan sıralamada ilk 2/3 bölümde yer alan ve fiili dolaşımdaki payların piyasa değeri en büyük 25 paydan oluşmuş firmalardır. Bu endeks kapsamlarında, Ocak-Haziran ve Temmuz- Aralık olmak üzere iki dönem vardır (Bayrak, 2012, s. 47).

Aktif portföy yönetim stratejileri içerisinde bulunan son dördüncü yöntem ise, F/K oranı açısından belirlenen stratejilerdir. F/K oranı fiyat kazanç oranı olarak tanımlanmaktadır ve en tanınmış anomalilerden bir tanesidir. Şirketin, Kamuoyu Aydınlatma Platformu'na açıklanan son verilerinden yola çıkılarak o anki F/K'sı üzerinden analiz edilerek yatırım yapılmaktadır. Eğer o anki F/K, geçmişteki oranlardan düşük ise hisse senedi kar vaat etmektedir. Diğer izlenecek yol ise, firmanın gelecekteki F/K oranı bulunarak yani tahmin edilerek buna göre yatırım yapılmasıdır. Gelecekte oluşan olan F/K oranı, şu anki ya da geçmişteki F/K oranlarından daha düşük olacak ise hisse senedi fiyatının artış göstereceği düşünülerek yatırım yapılabilir (Bayrak, 2012, s. 49).

Geçmiş verilerin ortalaması alınarak veya aynı sektörde, benzer işlere ait katsayıların ortalaması baz alınarak hesaplanan orana fiyat/kazanç oranının değeri denir. Yani F/K değeri bu şekilde hesaplanabilmektedir. Bu hesaplama sona, firmanın gelecek yıl elde edebileceği hisse başına net kar hesaplanır. Böylece hisse senedi değeri hesaplanmış olur (Ceylan ve Doğukanlı, 2005, s. 448).

Başka bir ifadeyle, yatırımcının birim kar beklentisi güderek ne kadar ödeme yapmak isteyeceğini gösteren orana fiyat/kazan oranı denir. Buna göre, fiyat, pay başına kazanç olarak ifade edilmektedir. Yani F/K oranı fiyat/pay başına kazanç olarak da gösterilebilir (Ceylan ve Doğukanlı, 2005, s. 450).

Bu oran, genelde yatırımcıların büyüme beklentilerine karşılık sağlamaktadır. İlginç olan ise, F/K oranı düşük olan hisseler çoğu zaman yüksek F/K' lı hisselerden daha iyi verim göstermektedir çünkü F/K oranı düşük olan hisselerin büyüme beklentileri de doğru orantılı olarak düşüktür. Bu durum, yatırımın esas ilkelerinden biridir. Değer stratejileri çoğu zaman iyi sonuçlar verir. Bunun sebebi, düşük beklentilerin çoğu kez pozitif sürprizlerle neticelenmesidir (Karan, 2001, s. 321).

4.1.2. Pasif Portföy Yönetim Stratejileri

Portföy belirlemek için, yatırımcıların kullandığı ikinci yöntem ise pasif portföy yönetim stratejisidir. Bu stratejide, pasif bir portföy kullanılmaktadır. Çok az sayıda düzeltmeler ve değişiklikler yapılır. Portföy uzun süre elde tutulur. Örnek vermek gerekirse, satın al ve elde tut stratejisi, endeks içerikli fon stratejisi ve maliyet ortalama stratejisi.

Satın al ve elde tut stratejisi, yatırım stratejileri arasında en kolay ve basiti olarak varsayılmaktadır. Pasif portföy oluşturan yatırımcıların arzu ve ihtiyaçlarına göre bir ve birkaç menkul kıymetin tercih edilmesidir. Bu stratejideki amaç, yatırım yapılan menkul kıymetlerin elde tutma zamanlarının istenen zamana eşit olmasıdır. Yatırım gerçekleştirildikten sonra, bu süre bitene kadar, herhangi bir işlem, alım veya satım gerçekleştirilmemesi, bu stratejinin pasif portföy stratejilerinden biri olarak varsayılması anlamına gelmektedir.

Yatırım yapılan menkul kıymetler elde tutulduğu süre boyunca, piyasadaki fiyatların düşme eğilimi göstermesinde dahi herhangi bir hareket ya da işlem yapılmamaktadır. Pasif stratejide, piyasada bulunan mevcut finansal yatırım araçlarından hangisinin tercih edileceği ve alım satım işlemi hangi zamanda ne zaman yapılacağı konusunda bir açıklık yoktur. Bu etkenler, yatırım yapan yatırımcının tecrübesine, yeteneğine ve bilgi birikimine bırakılmaktadır. Portföyü elde tutma süresince, alım ve satım işlemlerinin bir defa yapılmasından dolayı, bu stratejide ödenen komisyon tutarı çok azdır (Bayrak, 2012, s. 148).

Kendi içinde farklılıklar oluştursa da endeks içerikli fon stratejisi de, bir yönden satın al ve elde tut stratejisi sayılmaktadır. Bu yöneme göre, yatırımcının portföyüne dahil ettiği fonlar, bir endekse göre belirlenmektedir. Endeks kapsamında bulunan menkul kıymetlere, endeks içinde bulunan ağırlıklarına göre yatırım yapılmaktadır. Endeks piyasayı temsil etmektedir. Yani, endekse eşit bir kazanç sağlanması beklenmektedir. Endeks içerikli fon stratejisi, işletme riskini ortadan kaldıran en verimli yöntemdir. İşlem giderleri düşüktür. Bunun nedeni ise, endekste devir hızı düşüktür, fazla kazanç sağlamak için daha fazla alım yapmak amacıyla masraf yapılmamaktadır (Bayrak, 2012, s. 159).

Endeks içerikli fonlar, çoğunlukla “Etkin Piyasa Teorisi” nin faydasına inanan yatırımcılar tarafından oluşturulmaktadır.

Endeks içerikli fon stratejisi, uzun vadede endekslerin getirdiği kazançlardan daha fazla kazanç sağlamaz ve endekslerin tüm piyasayı gösterdiği ölçüde kazanç getirir varsayımına dayanmaktadır. Günümüze bakıldığında, sabit kazançlı yatırım araçları için de, portföy oluşturulması gerekmektedir.

Endeks içerikli fon stratejisini kullanarak portföy oluşturmak, önemli bir portföy yönetim yöntemidir. Endeks içinde bulunan hisse senetlerine, endeksteki ağırlıkları belirlenerek ve korunarak yatırım yapılmaktadır. Bu durumda, yukarıda belirttiğim gibi, hisse senetlerinden elde edilen kazanç, endeks içindeki ağırlıkları doğrultusunda aynı oranda getiri sağlar. Doğal olarak, endeks ile fonun getirileri arasında ufak bir sapma olmaktadır ama genelde paralellik göstermektedir.

Bu yöntemle oluşturulan portföye yatırım yapıldıktan sonra, herhangi bir işlem gerçekleştirilmemektedir. Bundan dolayı da endeks içerikli fon stratejileri pasif stratejiler arasında gösterilmektedir (Bayrak, 2012, s. 300).

Pasif stratejilerden üçüncüsü ise, maliyetli ortalama stratejisidir. Bu strateji, uzun dönemli bir plan ile yatırım yapılmasını öngörmektedir. Amaç ise, uzun vadede küçük miktarlarla büyük bir portföy yaratmaktır. Analiz yöntemleri konusunda yetenekli olmayan yatırımcıların en çok kullandığı stratejilerden biridir.

Bu strateji, “Ne zaman alınmalı?” sorusuna cevap niteliğindedir. Belli dönemlerde, belli periyotlarda eşit tutarlı alımlar yapılarak bu strateji uygulanmış olur. Yatırım yapılan menkul kıymetin fiyatı düşerse, düşük fiyattan da alım yapılmaya devam edilir ve fiyat yükseldiğinde kar sağlama amacı güdülmektedir (Bayrak, 2012, s. 301).

Yatırım yapılan kişi tarafından belirli periyotlarla, piyasanın durumu gözetilmeksizin menkul kıymetlere uzun süre hep aynı miktarda para yatırılarak bu strateji uygulanır. Bu yöntemde, ülkemizdeki enflasyon oranları ve ekonomik durum göz önüne alınmalıdır. Yani para miktarı TL yerine USD olarak göz önüne alınmalıdır ve böyle düşünülmesi daha doğru olacaktır. Maliyet ortalama stratejisi, piyasa fiyatı yüksek olan bir malı, taksitlendirerek satın almaya benzetilebilir. Ancak yine de, devamlı olarak, aynı menkul kıymete yatırım yapmayı gerektirmemektedir. Farklı menkul kıymetlere yatırım yapılarak, portföy çeşitlendirilebilir ve risk oranı bir miktar azaltılabilir. Yatırım yapılmaktan vazgeçilen veya istenmeyen menkul kıymetlerin yerine, yeni menkul kıymetlere de yatırım yapılabilir (Bayrak, 2012, s. 302).

Maliyet ortalama stratejisinde önemsenmesi gereken en önemli nokta, yatırımcıların uzun vadede, kontrollü ve disiplinli bir şekilde bu stratejiyi zorlanmadan uygulamasının mümkün olmadığıdır. Yatırım yapan kişiler, belirli bir miktarda kazanç elde ettiğinde, bu stratejiyi devam ettirmekte zorluk çekebilir.

4.2. Yatırımcı Eğilimleri

4.2.1. Bilişsel Eğilimler

Bireysel yatırımcılar verecekleri yatırım kararları öncesinde, şu tür davranışlarda bulunabilirler;

- Çalışmakta olduğu ya da hakkında çok şey bildiği firmaya yatırım yapma
- Kendi sahip olduğu bilgilere haddinden fazla güvenme ve bildikleri sayesinde kendini üstün görme
- Yeni edindiği bilgileri duymazlıktan gelip, eski bilgileriyle yola devam etme
- Kendi verdiği yatırım kararlarını diğer yatırımcıların kararlarından daha üstün görme.

Yukarıda belirtilen davranış biçimleri genel olarak bilişsel eğilimler olarak tanımlanır. Bu tür eğilimler yatırım kararı verilirken önemli ve baskın bir rol oynamaktadır. Ek olarak bu tür davranışlar yatırımcı ile bütünleşmiş davranışlardır. Ama bu bütünleşmiş davranışlar; piyasada edinilen tecrübeler, finansal alanda edinilen bilgiler ile bir noktaya kadar hafifletilebilir.

Olayın aslına inecek olursak, bilişsel davranışlar, olayın kolayına kaçmak, sonuca ulaştırmayı kolaylaştırmaktan gibi çabaları içerir. İnsan beyni, karşılaştığı riskli durumları atlatabilmek adına, ulaştığı bilgileri, hesapladığı olasılık tahminlerini, mevcut ruh halindeki duygularını kullanarak bilişsel davranışlara yönelme eğilimindedir (Aksoy ve Şahin, 2009, s. 1-23).

Edwards ve Winterfeld'e göre bilişsel davranışların oluşması için bazı kıstasların oluşması gerekmektedir. Aşağıda belirtilen durumlarda bilişsel eğilimin ortaya çıktığından söz edebiliriz;

- Bireyin kendi yargılamasıyla ortaya çıkan cevap ile doğru cevap arasında farklılıkların olması,
- Bireyin sorulara cevap verirken gerçek verilerden yararlanmak yerine tamamen içsel sezgilerini kullanarak cevap vermesi

-Zihinsel bir sorun ile karşılaşıldığında, doğru cevabı belirlerken geleneksel ilkelere bağlı kalmak.

4.2.1.1.Kendine Aşırı Güven ve İyimserlik Eğilimi

Günümüzde aşırı güven sahibi pek çok insan vardır. Bu insanlar yatırımlarını gerçekleştirirken, yatırımlarına yön verirken, sahip oldukları bilgileri abartarak, en doğru bilgiye kendilerinin sahip olduğunu düşünürler ve risk seviyesini göz ardı ederler.

Veri toplama, analiz, seçim yapma aşamaları karar verme sürecini oluşturur. Bu süreç içinde, insanlar aşırı güven duygusuna kapılarak hata yapabilir. Mesela, bilgiyi yanlış yorumlayıp, analiz yeteneğinin abartılarak fazla tahmin yapma ortaya hatalar çıkarabilir. Sonuçta, tüm bunlar, yanlış kararlar vermeye, fazla işlem gerçekleştirmeye, ortaya çıkabilecek hataların küçümsemesine, gereksiz yere riske girilip sonucunda zararlarla karşılaşılmasına neden olabilir (Taner ve Akkaya, 2009, s. 49).

Bilişsel psikoloji, insanların genel manada aşırı güven sahibi olduklarını belirtir. Özel anlamda ise, sahip oldukları bilgilerinin kesinliğinden emin oldukları gözlemlenmiştir. Risk konusuna baktığımızda bazı istisnalar vardır, ancak çoğu yatırımcı sahip oldukları bilgilerin ışığına fazla güvenerek risk seviyesini küçümserler.

Bunun sebebi olarak da, psikologların araştırmalarına göre, insanlar bazı bilgi türlerine önem verip, bazı bilgi türlerine sistematik olarak önem vermedikleri gösterilir (Odean, 1934, s. 888).

Günlük yaşama baktığımızda, ekonomik yatırımlar baz alındığında, yatırımcılar sahip oldukları yetenekleri, başka yatırımcıların yetenekleriyle kıyaslayarak, kendi yetenekleri üzerindeki belirsizlikleri ortadan kaldırmak isterler. Bu karşılaştırma yapılırken, hedef seçilen yatırımcılar, kendi yeteneklerinden daha az yeteneğe sahip olduklarını düşündükleri yatırımcılardır. Bununla ilgili en çok bilinen teorilerde biri, “ortalamadan daha iyi etkisi” teoremidir. Bu kavrama göre bireyler, genel anlamda herhangi bir konudaki kendi yeteneklerini ortalamanın üzerinde algılamaktadırlar. Bu kavramı bir örnekle açıklamak gerekirse, insanların %85’i araba kullanma yeteneklerinin ortalamanın üzerinde olduğunu düşünürler. Ortalamadan daha iyi olma hissini uyandıran bir diğer etmen ise işin kontrol altında tutulma eğilimidir. Bir başka ifadeyle, kişinin sahip olduğu, yetenekleri ve bilgi birikimiyle, üstesinden gelebileceğine inandığı bir durumun var olup olmamasıdır.

Başarılı olma olasılığının hemen hemen tamamen şansa ya da kendi elinde olmayan etmenlere bağlı olduğu durumlarda ise bireylerde ortalamadan daha iyi olma duygusu belirmemekte, tam tersine başarılı olma olasılığının kendi bilgi, birikim, tecrübe ve yeteneklerine bağlı olduğu durumlarda ise bireylerde ortalamadan daha iyi olduğu düşüncesi daha kuvvetli bir şekilde gözlemlenmiştir.

İngiltere’de de sosyal hayat ve finans alanındaki aşırı güven duygusuna yönelik birkaç araştırma yapılmıştır. Bu çalışmalardan birinde, bireylerin sahip oldukları bilgilere aşırı güvendikleri, diğer insanların bilgi ve becerilerini kendi sahip oldukları bilgilerden daha aşağıda gördükleri gözlemlenmiştir.

Ancak, bu tür bireylerin piyasalarda üstün başarı sahibi olacaklarını düşündükleri fakat yatırımlarını gerçekleştirirken finansal bilgi gerektiren konularda kendine güven duygusunun ciddi anlamda düşüş yaşadığı da gözlemlenmiştir (Moore ve Cain, 2007, s. 198).

Kendine aşırı güven duygusuna sahip olan bireylerin, piyasadaki hareketlerine, dalgalanmalarına, eğilimlerin piyasaya nasıl yansıtılacağına dair Barber ve Odean’ın yapmış olduğu bir çalışma mevcuttur. Bu çalışmada çıkan sonuçlar aşağıda belirtilmiştir (Karan, 2001, s. 694);

- 1-Piyasadaki işlem hacmi ortalamadan fazladır.
- 2-Aşırı güven hissine kapılan yatırımcılar, daha fazla riskli bölgede bulunurlar.
- 3-Erkeklerin aşırı güven oranı, kadınlardan daha yüksektir.
- 4-Evli olmayan erkekler, evli olmayan kadınlara kıyasla %4 daha az kazanç sağlarlar.
- 5-Aşırı güvene sahip olup içerden işlem yatırımcılar fiyat kalitesine pozitif etki yaparlar. Aşırı güvenli olup da kısa vadeli yatırım amacıyla piyasaya gelen, kısa süreli alım satım planıyla piyasaya giren yatırımcılar ise fiyat kalitesine negatif etki yaparlar.
- 6-Bireylerin piyasa fiyatları artarken daha iyimser oldukları, piyasa fiyatları azalırken daha kötümser ve negatif oldukları belirlenmiştir.

Aşırı güven duygusu büyük bir etki alanına sahiptir ve yatırımcıları kolaylıkla etkisi altına alır. Bundan dolayı bir çok akademisyen ve ekonomist bunun üzerine araştırma yapmıştır. Araştırma yapan isimlerden Gervais ve Odean, yatırımcıların kendi sahip oldukları yetenekleri keşfettikleri süreç ile bu keşifte yer alan bir önyargının nasıl bir süreç ile aşırı güven duygusuna sahip bir yatırımcı yarattığını belirli bir süreç içerisinde tamamlayan bir piyasa modeli öne sürmüşlerdir.

Öne sürülen bu modele göre, yatırımcı en başta sahip oldukları yeteneklerin farkında değildir. Bu aşamada başarı ve başarısızlıktan yola çıkarak yeteneklerini keşfetmeye başlar. Bu süreçte, yatırımcı elde ettiği başarılar çok fazla anlam yükler, başarısızlıklarını göz ardı eder. Böylece aşırı güven duygusu ciddi anlamda artış gösterir. Kariyerinin ilk aşamalarına geldiğinde, yatırımcıların aşırı güveni artış gösterirken, kariyer sürecinin devamında, elde ettiği tecrübelerden yola çıkarak kademeli olarak kendine güveni de artmakta ve kendi yeteneklerinin farkında daha iyi varmaktadır.

Gervais ve Odean'ın bu hipotezine göre, aşırı güven duygusuna sahip bir yatırımcı, kar sağladığı dönemlerde bu başarıyı kendi bilgi birikimine bağlayarak sonraki zamanlarda daha fazla işlem yapmaktadır. Aşırı güvenli yatırımcıların bu tür davranışları borsadaki işlem sayısını artırır. Bu durum borsanın yükseliş zamanlarında daha çok yaşanmaktadır (Korkmaz ve Ceylan, 2010, s. 140).

Yatırımcıların elde ettikleri aşırı güven duygusu, elde ettikleri tecrübeye göre artabileceği gibi, bu duygu tecrübesizlikten de kaynaklanabilir. Eğer yatırımcı bir hisse hakkında fazla bilgi sahibi değilse, önceden deneyimlemediği bir hisse ile ilgileniyorsa, o hisse senedine yatırım yapmanın sonucunda ne tür etkilerle karşılaşacağını bilemez. Böylece, yatırımcı daha cesur hareket etmeye karar verir. Aşırı güven duygusu artmaya başlar.

Bu durumun tersine, çok fazla yatırım tecrübesi olan yatırımcı, yaptığı yatırımların sonuçlarının olumsuz olma ihtimalini hesaba katarak hareket eder ve tedbirli davranır. Bunun temel nedeni, sahip olunan aşırı güven duygusunun zamanla elde edilen olumsuz tecrübeler sonucu körelmesi ve beyinde her zaman olumsuz ihtimalleri canlandırmasıdır.

Son yıllarda bilgi teknolojilerinde çok fazla ilerleme ve gelişim gözlemlenmiştir. Bu ilerleme ve gelişim ile aşırı iyimserlik eğiliminde de dikkat çekici noktalar oluşmuştur. Bu noktada bilginin yayılma hızının artması, bireylerin ilgili bilgilere hemen hemen aynı mesafede olması ve yatırımcıların yaptıkları işlem hızlarının benzer doğrultuda olması yatırımcılara bazı verimli ve faydalı bakış açıları kazandırabilir. Gelişen teknoloji sayesinde, yatırımcılar online web sitesi üzerinden yatırımlarını gerçekleştirebilmektedirler. Bu yatırımları gerçekleştirirken, finansal danışmanlardan ve dış etmenlerden daha az etkilenirler. Bu durum, doğal olarak, yatırımcıların kendilerine duydukları güveni artırır. Bunun sebebi ise, yatırımcının kontrolü elinde hissetmesi ve dış faktörlerden etkilenmeden kendi kararlarını kendi verebileceği hissine kapılmasıdır.

Tüm bunlara ek olarak, yatırımcıların bireysel olarak aldığı kararların tersi görüşlerinden uzak kalmasından dolayı iyimser bir eğilim içine de girebilir (Nofsinger, 2001, s. 202).

Gelişen teknolojinin de etkisiyle, yatırımcılar istedikleri bilgiye kolayca ulaşabilirler. Bu da yatırım kararlarında kendilerine olan güven duygularını artırır. Ancak yatırımcıların ihmal edebileceği önemli bir olgu vardır. O olgu da, hızlıca elde edilen bilginin doğru olup olmadığıdır. Yatırımcıların, elde ettikleri bilgiye güvenebilmeleri için, öncelikle bilginin doğru olduğunu tespit etmesi gerekir. Yatırımcıların, elde edilen bilginin kullanımı sonucunda oluşabilecek durumlara karşı hazırlı olmaları gerekmektedir.

4.2.1.2. Hataları Yanlış Değerlendirme Eğilimi

Yatırımcılar, kendine duydukları aşırı güven duygusunun yanı sıra, bu duygunun bir devamı diyebileceğimiz bilişsel yanılgılara da düşebilirler. Yukarıda da belirttiğimiz aşırı güven duygusunda olduğu gibi, kendi bilgi seviyesine ve yeteneğine aşırı güvenen yatırımcı, yatırımlarının zarara uğraması durumunda sorumlu kişi olarak kendini görmez. Yatırımcıya göre başarısızlığın sebebi şanssızlık, piyasadaki şartlar ya da diğer yatırımcılar olabilir ama kendi bilgi seviyesinden ve verdiği kararlardan şüphe duymaz. Bu durum da, bireysel yatırımcının bir sonraki yatırım sürecinde eksiklerini hatalarını tespit edip düzeltmesine engel olur, gelecek yatırımlarının da başarılı olma durumunu engeller. Bu eğilime bazı araştırmalarda yükleme ön yargısı olarak da yer verilmiştir.

Finansal krizin gerçekleştiği ortamlarda, davranışsal finans yaklaşımıyla borsada bir araştırma gerçekleştirilmiştir. Araştırma konusu olarak, ekonomik kriz ortamında bireysel yatırımcıların nasıl hareket ettikleri ve krizden ne kadar etkilendikleridir. Bu araştırmaya göre, ekonomik kriz ortamları yatırımcıları etkilemektedir. Çünkü riskli yatırım yapmaktan kaçınılır. Ancak, yatırımcılar kriz dönemleri boyunca elinde bulunan hisse senetleri zarara uğrasa dahi, o hisse senetlerini elden çıkarmak yerine ellerinde tutmayı tercih ederler (Bayar, 2011, s. 2).

Yani, mevcut durumu koruma eğilimi altındadırlar. Bu hal, yatırımcıların kriz ortamında hataları yanlış değerlendirme eğilimine girdiklerini, ekonomik kriz boyunca, ankete katılan yatırımcıların yarısından çoğunun psikolojisinin bu kriz sürecinden olumsuz etkilendiğini, yatırımcıların moral bozukluğu içinde tedirginlik yaşadıklarını, geleceğe ilişkin karamsar düşünmeye başladıklarını öne sürmüştür.

4.2.1.3.Kontrol İllüzyonu Eğilimi

Bazı insanlar, kontrol illüzyonuna sahiptirler. Kendi bakış açılarını göre değerlendirdikleri başarı olasılıklarına daha çok önem verme eğilimindedirler. Bundan dolayı, duruma objektif bir bakış açısıyla bakıldığında garanti görülebilecek başarı olasılıklarını göz ardı edebilirler. Piyasadaki yatırım opsiyonları ve yatırımcıların konular hakkında çokça bilgi sahibi olduklarını düşünmeleri kendilerine olan güven duygusunu gözle görülür bir şekilde artırır. Aynı anda bireysel yatırımcıların diğer yatırımcılarla veya çevresindeki arkadaşlarıyla rekabet durumunda olmaları yatırımcılara ek bir güven aşılır. Tüm bu etmenler göz önüne alındığında, illüzyonların oluşması doğal karşılanmaktadır.

Bireysel yatırımcılar, yatırım kararlarını kendi kendilerine aldıklarında, kendi tercihleri söz konusu olduğunda, piyasada çok daha fazla risk alabilmektedirler. Dış faktörlerin etkili olduğu o anki durumun getirdiği mecburiyet ile yatırım işlemi gerçekleştirmek, bireysel yatırımcılara daha zayıf gözükmetedir. Kontrol illüzyonunun etkisi altındaki bireysel yatırımcılar, çevrelerindeki insanlar üzerinde kendilerinin normal düzeyden çok daha fazla kontrolleri olduğu hissine kapılırlar. Bu illüzyon etkisi aynı zamanda, piyasada daha fazla işlem yapma eğilimini, dinamik rol alma hissiyatını da beraberinde getirir. Buna bağlı olarak, kendine aşırı güven ve aşırı iyimserlik başlıkları altında belirttiğimiz gibi özellikle online web site üzerinden olarak finansal işlem yapan bireysel yatırımcılar, alım satım sürecinde kontrolün fazlasıyla kendilerinde olduklarını hissederler ve sonuçlarını planlamazlar.

Ancak bu durumla birlikte, piyasada kontrol illüzyonu ile hareket eden yatırımcılar çok sayıda alım satım işlemi yapacak ve bu durum ters orantılı bir şekilde çokça para kaybettirebilecektir. Bilinmelidir ki kontrol illüzyonuna sahip yatırımcıların portföy sayısı ve çeşitliliği de azdır. İllüzyonun etkisiyle, kendi kendine belirli limitlemelere gider. Kontrol illüzyonu aynı zamanda, zincirleme bir etki yaparak aşırı güven yanılgısını da beraberinde getirebilir (Pompian, 2006, s. 111-118).

Yukarıdaki paragrafta da belirttiğimiz gibi, kontrol illüzyonu düşük portföy çeşitliliğini de beraberinde getirir. Bu durumun sebebi olarak, yatırımcının üzerinde güç sahibi olduğuna inandığı şirketlerin hisse senetlerine yönelmesi gösterilebilir. Yatırımcı bu durumda, sadece birkaç şirketin bulunduğu yatırım araçlarına yönelir. Böylece az sayıda portföy oluşur ve çeşitlilik ortadan kalkar, tek tip yatırımlar görülür. Tek tip yatırımlar da, tahmin edileceği üzere, daha riskli ve daha kırılgan yapıya sahiptirler.

Genel olarak yatırımcıların portföylerine baktığımızda, kontrol illüzyonunun da etkisi göz önünde bulundurularak, kendi çalıştığı veya çalışmakta olduğu firmaların bu portföylerde önemli bir yer kapladığı gözlemlenmektedir (Fellner, 2004, s. 4).

Yatırımcılar, kendi sahip oldukları fikirleri çok fazla inanırlar. Bu inançla birlikte, yatırımcılar, kendi düşüncelerine yakın bir seçenekle yüzleştiklerinde daha güçlü bir tercih yapacaklarına inanırlar. Bu durum, yatırımcıların daha sınırlı bir perspektife sahip olmalarını ve kendilerine istem dışı dezavantaj sağlamalarını beraberinde getirir.

4.2.1.4.Bilişsel Çatışma Eğilimi

İnsan beyni işleyiş itibarıyla, birbirine zıt iki durum karşılaştığında, bu zıtlıktan kaçınmak adına bazı bilgileri filtreler ve kaçınır. Buna bağlı olarak, insanlar inançlarından farklı olan bilgileri görmezden gelir ya da bu bilgileri kendi beyninde minimize etme yoluna gider. İnsan beyninde çelişkiler meydana geldiğinde insanlar davranışlarında veya bilişinde çelişkiyi azaltır veya ortadan kaldırır. Buna göre bir tutum sergilerler. Bu durum göz önüne alındığında yatırımcılar da kendi sahip olduklarıyla çelişen yeni bilgilerden kaçınmaktadır. Aynı zamanda mevcut bilgi birikimlerini destekleyecek yeni argüman arayışlarına girmektedirler. Bilişsel çatışma eğilimi dendiğinde, bireylerin elde ettiği bilgilerin ve varsayımların yanlış olduğunu gösteren argümanlarla karşılaştıklarında yaşadıkları zihinsel tersleşme akla gelmektedir. Bireyler, bu tür zihinsel zıtlama ile karşılaştıklarında, bu zıtlamayı inkar yoluna gitmektedirler.

Bireylerin inançlarının, düşüncelerinin veya varsayımlarının doğru olmadığını tecrübe ettiklerinde yaşadıkları pişmanlık duygusu bilişsel çelişkinin kaynağı olarak açıklanmaktadır (Tufan, 2006, s. 26).

Bu konu üzerine çalışmalar yapan araştırmacılar, bilişsel çatışma eğilimini iki şekilde açıklamaktadırlar (Pompian, 2006, s. 84);

- 1) Algıda Seçicilik: Elde edilen tüm bilginin hepsinin değil, elde edilen bilginin belli bir parçasının desteklenmesidir. İnsanların kendi beyinlerinde kabul ettikleri bilgi ortaya konulmak istenen bilginin tamamını kapsamaz, sadece belirli bir kısmını kapsar. Bu durum, ortaya konulan fikir ve görüşlerde eksiklikler meydana getirir. Elde edilebilir bilgilere, objektif bir şekilde yaklaşmamak, bireylerin sonraki periyotlarda hata yapma eğilimlerini gözle görülebilir şekilde yükseltecektir.

- 2) Karar Vermede Seçicilik: Birey kendi kararlarına daha çok önem verir. Başkaları tarafından benimsetilmeye ya da aktarılmaya çalışılan bilgileri önemsemez ve göz ardı eder. Kendi kararlarına bağlı kalır. Karar vermede seçicilik bu şekilde açıklanır. Kişi kendi bilgileriyle karar verirken, kendi imkanlarıyla ortaya koyacağı maliyetin bedelinin ne olduğunu önemsemez. Kendi kararına sabit bir şekilde bağlı kalır. Karar vermede seçicilik kavramı, bireyin hiç var olmamış bir projeye bile çokça yatırım yapmasına sebep olabilir. Başarı ihtimali düşük olsa bile, yatırımcı kendi verdiği karardan kolay kolay vazgeçmez. Yani bireyler kendi verdikleri kararları sübjektif bir şekilde değerlendirir.

Bilişsel çatışma eğilimine sahip olan insanlar doğal olarak bazı hataların içinde kendilerini bulabilirler. Bunlar şu şekilde olabilir (Pompian, 2006, s. 88);

- 1-Yatırımcılar, hatalı karar verdiklerinde bu durumu kabul etmezler. Bundan dolayı, kolaylıkla satış kararı verebilecekleri durumlarda bile değer kaybetme olan yatırımlarını ellerinde tutma yoluna giderler.
- 2-Yatırımcılar, daha önceden yatırım yaptıkları ve değer kaybetme olan hisse senetlerini gözden çıkarmak yerine, objektif ve mantıklı bir şekilde yorum yapmaktan kaçınırlar. Bu şekilde yatırımlarına devam ederler.
- 3-Yatırım işlemi gerçekleştiren bireyler, verdikleri kararlarla çelişen bilgilerden, piyasadaki diğer yatırımcıların da kendisiyle birlikte hareket etmesine neden olabilecek kadar çok çelişen bilgi piyasada yayılana kadar, kaçınma eğilimi gösterirler. Bu durum da, bilişsel çatışma eğilimine sahip bireylerin, sürü davranışına kapılma eğilimine neden olabileceğini gözler önünde sermektedir.
- 4-Yatırımcıların daha önce tecrübe ettikleri hataya neden olabilecek yatırım kararları aşamasına girdiklerinde bu sefer farklı düşünme eğilimine girebilmektedirler. Geçmişteki yatırımcılara baktığımızda, en pahalı hisse senedine yatırım yapan yatırımcıların en fazla getiriye elde edecekleri fikrine inanmışlar, ama böyle düşünerek yanılgı içine düşmüşlerdir. Çünkü geçmişte bahsi geçen hisse senedi fiyatları günümüzde büyük düşüş içine girmiştir.

Tahmin edileceği üzere, iki veya daha fazla seçenek arasında kalmak, yatırımcıyı yoran bir durumdur. Bu durumdan uzak durmak adına yatırımcılar kendi düşüncelerine yakın bilgiyi, diğer bilgileri sorgulamadan kabul etmektedirler.

Yatırımcılar zihinsel karmaşıklıklardan kaçınmak için hızlı verdikleri bu kararlar zararlı neticelenebilir. Çünkü yatırımcıların zihinlerinde daha az kalmış bir bilgi daha doğru sonuca götürebilir.

4.2.1.5. Tutuculuk, Muhafazakarlık Eğilimi

Yatırımcılar yatırımlarını gerçekleştirirken, sahip oldukları bilgi birikimlerini, yaşadığı tecrübeleri, davranışsal sebepleri göz önüne alırlar. Bu etmenlerden sonra çeşitli fikirlere sahip olup yatırım kararlarını verirler. Ancak hayat boyunca, bireyler yepyeni bilgilerle karşılaşır. Ek olarak, finansal ve ekonomik koşullar da sürekli değişkenlik içerisinde.

Tutuculuk eğilimine sahip olan bireyler, bahsettiğimiz etkenlerle almış oldukları kararları, günlük hayatta gerçekleşen güncel gelişmelere rağmen değiştirmekten yani sabit tutmaktan vazgeçmezler. Tutuculuk eğilimi kavramına eğilirsek, yatırımcıların bireysel anlamda belli bir fikir ve görüşe bağlı kalmalarına ve yeni bilgi elde edildiğinde gereğinden çok daha tutucu bir davranış biçimine girmelerine sebep olabilmektedir.

Örnek vermek gerekirse; bireysel yatırımcı, henüz net bilgileri olmayan ancak kısa sürede ilgili firmanın hakkında olumlu bilgi elde edebileceğini düşündüğü bir hisse senedi için satın alma işlemi gerçekleştirmiş olsun. Satın alma işleminden bir süre sonra, ilgili firma, kendi ürününü piyasaya sürmekte problemler yaşadığını açıklasın. Böyle bir durumla karşılaşıldığında, tutuculuk eğilimi göstermeyen bir bireysel yatırımcı, haberin olumsuz olduğunu ve aldığı kararın hatalı olduğunu kolaylıkla düşünebilir. Ancak tutuculuk eğilimi içinde olan bireysel yatırımcı, firmanın yakın zamanda ilgili hisse senediyle ilgili olumlu haberler ortaya süreceğini düşünür ve subjektif düşünmeye devam eder. Böylece ilk baştaki fikrinden uzaklaşamaz. Tutuculuk eğilimdeki yatırımcı, yeni bilgiye bir tepki verebilir, ama bu verilen tepki çok yavaş olur. Ek olarak, bu yeni bilgiyi değerlendirme ve bilgiyi lehine çevirme konusunda da sıkıntı yaşar. Çünkü yatırımcının beyni, karmaşık bilgiler karşısında, karmaşık durumdan kaçmak ister. Daha çok deneyimli olduğu alanlarda, daha az stres yaşama eğilimine girmek ister. Tutuculuk için başka bir tanım ortaya koymak gerekirse, yeni bir tanıma karşı uyum sağlayamamak olarak da açıklanabilir. Aslında bu durum insanın doğasından gelir. Adeta bir savunma mekanizması gibi değişikliğe kapalı olma halidir. Tüm bunları göz önüne aldığımızda, muhafazakarlık etkisi altında olan yatırımcılar eski sahip oldukları görüş ve bilgilerden kolay kolay vazgeçmez. Yeni bilgilere, yeni bilgilere daha geç ilgi gösterir. Bu eğilime sahip olan yatırımcılar yukarıda belirttiğimiz davranışları gösterir.

Doğal olarak da bunların çeşitli sonuçlarıyla karşılaşılır. Mesela yatırım kararları alırken yukarıda anlattığımız şekilde işleyen süreç, genellikle yanlış verilen kararları ısrarla devam ettirmeyi gerektirir. Bu durum da beraberinde geç fark etme ve geç farkına varma ile beraberinde oluşan zararları meydana getirmektedir (Barak, 2008, s. 177-178).

Bir de muhafazakarlık eğilimine demografik açıdan bakalım. Araştırmalara göre, bu eğilime sahip insanlar, daha çok orta yaş üstü insanlardır. En gençten en yaşlıya doğru bakacak olursak, bireysel yatırımcıların kısa vadede elde ettikleri kar oranında düşüş gözlemlenir. Bilindiği gibi, yatırımcılar temettü gelirine çok önem vermektedir. Bundan dolayı da, yatırımcıların verdikleri kararlar ile finansal uzmanların verdikleri tavsiyeler arasında benzerlikler azalır. Bireysel yatırımcılar genellikle yatırım araçlarını analiz ederek portföylerini çeşitlendirmiş ve yatırımlarının sayısını artırmışlardır. Yüksek riskli yatırım araçlarından kaçınırlar. Ayrıca, erkek yatırımcılara baktığımızda, kadın yatırımcılardan daha muhafazakar davrandıkları gözlemlenmiştir. Erkek yatırımcıların daha fazla kazanma amacı güttükleri belirlenmiştir.

Muhafazakarlık eğilimine sahip olan yatırımcılar, yeni yatırım kararları içine girmekten korkarlar. Çünkü alacakları her yatırım kararı, benimsedikleri bilgiler dışına çıkma riskini doğurur. Böylece muhafazakarlık eğiliminde olan yatırımcılar genellikle karşılarına çıkan fırsatları değerlendiremezler. Ya da yatırım hareketlerinde geç kalabilirler. Bu hal, bu eğilime sahip yatırımcıların, yatırımlarında zarara uğrama ihtimalini artırır.

4.2.1.6.Zihinsel Muhasebe

İnsanlar yaşamları boyunca kendilerine belirli hedefler belirler. İnsan zihni, bu amaçları korumayı benimser ve bu amaçları birbirinden ayrı bir şekilde gerçekleştirmeye çalışır. Bu sürecin adına bir anlamda zihinsel muhasebe denmektedir. Bir bireyin kendi çocuklarının eğitim giderlerini hesaplayarak tasarruf yoluna gitmesi, evlenecek bir bireyin evlilik masraflarını gerçekleştirmek için bütçesini dengelemeye çalışması veya ev tadilatı yaptıracak olan bir bireyin kenara para ayırması zihinsel muhasebeye örnek verilebilecek durumlardandır. Bu yöntem, gerçekleştireceğimiz harcamalarda kendi kendimizi kontrol etmemizi sağlar. Çünkü böyle durumlarda, insan akıllı adeta bir defter niteliği taşır ve yatırımları kendi kendine ayırır. Her bir harcama veya yatırım için bir mekanizma geliştirir. Böylece birey gereksiz harcamalardan ya da yatırımlardan kaçınmış olur (Baker ve Nofsinger, 2002, s. 106).

Yapılan araştırmalar bize göstermektedir ki yatırımcılar yatırım kararlarını verirken amaçlarını gerçekleştirmek uğruna çeşitli değerlendirmeler yaparlar. Bu değerlendirmeler    tür zihinsel muhasebe sürecini beraberinde getirir (Thaler, 1985, s. 184).

- 1- İlk aşamada, insanların aldığı kararı alma yöntemi, kararları değerlendirme yöntemi, sonuçların öğrenilmesi ve tüm bu süreçlerden dolayı yaşanan tecrübelerden kaynaklanmaktadır. Zihinsel muhasebe eğilimi gösteren insanlar, fayda maliyet analizi için gerekli olan bilgileri elde etme yoluna gitmektedirler.
- 2- İnsanların edindikleri varlıkların belirli yerlere transfer edilmesi süreci zihinsel muhasebenin ikinci kısmını oluşturur. Birey, kendi zihninde fon kaynakları ve fon kullanım yerlerini belirleyerek ayırır ve zihinsel defterindeki notlara göre davranış biçimi ortaya koyar. Bireyin karşılaşmak zorunda olduğu ana maliyetler, sınıflara ayrılmakta ve kişi bu maliyetleri hesaba katarak kendi bütçesini ayarlamaktadır. Benzer şekilde kazançlarda bu şekilde kodlanır. Birey, elde ettiği kazançları amaçlarını elde etme yolunda zihnine yazar.
- 3-     nc  aşama ise kişinin hali hazırda elinde bulundurduğu varlıkları ne sıklıkla kontrole tabi tuttuğu ile alakalıdır. Birey, kendi tercihlerine göre hesabını, günlük, haftalık, aylık, yıllık olarak değerlendirir. Bu değerlendirmelerden sonra karar alır.

Thaler'e göre zihinsel muhasebe yukarıdaki aşamalarla benzerdir. şöyle açıklamak gerekirse, zihinsel muhasebe insanların finansal işlemlerini nasıl kullandığını ve hedefleri için nasıl sınıflara ayırdığını açıklamaktadır. Zihinsel muhasebe tanımına ilişkin olarak kişinin kayıptan kaçınma derecesi de değişiklik gösterebilmektedir. Bununla bağlantılı olarak, zihinsel muhasebenin  ne sürdüğü fikirler, bireyin kendi kişisel özelliklerine bağlı olarak farklılık gösterir. Böylece, zihinsel muhasebe davranışı, bireye göre saptanmalı ve bu doğrultuda yatırım davranışları araştırılmalıdır (Barberis ve Huang, 2001, s. 116).

Yukarıda da belirttiğimiz gibi, bireyler yatırım kararlarını verirken her bir karar için zihinlerinde ayrı bir kayıt tutarlar. Maliyetlerini ayrı ayrı hesaplarlar. Bu durumun insan zihninde programlama adına avantajları olabileceği gibi dezavantajları da vardır. Yani, bir sonucun zihinsel olarak beyne kayıt edilmesi sonrasında ortaya çıkacak sonucun, başka bir açıdan değerlendirilmeye tabi tutulması zorlaşmakta ve doğru kararın verilmesine olanak tanınmamaktadır.  rnek vermek gerekirse; konsere gelen 91 kişiye şu soru sorulmuştur; 6 ay önceden fiyatı 1200 dolar olan bir bulaşık makinesi almak istediğinizde iki seçenekten hangisini tercih edersiniz?

- a) Bulaşık makinesini almadan her ay düzenli olarak 200 dolar taksit ödemek (%19)
- b) Bulaşık makinesini aldıktan sonra her ay 200 dolar taksit ödemek (%81)

Yapılan çalışmadan sonra görülmektedir ki, iki seçenekte de gider miktarı aynı olmasına rağmen ankete katılanların %81'i daha sonra ödeme seçeneğini cevaplamıştır. Zihinsel olarak gerçekleşen bu tercih fayda ve gider açısından değerlendirilmeye tabi tutulmuştur. Bununla birlikte, aynı seçenekler ABD'ye 1 haftalık tatil için ankete katılanlara sunulduğunda, bireylerin %60'ı tatile çıkmadan 6 ay önce her ay 200 dolar ödemeyi tercih etmişlerdir. Buradaki temel farka gelecek olursak, faydası kısa sürede bitirilecekken bir çamaşır makinesinin faydasının uzun süreler boyunca devam etmesidir. Tatilin ödemesi sonraya bırakıldığında, tatile giden bireyler tatil için oluşan giderleri düşüneceklerdir. Bu tür düşünceler de bireyleri psikolojik anlamda rahatsız edecektir. Bireylerde oluşan zihinsel muhasebe kavramını bir sistem olarak düşünürsek, bu sistem içinde her olay ve her düşünce farklı zihinsel defterde kodlama ve değerlendirmeye tabi olacaktır. Zihinde yer eden her hesabın fayda ve giderleri o hesap içinde ayrı ayrı bulunacaktır.

Bu etmen, bireysel yatırımcıların gelirlerinden ve anaparalarından gelen karlarını mantıklı olmayan bir şekilde sınıflamalarına sebep olur. Günümüzde çoğu birey, anaparayı tutma, faizi harcama eğilimi göstermektedir. Birçok yatırımcı çoğunlukla gelir akımına kapılır. Ellerinde bulunan yatırımları farkında olmadan harcama eğilimine girerler (Döm, 2003, s. 111).

Bireylerin, karakterleri, davranış biçimleri, duyguları, düşünce biçimleri ve yaşam kaliteleri farklılık gösterir. Bundan dolayı, yatırım işlemleri gerçekleştirirken de farklı farklı planlamalar yaparlar. Yatırımcılardan bazıları, bir yatırımın oluşturacağı maliyeti o an ödemek ister ve daha sonraki dönemler için bu ödemeyi zihninden atma yoluna gider. Ancak diğer türlü yatırımcılar, harcamalarını daha kontrollü yapmak adına, taksitlendirmeyi tercih edebilirler. Bu etmen, yatırımcıların gelir dağılımıyla da ilgilidir. Bu gelir dağılımına göre zihinsel muhasebe yöntemlerini şekillendirirler.

4.2.1.7.Çerçeveleme Eğilimi

Bazı bireyler çerçeveleme eğilimine göre hareket ederler. Bireyler, yatırım kararı verirken, olayların gerçekleşme şekline etkilenirler. Buna göre farklı tepkiler verirler. Bir başka deyişle, bu eğilim, yatırımcının olayları ve sonuçları nasıl algıladığı ile ilgilidir.

Çünkü yatırımcılar, çerçeveleme eğiliminin öne sürdüğü fikirlere göre, olayları sunulmuş şeklinden çerçevelerine göre farklı algılama ve farklı tepkiler gösterme davranışları içine gireceklerdir. Yatırımcılar tamamen objektif kararlar veremezler. Karşılaştıkları olası sorunlar ile ilgili kendi görüşleriyle oluşturdukları bir çerçeve meydana getireceklerdir. Yatırımcıların önlerinde olan opsiyonlar arasından oluşturduğu bu çerçeve, sorunun oluşturulma şekli yanında, bireylerin sahip oldukları alışkanlıklar, karakterler gibi sübjektif özelliklerin de etkisi altına gireceklerdir (Kahnemann ve Tversky, 1974, s. 453).

Kahnemann ve Tversky'nin çalışmalarına baktığımızda, çerçeveleme eğiliminin etkilerini daha kolay görebiliriz. Amerika Birleşik Devletleri'nde yapılan deneye göre 600 kişinin ölümüne neden olan bir hastalık senaryosu vardır. Çalışmaya katılan denekler iki ayrı gruba ayrılmıştır ve farklı senaryolarla ayrı sonuç doğuran sözü edilen hastalık açıklanmıştır. Varsayılan senaryolar şu şekildedir;

1. Grubun senaryosu: Hastalara A programı uygulandığında 200 kişi kurtuluyor. B programı uygulandığında ise 600 kişinin üçte biri, yani 200 kişi kurtuluyor. Herkesin ölme olasılığı üçte iki oluyor.
2. Grubun senaryosu: Hastalara C programı uygulandığında 400 kişi ölüyor. D programı uygulandığında ise hiç kimsenin ölmeme olasılığı üçte bir, herkesin ölme olasılığı ise üçte iki oluyor.

Bu iki senaryoda dikkat edilmesi gereken nokta; birinci senaryodaki denek grubuna aynı sorunu hayatta kalma çerçevesi ile bildirilirken, ikinci senaryodaki denek grubuna ölüm çerçevesi ile bildirilmiştir. Deneyin sonucu şaşkınlık yaratmıştır. İki senaryonun sonucunun aynı olmasına rağmen, 1. Grubun senaryosunda olan A programını tercih edenlerin oranı %72, B grubunu tercih edenlerin oranı %28'dir. 2. Grup dikkate alındığında, C programını tercih edenlerin oranı %22, D programını tercih edenlerin oranı %78'dir. Bu sonuçlardan anlaşılacağı üzere, olumlu çerçeveye sahip seçeneğin daha çok tercih edildiği gözlemlenmiştir (Sefil ve Çilingiroğlu, 2011, s. 256).

Görülmektedir ki, bireyler için olayların sonucu aynı olsa bile öğrenme yöntemleri, verecekleri tepkiler yönünden büyük önem arz etmektedir. Yakınlarımıza, arkadaşlarımıza olumsuz bir haberi aktarırken, sakın kalmaya çalışır ve durumu normalleştirmeye gayret gösteririz. Yani yakınlarımızın vereceği ani reaksiyonları aza indirmeye çalışırız. Günlük hayatta çerçeveleme eğilimi bu şekilde gözlemlenebildiği gibi finansal anlamda da çerçeveleme eğilimini gözlemleyebiliriz.

Yatırım kararı sürecine giren yatırımcıların da, piyasadaki haberleri öğrenme şekli, yatırım düşüncelerini oluşturma da önem arz etmektedir. Bu eğilim, genel olarak reklam ve pazarlama sektöründe kendini gösterir. Tüketicinin sahip olacağı faydalar aynı olmasına karşın, diğer etmenler aynı olduğunda, ilanın daha verimli ve olumlu yapıldığı bir ürün, daha çok tercih sebebi olabilmektedir.

4.2.1.8.Doğrulama Eğilimi

Yatırımcılardan bazıları önceden ya da hali hazırda çalışmış oldukları firmanın finansal tablolarına ve bilgilerine güvenip yatırımlarını o firmanın menkul kıymeti üzerine yoğunlaştırırlar. Yatırımcıların sahip oldukları bu eğilim doğrulama eğilimi ile açıklanmaktadır. Bireysel yatırımcılar, rasyonaliteden ve mantıklı bakış açısından uzaklaşarak, var olan riskleri ya da fırsatları göz ardı eder. Sahip olunması gereken görüş, gerçekçi bir davranış içinde kendi çalıştıkları firmanın kurallarına veya enformasyonlarına sahip olmanın da verdiği bir uygunlukla, firmanın olumlu olmayan olasılıklarını da değerlendirmeye tabi tutmak olmalı iken, doğrulama eğilimi kavramıyla aksiyon gösteren bireysel yatırımcı, firmayı sahiplenip, sadakat duygusunu artırıp, duygusal bağ içine girerek, gerçekleştirdiği yatırımların zarar getireceği gerçeğini kabullenmeyerek fırsatları kaçırmış olur. Böylece kendi kendine risk potansiyelini de artırmış olur (Pompian, 2006, s. 189).

Doğrulama eğilimine bir başka açıdan bakacak olursak, bireylerin bir konuyla ilgili elde ettikleri görüş doğru olmasa bile, bu düşüncelerinden kolaylıkla vazgeçememelerine sebebiyet vermektedir. Bununla beraber, psikolojik buluntular, bireylerin ilk hipotezlerine destek veren eklentiler olarak, yeni elde ettikleri bilgileri doğru yorumlayamama eğilimi içinde oluğunu göz önüne sermektedir. Kısacası, bireylerin bir konuyla görüşü, sonraki görüşlerinin de doğru olabileceği izlenimini doğurmaktadır. Doğrulama eğilimi ile tutuculuk eğilimi birbirine çok yakın iki kavramdır. Ancak belirgin farklılıkları da vardır. Tutuculuk eğiliminde birey, yeni elde ettiği bilgiler karşısında düşük reaksiyon gösterir ve vermesi gereken reaksiyonlarda da geç kalır. Doğrulama eğiliminde ise birey, sahip olduğu inançlarını kararları ile zıtlık gösteren bilgilere düşük reaksiyon vermektedir (Dave ve Wolfe, 2003, s. 7).

Bildiğimiz üzere, insanlar sadece günlük hayatlarında değil finansal hayatlarında da rasyonaliteden uzaklaşabilirler. Tercih ve kararlarımızı belirlerken bizim için daha önce anlamlı olan etkenleri göz önünde bulundurur ve geçmişteki doğrularımıza saplanabiliriz. Yatırımcılar da yatırım kararları sürecinde, önceleri fikirlerine önem verdikleri bir yatırımcının tercihlerini daha doğru bulabilir ve aynı doğrultuda yatırım kararlarını verebilir.

Bir başka yatırımcı ise, daha önceden çalıştığı veya iletişimde bulunduğu bir firmanın menkul kıymetlerine çoğunlukla yatırım yapmayı tercih edebilir. Böylece, yaptıkları yatırımların daha doğru ve daha güvende oldukları duygusuna kapılırlar.

4.2.1.9. Hevristikler

Bireyler doğaları gereği nesneleri ve düşünceleri sınıflandırmak isterler. İnsan doğasından anlam çıkartmak, karar alma sürecini daha kolay hale getirmek gibi eğilim içine girmektedirler. İnsanoğlu yaptığı sınıflandırmalara göre daha önce hiç karşılaşmadığı bir olgu ile yüzleştğinde, karşılaştığı yeni olguyu, yaklaşık anlamda en doğru sınıfa koymak ister. Gerçekleşen bu algısal durum, yeni edinilen bilgilerin aynı anda işlenmesini sağlayacak bir araç haline gelecektir (Pompian, 2006, s. 62).

Aranson hevristik tanımıyla ilgili çalışmalar yapmış ve ihtiyaç doğurabilecek açıklamaları aşağıda belirtmiştir (Aronson, 1992, s. 137);

- 1-Bireyin zihninin aşırı bilgi ile dolması, bilgiyi tam anlamıyla beyne işlemeyi zorlaştırır ve bu beyinsel yoğunluktan kurtulmak için insan hevristik kullanıma yönelir.
- 2-Bireyler alması gereken karar süreçlerinde, düşünmeye yeteri kadar zaman bulamayabilir ve bu durumda gerek hızlı davranmak ve düşünmek gerekse karar aşamasını kolayca geçebilmek için hevristikten faydalanma eğilimine girerler.
- 3-Bireyler için çok önemli olmayan ya da uygulanan kararların tek başına bir çabaya değil şansa bağlı olduğu vaziyetlerde hevristik kavramına önem verirler.
- 4-Bireyler karşı karşıya geldikleri bir problemde veya karar alma aşamasında bir konuda yeterince bilgi birikimi ya da tecrübe sahibi olmadıklarında hevristik kullanma eğilimine girerler.

Yapılan çalışmalar ve araştırmalar göstermektedir ki, insan zihni karışık ve zorlayıcı durumlarda, durumu kolaylaştırmak için hevristikler kullandığını gözler önüne sermektedir. Bu tarz kısayollar, insan beyninin yeni elde ettiği bilgileri büsbütün içselleştirmeden önce elde edilmiş bilgi düzeyi ve tecrübelerle bir araya getirerek durumu daha basit hali ile ortaya koymaya yarar. Bu durum, bir kaçış veya basit yoldan işleri çözme yoluna gitme isteğidir. Yukarıda sözünü ettiğimiz kısayollar sayesinde insan zihni elde ettiği yeni bilgileri sınıflara ayırır ve hızlı bir şekilde beyne alır. Hevristiklerin, insanlara zaman kazandırma ve bilgileri kolay yoldan sınıflara ayırma gibi faydaları mevcuttur. Ancak yine de bazı negatif sonuçlar da doğurabilir.

Bu negatif sonuçlar, beynin edinilen bilgiyi doğru analiz edememesi ve yanlış kararlar vermesidir. Ek olarak, insan konu ile alakalı olarak yeterince bilgi sahibine de sahip olamayacaktır (Nofsinger, 2001, s. 113).

Kahnemann ve Tversky'nin bu kavramla ilgili çalışmaları göstermektedir ki, karmaşık ve belirsiz olaylar ile ilgili tahminler yapılırken üç çeşit bilişsel kural mevcuttur. Bu iç bilişsel kural; temsiliyet, mevcudiyet, çıpalamadır. İnsanlar olayların ihtimali üzerine kararlar alırken, beyinde gerçekleşen frekansların tutarlılığı ve mevcudiyeti ile değerlendirme yapma yoluna giderler. Bireyler, olasılığa ya da olayın gerçekleşme sıklığı üzerine kararlar söz konusu olduğunda ise, kararları daha basit hale getirme adına sınırlı adette bilişsel kısayola başvurmaktadırlar. Bunlardan bir tanesi “Temsiliyet Kısayolu”dur. Bu kısayolda, esas konunun esas niteliklerini temsil eden unsurlar kararlaştırılır. Daha sonrasında birey temsiliyet derecesine uygun bir karar verir. Temsiliyet algısı kavramında beynin yönelimi, konunun esas özelliklerini ve konunun meydana gelme özelliklerini kıyaslayarak sonuç alma eğilimidir (Kahnemann ve Riepe, 1998, s. 52).

İnsanlar beyinlerinde bir konuyla alakalı bilgiyi daha fazla akılda tutabilmek ve daha sonrasında kolaylıkla anımsayabilmek için, uzun ve detayları olan bir meseleyi kendisine daha yakın hissettiği birkaç tane veriyi seçerek genel bütün kapsamında dağıtabilir. Seçim yapılan birkaç küçük bilgi esas konunun tamamını içine alacak biçimde olduğu için, bilgi beynimizde şekillendiğinde bütün konu da şekle girmiş olur. Bu durumu büyük olayları temsil eden küçük bilgiler olarak nitelendirebiliriz.

Olayın benzerliğine ya da olayın özel bir niteliğe yakınlığı olasılık tahmini ile mümkündür. Finansal bazda incelendiğinde, sözünü ettiğimiz kısayolların bireysel yatırımcılar tarafından faydalandığı görülmüştür. Yatırımcı, yatırım kararları verme aşamasında piyasadan edinilen bilgileri hevristik kavramı ile bağdaştırır ve buna göre değerlemeye tabi tutar, analiz yapar. Bütün bunları kısa sürede birleştirerek zihninde oluşturduğu kararı uygulamaya koyar. Genelde, bu kolay stratejiler zamandan kazanma ve beyinsel anlamda kolaylık sağlarken, birçok zaman insanları hataya da sürükleyebilmektedir. Edinilen bilginin yüzeysel algılanması ve verilen kararların tahminlere dayanarak alınması bireysel yatırımcının dikkat etmesi gereken detayları kaçırmasına neden olabileceği gibi tahminler üzerine verilen kararlarla birlikte çeşitli riskler meydana getirebileceği de inkar edilemez bir gerçektir.

Elde edilen bilgiye hakim olunması, olayların detaylı olarak incelenerek yorumlar yapılması ve verilen kararların doğuracak sonuçları tahmin etmekten öteye geçerek tecrübeler ve sayısal bilgilerle desteklenebilecek farklı kombinasyonlar meydana getirilmesi, daha uzun süreli bir süreç doğuruyor olsa bile çok daha karlı ve başarılı yatırım kararları alınmasına sebep olacaktır. Bir diğer yandan, sezgisel yanılsama olarak da bilinen bu yanılsılar görsel anlamda yanılsamalarla karşılaştırıldığında, daha zor vazgeçme durumunu doğurur (Kahnemann ve Riepe, 1998, s. 52).

İnsanlar için kısayolların anlamı, beyni daha az yoran ve daha kolay gözükten tercihlerdir. Yine de, bireyin olayı tamamıyla incelemesinin doğuracağı durumlar, daha zor ve üstesinden gelmenin çok daha karışık sonuçları ortaya çıkarabilir.

4.2.1.9.1. Temsiliyet Kısayolu

İnsan beyni, yaşadığı tecrübelerle mana yüklemek için düşünceleri sınıflandırma eğilimine doğuştan sahiptir. Yeni bilgi edinildiğinde, bireyin beyni, yeni uyarıları sınıflandırmaya tabi tutarlar ve yüzeysel bir yakınlaştırmaya tabi tutarlar. Tabi tutulan bu yakınlaştırma, yeni edinilen bilgilerin hangi sınıfa gireceğine karar verir. Yakınlaştırma durumu, yeni edinilen bilgilerin bundan sonrası için de aynı şekilde algılanmasına yol açacak bir anlayışın ve bakış açısının esaslarını ortaya çıkarmaya sebep olur. İstatistik biliminde yer alan sayılar kanununa göre, bir örneklemin ait olduğu ana kütle ile ilgili bilgi sağlayabilmesi için, örneklem genişliğinin yeterli seviyede olması gerekir. Diğer yandan, psikoloji bilimindeki küçük sayılar kanununa göre ise, insanlar örneklem genişliğini göz ardı ederek ana kütle ile ilgili bir fikre varabilmektedirler (Nofsinger, 2001, s. 83).

Bu konuyla ilgili olarak Kahnemann ve Tversky araştırmalarına göre, “Küçük Sayılar Kanunu” kavramıyla yapılan bu araştırmada sözü edilen nesne hileli olmayan madeni paradır. Araştırma ile ilgili yapılan çalışmanın ilk aşamasında deneklerin gözü önünde madeni para havaya üç defa atılmıştır. Üç atış da tura ile sonuçlanmıştır. Bu sonuçtan sonra deneklere madeni paranın dördüncü defa da hangi yüzeyinin geleceği sorusu yöneltilmiştir. Deneklerin çoğu, tekrar yazı cevabını vermişlerdir. Ancak olasılık kavramına göre madeni para kaçınıcı kez atılırsa atılsın veya daha öncesinde madeni paranın hangi yüzeyi gelirse gelsin madeni paranın yazı veya tura gelme olasılığı aynıdır. Ancak denekler önceden edindikleri izlenimler doğrultusunda durumdan bağımsız karar verememişlerdir. Kahnemann ve Tversky’nin bir başka çalışmasında ise temel oran yanılgısı ele alınmıştır.

Bu çalışma da mühendisler ve avukatlardan oluşan 100 kişiye, tesadüfen tercih edilen bir kişi ile ilgili bilgiler verilmiştir. Bilgiler aşağıdaki gibidir;

- Ahmet, 45 yaşındadır, evli, dört çocuk sahibidir,
- Tutucu, hırsı, dikkatlidir,
- Sosyal ve politik olaylarla ilgilenmez, bağımsızdır,
- Boş zamanlarında marangozluk yapar, deniz seyahatini tercih eder,
- Matematiksel bulmacaları sever.

Bu durumda denekler iki gruba ayrılmıştır. İlk grup 70 mühendis ve 30 avukattan oluşur. İkinci grup ise 70 avukat ve 30 mühendisten oluşmaktadır. İki gruba da, gruplardan birinden seçilen Ahmet Bey'in mesleğinin avukat mı mühendis mi olduğunu tahmin etmeleri söylenmiştir. Her iki grup da, Ahmet Bey'in mühendis olma ihtimalinin yüksek olduğunu, sahip olduğu özelliklerin mühendislerle örtüştüğünü belirtmişlerdir. Halbuki ikinci gruba verilen bilgilerde, ikinci gruptaki avukat mevcudu daha fazladır. Ahmet Bey'in avukat olma olasılığı da daha fazladır. Bu durum göstermektedir ki, deney grupları temel oranı dikkate almamışlardır. Bunun yerine, bu deney, genel anlamda kabul edilen bir meslek modelini kişinin özellikleri ile birleştirip buna göre karar aldıklarını ve bireylerin rastgele örnek ve durumlar hakkında bile kesin olarak sezgisel ön yargılara sahip olabileceğini kanıtlamıştır. Sezgisel ön yargı, ister tecrübeli olmayan kişiler olsun ister bilim adamları veya akademisyenler olsun her insanın karar verirken kararlarını etki altına alan ve araştırmalarında veya yatırımlarında kendilerini yanlışlara sürükleyen bir kavramdır. Tüm bu çalışmalar, insanların ana kütteden tercih edilen örneğin ana kütleli yüksek derecede temsil ettiğine ve ana kütle ile alakalı bir karara ulaşmak için tercih edilen örneğin uygun olduğunu benimsediklerini ortaya koymuştur. Sonuç olarak, bireylerin ana kütteden seçim yapılan iki örnek arasından genel kavramlara uygun olandan öte, beyinlerinde oluşturdukları modele en çok uyan modeli seçtikleri ortaya konulmuştur (Kahnemann ve Tversky, 1974, s. 1124).

4.2.1.9.2. Mevcudiyet Kısayolu

Kahnemann ve Tversky'nin mevcudiyet kısayolu üzerine de yaptığı önemli çalışmalar ve araştırmalar bulunmaktadır. Yaptıkları çalışmalara göre, mevcudiyet kısayolu, bireylerin bir olayın gerçekleşme olasılığı ya da sık olması ile alakalı karar almaları gerektiği durumlarda, konuyla alakalı hafızalarını zorlamaları ve hafızalarında yer alan bilgilerden faydalanmayı denemeleri durumudur.

Ancak beyinlerinde oluşan konuyla alakalı olarak herhangi bir bilgi oluşmuyorsa, olayın gerçekleşme olasılığı üzerine ya da sık yaşanmasına dair çok fazla bir ihtimal vermezler. Tam tersine, konuyla alakalı beyinlerinde kolaylıkla bir bilgi anımsanmışsa, olayın gerçekleşme olasılığına ya da sık gerçekleşme durumuna daha fazla ihtimal verirler. Tüm bu davranışlar, mevcudiyet kavramı altında birleşir. Mevcudiyet kısayolunun, temsiliyet kısayolu ile ortak noktaları yer almaktadır. Bunlardan birisi, mevcudiyet kısayolunun da bilişsel bir ön yargı ve zihinsel bir kısayol olmasıdır. Pompian'ın çalışmalarına göre, mevcudiyet kısayolu, insanların hayal etmekte zorlandıkları veya kavramakta zorlandıkları karışık ihtimallerden uzak durarak kendilerine daha çok şey hatırlatan, daha kolay anımsanabilir ihtimalleri seçme eğiliminden gelmektedir (Pompian, 2006, s. 88). Örneğin, yakın tarihte şehirlerden birinde yıkıcı bir depremin olduğunu düşünelim. Yaşanan depremden sonra, deprem sigortalarında artış olur. Yine yakın geçmişte, belirli bir şirkete ait bir uçağın kaza yaptığını düşünelim. Kaza sonucunda, havayolu şirketinin bilet satışlarında düşüş görülür. Oysa aynı şehirde tekrardan yıkıcı bir deprem olma ihtimali de, havayolu firmasına ait başka bir uçağın düşme ihtimali de yakın zaman dilimi açısından oldukça düşük gözükmemektedir (Thaler ve Sunstein, 1985, s.199).

Pompain'ın araştırmalarına göre, bireysel yatırımcıların davranışlarına etki eden mevcudiyet kısayolu dört grupta gösterilir (Pompian, 2006, s. 94);

1-Erişebilirlik: Yapılan çalışmalar ve araştırmalara göre, insanların ulaşabildikleri bilgilere daha fazla güvendiklerini ortaya çıkarmıştır. Bu inanç doğal olarak her zaman doğru sonuç vermez. Ancak bireysel yatırımcılar, zahmete girmemek adına, yatırım gerçekleştirecekleri, finansal araçlarını tercih ederken kapsamlı ve detaylı olarak araştırma yapmak yerine hakkında daha basit bilgi elde edebildikleri finansal araçlarla yatırım işlemlerini gerçekleştirirler.

2-Sınıflandırma: Temsiliyet kısayolu esası baz alındığında, insanlar edindikleri yeni bilgileri, geçmişte edindikleri göre sınıflama eğilimine girmektedirler. Mevcudiyet kısayolunda ise bu durum, insanların edindikleri yeni bilgileri nasıl sınıflandırdığı üzerine yoğunlaşarak açıklanmaktadır. Beynin sınıflandırma özelliğinden bahsetmek gerekirse, öncelikli olarak insan zihni, kaydedilen bilgilerle paralel olarak yeni elde edilecek bilgilerden ihtiyaç duyulacak olanları tercih eder, zihne yerleştirir ve bir arama programı oluşturur.

Daha önceden yüzleşmediği, hakkında bilgi edinmediği konularda, zihin arama programını geliştirmek zorunda kalacak ama bu karışık durumdan uzak durmak isteyerek genel bir sınıflandırmayı tercih edecektir. Finansal anlamda yatırımcılar, yatırımlarını gerçekleştirirken, genel anlamda zihinlerinde hazır olarak kategorilere ayırdıkları finansal araçlarını seçerek, henüz halihazırda kategorize etmedikleri finansal araçları göz önünde bulundurmayacaklardır.

3-Kısıtlı Deneyim Olanağı: İnsanlar gelecek ile ilgili objektif bir tahmin yapmak ister. Ancak tahmin etmek istedikleri konuyla ilgili yeterli bilgi ve tecrübeye sahip değillerse hatalı kararlar alma olasılıkları artar. Yatırımcılar, yatırım kararlarını verirlerken tecrübelerinden yararlanır. Ancak yeterli tecrübeye sahip değillerse yanlış yatırım kararları alma olasılıkları artar.

4-Yankılaşım: İnsanlar kendi düşünce ve bilgileri ile uyumluluk gösteren insanlarla karşılaştıklarında, o bireye kendini daha yakın hisseder. O bireyi kendinden daha bilgili görme eğilimine girer.

Mevcudiyet kısayoluna tesir eden iki faktör vardır. Bu faktörler; “aşinalık” ve “göze çarpma” dır. Bu iki faktörün insanlar üzerinde yarattığı etkiyi ölçmek adına bir çalışma yapılmıştır. Çalışmada denekler iki gruba ayrılmıştır. Erkek ve kadınların meydana getirdiği liste gösterilmiştir. Çalışmaya katılan deneklere bu listede hangi cinsiyete sahip kişilerin sayı olarak daha fazla olduğu sorulmuştur. Birinci gruptaki deneklere gösterilen listedeki kadınlar erkeklere oranla daha çok bilinen isimlerdir. İkinci gruptaki deneklere gösterilen listede erkekler kadınlara göre daha çok bilinen isimlerden oluşmaktadır. Listelerdeki kadın erkek sayısı eşittir.

Buna rağmen, denekler daha çok bilinen kadın isimlerinden oluşan listede kadın sayısının, daha çok bilinen erkek isimlerinden oluşan listede ise erkek sayısının daha fazla olduğunu söylemişlerdir.

Tversky ve Kahnemann araştırmalarında insanların farklı bilgilere çok dikkat ettiklerini belirtmişlerdir. Ancak insanların, bilgilerin geçerliliğine aynı derecede dikkat etmediklerini, bilgiyi olduğu gibi kabul ettiklerini de belirtmişlerdir. Ek olarak, insanların, edinilen bilginin olası değerini irdilemeden, araştırmadan güvenilir sonuçlar ortaya koyduklarını açıklamaktadırlar. Mevcudiyet eğilimine göre, kolayca anımsanan şeylerin daha fazla ve kabul edilebilir olduğu varsayılmaktadır.

Elde edinilen yeni bilginin, doğru ya da yanlış, güvenilir olup olmaması, güncelliğini koruyup korumaması çok fazla dikkate alınan etmenler değildir. Bireyler, inançlarıyla paralellik gösteren bilgilere çok fazla güvenmektedirler. Bunun yanı sıra, bireyler geçmişte edindikleri başarılarına katkılarını abartırlar. Başarılarına olan katkılarına, başarısızlıklarında verdikleri kararlara oranla daha fazla hatırlamaktadırlar. Bu eğilim türü, belirsizliğin hüküm sürdüğü piyasalarda daha fazla ortaya çıkmaktadır (Kahnemann ve Tversky, 1974, s. 1124).

Yatırım işlemlerini gerçekleştiren bir yatırımcı, zihninde canlandığı bir hisse senedinin kar veya zarar ettirme ihtimalini göz önüne almadan, o hisse senedinin beyinde yer ettiği alana göre karar alabilmektedir. Örnek vermek gerekirse; bir hisse senedi ile ilgili olarak zihninde bir çok bilgi yer alan bir bireysel yatırımcı, kısa ya da uzun vadeli riskleri göz önünde bulundurmadan, tercihini sözü edilen hisse senedinden yana kullanmakta ve farklı yatırım araçlarını kullanmayı kabul etmemektedir.

4.2.1.9.3. Çıpalama Kısayolu

Yukarıda da belirttiğimiz gibi, mevcudiyet hevrstiki, bir olayın meydana gelip gelmeyeceği olasılığını insan beyindeki mevcudiyetine göre değerlemeye tabi tutan yanıltıcı kestirme yollar olarak belirtilmişti.

İnsan zihninde mevcut olan bir olayın oluşma sıklığı ya da ihtimali kararlaştırılırken verimli ip uçları almakla birlikte, zaman zaman da ciddi gözüken tahmin yanlışlıklarına sebebiyet verebilmektedir. Yapılan çalışmalar ve araştırmalara göre, bireyler sistematik anlamda bazı bilgileri fazla önemsemezken, edindikleri bazı bilgilere de haddinden fazla tutunmaktadırlar. Bireylerin tutundukları bu yeni bilgiler aynı zamanda güncel bilgilerdir. Edindikleri bu bilgilere daha fazla güvenirler.

Bilgiye duydukları fazla ilgi yüzünden istatistiki bilgilere çok önem vermezler. Bireyler, olayların bitiş anına yönelik ihtimaller üzerine tahminler gerçekleştirirken, başlangıç noktasından hareket ederler. Yani başlangıçtaki değer üzerinden harekete geçerler. Başlangıç değeri kararlaştırılırken, sorunun formülleme yönteminden ya da kısmi olarak hesaplama yönteminden yararlanılır. Ancak bu yeterli değildir. Sorunun çözüme kavuşturulmasında etkin olduğundan dolayı kararın değerlendirilme sürecinde başlangıç değeri büyük öneme sahiptir (Döm, 2003, s. 48). Tahminler yapılırken, oluşturulan dayanak noktasının kolay hatırlanması ve farklılık göstermemesi gerekir çünkü karışık ve çeşitli dayanak noktaları sonucu da verilecek olan kararın sonucuna etki edecektir.

Bireyler tahmin yapma süreçlerinde dayanak noktası olarak ortalama rakamlar seçerler. Bu durumu Kahnemann ve Tversky bir çalışmayla ortaya koymuşlardır. Bu çalışmada, denekler iki gruba ayrılmıştır. Lise öğrencilerinden oluşur. Birinci deney grubuna “ $1 \times 2 \times 3 \times 4 \times 5 \times 6 \times 7 \times 8$ ” işlemi sorulmuş ve beş saniye içinde cevaplandırmaları istenmiştir. İkinci deney grubuna ise, “ $8 \times 7 \times 6 \times 5 \times 4 \times 3 \times 2 \times 1$ ” işlemi sorulmuş ve beş saniyede cevaplandırmaları istenmiştir. Sorulan sorunun doğru cevabı 40.320’dir. Birinci deney grubunun sonuca yönelik yaptığı tahminin ortalaması 512’dir. İkinci deney grubunun sonuca yönelik yaptığı tahminin ortalaması ise 2.250’dir. İki denek grubuna sorulan matematiksel işlem aynıdır. Rakamların yeri değiştirilmiştir. Ancak tahminler arasında azımsanmayacak derecede fark göze çarpmaktadır. Bu deney üzerinde yorum yapmak gerekirse, bireyler sonucunu bilmedikleri bilgilerle yüzleştiklerinde tahmin yürütmeleri gereken bir durum meydana gelirse, yaptıkları tahmini en başta seçmiş oldukları dayanak noktasından baz alarak yaparlar. Yani, dayanak noktası belirleyici bir rol üstlenir.

Yapılan deneye göre, deney grubu da doğru cevaptan çok uzakta kalmıştır. Bunun sebebi ise, soldan sağa doğru yapılan ve birinci deney grubuna küçük rakamlar en başta olacak biçimde verilen matematiksel sorudur. Daha net bir şekilde açıklamak gerekirse, denekler matematiksel işlemi çözerken küçük rakamlara odaklanarak yanlış karar vermişlerdir (Kahnemann ve Tversky, 1974, s. 1128).

Çıpalama kavramında, en başta edinilen tecrübelerle konu ile ilgili bilgiler elde edilir. Çıpanın mevcudiyeti, bilgi üzerinde etkinlik göstererek çıpaya benzeyen bilginin tercih edilmesine sebep olur. Bilgi alındıktan sonra bilgiyi birleştirme süreci başlar. Karar oluşturulur. Bu süreçte de çıpanın varlığı bilgiyi birleştirme sürecine tesir edebilir çünkü çıpanın gösterdiği etki ile çıpaya en uygun olan bilgi seçilir. Sürecin son adımı ise cevabı oluşturmaktır. Bu aşamada karar santimetre gibi içsel olmayan belirli bir ölçüm değeriyle belirtilir (Karan, 2001, s. 95).

Menkul kıymet yatırımcıları açısından çıpalama etkisi değerlendirildiğinde, bireysel yatırımcıların yatırım gerçekleştirecekleri sermaye değeri ile yatırımlarını gerçekleştirdikten sonra meydana gelen sermaye değeri arasında uyarlama yoluna başvurdıkları gözlemlenmektedir. Yapılan çalışmalar, bu uyarlamanın kesin olarak doğru sonuca ulaştıramayacağını ve yanlışlara sebebiyet verebileceğini ortaya koymaktadır.

Daha net bir ifadeyle, bireysel yatırımcılar yatırım yapmaya başladığı sermaye miktarına bağlılık gösterip tutunurlar. Herhangi bir durumla karşılaştıklarında belirlenen başlangıç miktarına odaklanırlar. Ortaya çıkabilecek trend hareketlerini göz ardı ederler.

4.2.2. Duygusal Eğilimler

4.2.2.1. Pişmanlıktan Kaçınma Eğilimi

Pişmanlıktan kaçınma eğilimi gösteren bireyler, verdikleri veya verecekleri kararların sonuçlarından korkar ve çekinirler. Fazla risk almaktan kaçınırlar çünkü bu eğilimde olan bireysel yatırımcılar, hangi karara varırlarsa varsınlar optimal seviyeden daha az kazanç elde edeceklerini ya da zarara uğrayacaklarını düşünürler. Sonuç olarak da, bu etki altına girmiş olan bireysel yatırımcılar, hatalı kararlar verme sonucunda doğabilecek pişmanlık duygusunu engelleme yoluna giderler (Pompian, 2006, s. 227). Bireysel yatırımcılar zarara uğrayan pozisyonlardan ve yanlışlarını görmekten kaçınmak adına portföylerindeki yatırımları uzun süre elde tutmayı denerler. Ancak bireysel yatırımcılar, kendilerine kar getiren menkul kıymetlerini uzun vadede ellerinde tutmayıp vaktinden önce satma eğilimine de girerler. Bunun sebebi, verdikleri kararın sonucu ile gurur duyma hissini yaşamaktır.

Çünkü kar eden yatırımlarını daha fazla elde tuttuklarında zarara uğrayacaklarını düşünürler ve gurur hissini kaybedeceklerine inanırlar. Bu durumun aksini düşündüğümüzde ise, bireysel yatırımcılar kendilerini zarara uğratan yatırımlarını uzun vadede elde tutmayı tercih ederler. Bunun sebebi ise pişmanlık duygusundan kaçınma eğilimidir. Zarar getiren yatırımlarını ellerinde tuttuklarında, uzun vadede zararın tersine dönüp kar elde edebileceklerini düşünürler. Örnek vermek gerekirse, bir bireysel yatırımcının, farklı sebeplerle elindeki iki hisse senedinden biri için satış kararı verdiğini varsayalım. Bireysel yatırımcı satın aldığından itibaren %25 kazandırmış olan A hisse senedini mi satacak? Yoksa satış işlemi gerçekleştirdiğinden beri %25 zarara uğratmış olan B hisse senedini mi satacak? Bireysel yatırımcımız %25 kar getiren hisse senedini satış işlemi uyguladığında kazancını garanti altına alacak ve gurur hissini yaşayacaktır. Eğer B hisse senedini satacak olursa da %25 zararını garanti etmiş olacak ve pişmanlık duyacaktır. Bundan dolayı, yatırımcımız B hisse senedini elinde tutma yoluna gider. B hisse senedinin fiyatının yükselmesini bekler. Yine bu örnekle paralel olarak, bazı yatırımcılar kendilerini zarara uğratan hisse senetlerini satmak yerine, maliyet düşürmek adına, hisse fiyatı düştükçe alım yapmaya devam etmektedir. Böylece pişmanlıktan kaçınma eğilimlerini ortaya koymaktadırlar.

Bu duygu yatırımcıyı hem alım işleminden önce hem de satış işleminden önce oldukça fazla etkilemektedir. Bu durumu bir başla örnekle açıklamak gerekirse, bir birey sayısal loto oynarken her defasında aynı altı rakamı tercih etmiş olsun. Bireyin tercih ettiği rakamlar, uzun zaman süresince kazandırmazsa, kişi önceden tercih ettiği rakamları oynamaktan cayabilir. Ancak birey karar vermeden önce, daha önceden oynadığı rakamlara ikramiye çıkması ihtimalini tekrar düşünür. Pişman olmaktan kaçınma eğilimine girer ve tercih ettiği rakamları değiştirmez (Karan, 2001, s. 180).

Bir yatırımcının yatırım yapmayı planladığı, ancak henüz elde edemediği bir varlığın değerinin artış göstermesi yatırımcıyı üzer ve pişman olmasını sağlar. Yatırım yapacak olan bireysel yatırımcı piyasa değerlendirmesi yapacak ve yapılan yatırımları değerlendirmek için inceleme altına alacaktır. Tüm incelemelerin sonucunda, bireysel yatırımcı zarara uğratan yatırımlara yönelmez, kazandıran yatırımlara yönelip alım işlemi yapmak ister. Bunun sonucunda, istediği durum meydana gelmez ise pişmanlık duygusunu yaşar (Kahnemann ve Tversky, 1974, s. 266).

Yatırımcılar, kendisini zarara uğratan bir hisse senedini elinde tutmaya devam edebilir. Bundan dolayı hata yaptıklarını kabullenmezler. Sonucunda da kendilerini üzme eğilimine girmezler. Çünkü pişmanlıktan kaçınma eğilimi altına girmişlerdir ve görmezden geldikleri bu hatanın kendilerine avantaj sağlayacaklarını düşünürler. Pişmanlık duygusundan kaçınarak durumu tersine çevireceklerine inanırlar.

4.2.2.2.Belirsizlikten Kaçınma Eğilimi

Bireysel yatırımcılar varlıklara yatırımlarını gerçekleştirirken riskli durumlar için yüksek miktarda telafi etme isteğine kendilerini sokabilirler. Yatırımcıların içinde bulundukları bu durum, belirsizlikten kaçınma eğilimi ile açıklanır. Bireysel yatırımcılar, kendilerini garanti altına aldıkları yatırımları portföylerinde tutmak isterler (Elmas, 2010, s. 85). Daniel Ellsberg'in belirsizlikten kaçınma eğilimi kavramı üzerine çeşitli çalışmaları vardır. Ellsberg'e göre, belirsizlikten kaçınma eğilimi gösteren insanlar, bilinmeyen ihtimallerden çok, bilinen ihtimallere dayanarak yatırım işlemlerini gerçekleştirirler. Ellsberg'in bu konuya dair yaptığı çalışmalarda, çeşitli denek gruplarından faydalanılmıştır. Yaptığı çalışmalardan birinde, deneklere içlerinde 100'er top bulunan iki farklı kavanozdan birer top çekildiğinde, çekilen topın kırmızı ya da mavi gelme ihtimalleri üzerine iddiaya girmeleri söylenmiştir.

Ek olarak, deneklere kavanozda her iki renk toptan 50’şer adet olduğu bilgisi verilmiştir. Ancak ikinci kavanozla ilgili herhangi bir bilgilendirme yapılmamıştır. Deneklerin seçim yaparken temel alacakları herhangi bir bilgi yoktur. Ancak yine de, denekler ikinci kavanozdan top çekmeyi tercih etmemişlerdir. Bunun sebebi ise, bireylerin ihtimallerin sayısal anlamda ifade edilmesi, o kavanozun daha tercih edilebilir gerçeğini ortaya koymuştur. Sayısal bilgi verilmeyen kavanoz ise denekler için belirsizlik içerdiğinden tercih edilmemiştir. Sonuca yöneldiğimizde, bireyler tahmin edemedikleri olaylardan uzak durmak isterler (Ellsberg, 1995, s. 645).

Ellsberg’in çalışmalarından sonra, Fox ve Tversky durumu daha karışık görmüşlerdir. Böylece Fox ve Tversky tarafından belirsizlikten kaçınma eğilimi daha detaylı ele alınmıştır. Fox ve Tversky’e göre, yaptıkları çoğu deneyin sonucunda belirsizlik etmeni altında karar verirken denekler sadece belirsizlik durumundan değil, belirsizliğin göstermiş olduğu kaynağın altında yatan faktörlerden de etkilenmektedirler. Bu etkilenişi, “Mukayese Belirsizlik Hipotezi” ismini verdikleri yeni bir başlıkla açıklarlar. İki olay karşılaştırıldığında, daha az gözüken belirsiz durumlardan veya konu ile ilgili daha çok bilgi sahibi olan bireylerden kaynaklanan belirsizlikten kaçınmayı açıklamaktadırlar (Kahnemann ve Tversky, 1974, s. 586).

Pompian’ın çalışmalarına göre ise, belirsizlikten kaçınma eğilimi gösteren bireylerde aşağıda açıklanan davranışlar görülmektedir (Pompian, 2006, s. 129);

1-Belirsizlikten kaçınma eğilimine girmiş olan bireysel yatırımcılar, tahmini zarara uğratma ihtimali önceden bilinen ve muhtemel kazanma ihtimali daha güvenilir olan yatırım araçları daha çok seçme eğilimindedirler. Bu faktör, bireysel yatırımcıların yatırımlarını gerçekleştirirken karar aşamalarında daha titiz davranmalarına sebebiyet verecektir.

2-Belirsizlikten kaçınma eğilimine girmiş olan bireysel yatırımcılar, daha çok bilgi sahibi olduğu yatırım araçlarıyla yatırım yapmak istediklerinden yaşadıkları ülkelerdeki yatırım seçeneklerine yöneleceklerdir. Bunun sebebi ise, kendi ülkelerindeki yatırım araçlarına daha hakimdirler. Ek olarak, bireysel yatırımcı, yatırım seçenekleri çerçevesini daha aza indirgeyerek kendi yaşadıkları coğrafyada ya da kendilerine daha az mesafede olan coğrafyalarda bulunan yatırım seçeneklerine yönelirler.

3-Belirsizlikten kaçınma eğilimine girmiş olan bireysel yatırımcılar, çalıştıkları şirketin hisse senetlerine daha hakimdirler.

Diğer taraftan başka şirketin hisse senetleri hakkında daha az bilgi sahibidirler. Bu yüzden bu hisse senetlerini daha belirsiz olarak değerlendirirler. Bu yüzden, bu hisse senetlerine, yani çalışmadıkları firmanın hisse senedine yatırım yapmaktan uzak dururlar.

4-Belirsizlikten kaçınma eğiliminin uzantılarından biri de yetkinlik etkisidir. Yatırımcı, kendi yaşadığı ülkeden daha fazla bilgi sahibi olduğu finansal araçlarla yatırımlarını gerçekleştirse bile, yetkinlik onu tamamen risklerden uzak tutmaz. Yatırımcı yine belirsizliklerle yüzleşmek durumundadır.

Belirsizlikten kaçınma eğilimi üzerine birçok araştırma ve çalışma yapılmıştır. Bu çalışmalarda, insanların hakkında daha fazla bilgi edindikleri finansal araçları seçtiğine ve kendi çalışmakta oldukları firmaların finansal araçları hakkında daha fazla bilgi elde ettiklerinden dolayı, başka firmaların finansal araçları yerine kendi çalıştıkları firmanın finansal araçlarını seçtiklerinden bahsetmiştik. Günlük hayattan bir örnek verecek olursak; bireyler kendi yaşamakta oldukları şehrin futbol takımına, diğer takımlara göre daha fazla aşına olabilmektedir, daha fazla sempati duyabilmektedirler. Bundan dolayı da kendi şehirlerinin takımını daha fazla desteklemektedirler. Finansal anlama gelecek olursak, bu tür duyguyla yatırımlarını gerçekleştiren bir bireysel yatırımcı olumsuz sonuçlarla yüzleşebilir. Sadece aşına olduğu için tercih ettiği yatırım aracı, esasen diğer yatırım araçlarından daha fazla risk teşkil edebilir ve daha az getiri olanağı sağlayabilir (Nofsinger, 2001, s. 117).

Belirsizlikten kaçınma eğilimi içinde olan bireysel yatırımcılar, bu eğilim içinde zarara uğrayabilirler. Bireysel yatırımcıların bu eğilimden dolayı zarara uğramamaları için, portföylerini çeşitlendirme ve farklılaştırma yoluna gitmelidirler.

İyi çeşitlendirilmiş bir portföy kaybetme riskini de aza indirir. Yatırımcılar, sadece yaşadıkları bölgede değil diğer ülkelerde de yatırımlarını gerçekleştirmelidir. Bir başka şekilde yaklaşacak olursak, kişi sadece kendi çalıştığı firmaya ya da sektöre yatırım yapmamalı, diğer firma ve sektörlerle de yönelmelidir (Moore ve Cain, 2007, s. 59).

Bireyler, doğaları gereği gerek finansal yatırımlarında gerek günlük hayatlarında belirsizlikten kaçınmayı tercih ederler. Bu durum bazen olumlu sonuçlanır bazen de olumsuz neticeler verir.

Aynı faktörlere sahip şartların olduğu durumlarda bile, bireylerin daha belirgin olan seçeneklere yöneldikleri örneklerle gösterilmiştir.

Örneklerde görüldüğü gibi, bu durum finansal çerçevede portföy çeşitliliğini negatif anlamda etkilerken, bireysel yatırımcıların aklında riskten uzak durulmuş fikrini algılayabilir. Buna rağmen, belirsizlikten kaçınma eğiliminde olan bireysel yatırımcıların, yatırım kararları alma sürecinde daha tedbirli olmaları gerektiği sonucuna varılabilir.

4.2.2.3.Kayıptan Kaçınma Eğilimi

Yatırımcıların genellikle herhangi bir yatırımı zararına satmak istememeleri durumu inkar edilemez bir gerçektir. Yaptıkları yatırımlardan kar elde etmek ve satın aldıkları bedelin üzerinden satış işlemi yapmak isterler. Yatırımcılar bir kısmı kayıplarını telafi etme eğilimindedirler. Bu tür yatırımcılar, riski seven yatırımcılar olarak algılanır. Kayıptan kaçınma eğilimine giren bireysel yatırımcılar, zarara uğradıkları yatırımlar için hemen satış işlemi başlatma yolunu seçmezler. Zarar getiren yatırımlarını uzun vadede ellerinde tutarlar. Bu davranış türü, zaman zaman zarar getirmesine sebebiyet veren, telafi etme kavramı içinde nitelendirilir (Elmas, 2010, s. 99).

Bireylerin kayıptan kaçınma eğiliminin ölçüsü, insanların kayıp ve kazançlarını kendi akıllarında nasıl hesap ettikleri ile alakalıdır. Bireysel yatırımcılar, elde ettikleri kardan sonra zarara uğruyor iseler, içinde bulundukları üzüntü hali, artarda kayıp yaşadıklarında hissettikleri üzüntü duygusuna oranla daha azdır çünkü yatırımcı yatırımlarından birinde zarara uğrasa bile bir önceki seferde elde ettiği karı düşünür. Böylece kaybın neden olduğu üzüntü hafifler (Barberis, Shleifer ve Vishny, 1998, s. 310).

Kahnemann ve Tversky'nin kayıptan kaçınma eğilimi üzerine yaptığı çalışmalar ve araştırmalar mevcuttur. Yaptıkları çalışmalardan birinde, deneye katılan deneklere iki seçenek verilmiştir. Seçeneklerden biri tercih edilecektir. Birinci seçenekte, katılımcılara 7.500 dolar kesin kayba katlanacakları bilgisi verilmiştir.

İkinci seçenekte ise, %75 ihtimalle 10.000 dolar kayba uğramak ile %25 ihtimalle 10.000 dolar kazanç sağlama bilgisi verilmiştir. Birinci seçenek, deneklere kaybetme sunmaktadır. İkinci seçenek ise deneklere kazanma istimalini sunar. Her iki seçenekte de kayıp veya kazançlar eşit miktardadır. Ancak kayıptan kaçınma eğiliminde olan denekler çoğu ikinci seçeneği seçmişlerdir (Yörükoğlu, 2007, s. 155).

Kayıptan kaçınma eğilimine giren yatırımcılar, zarara uğradıkları yatırımlarını portföylerinde tutmaya devam edebilirler.

Bu durum, düşük ihtimalle de olsa kar edene kadar devam edebilmektedir. Bunun sonucunda bireysel yatırımcılar, zaman içinde daha çok kar elde etme olasılığını göz ardı edecekler ve kayıp yaşamadıkları hissine kapılacaklardır.

4.2.2.4.Kumarbaz Yanılgısı

Bazı olayların gerçekleşme ihtimali yüzde yüzdür, bazı olayların gerçekleşme ihtimali yüzde elli. Bazı olaylar ise tesadüf eseri gerçekleşir, şans faktörü etkindir. Sözü edilen ikinci durumun, tahmin edilebilme yanılgısı kumarbaz yanılgısı olarak açıklanmaktadır. Örneğin, artarda beş kez atılan bir zarda her defasında çift sayı gelebilir. Böylece zarı atan kişi altını denemesinde tek sayıyı yakalayacağını düşünür. Ancak zar kaç defa atılırsa atılsın çift ve tek gelme olasılıkları aynıdır. Bu olgu, sadece kumar oynayan insanlarda değil, günlük hayatta olasılık gerektiren bütün olaylarda karşılaşılabilmektedir. Bireysel yatırımcılar da yatırım işlemlerini gerçekleştirirken bu yanlışla karşılaşabilmektedirler. Örnek vermek gerekirse, yatırımcı, uzun zamandır yükseliş trendinde olan hisse senedinin, düşüş trendine geçeceği algısına kapılabilir (Kaderli ve Demir, 2008, s. 67).

Kumarbaz yanılgısı bazı durumlarda genel eğilimin tersine de dönebilmektedir. Bu durum, insanların uyumlu olmayan tahminlere yönelmesiyle meydana gelir. Kumarbaz yanılgısı, durağan bir durumda aritmetik ortalamaya normalden fazla inanmak olarak da göz önünde tutulabilir. Durağan bir durumda aritmetik ortalama, birçok bireysel sistemde kendini göstermektedir. Aritmetik ortalama bazen yanlış anlamalara da sebebiyet verebilmektedir. Bundan dolayı, ortalamalar yasası doğrultusunda, bir alttaki eğilim tarafından takip edilme zorunluluğu ortaya çıktığı varsayılmaktadır (Yalçınar, 2012, s. 18).

Kumarbaz yanılgısı eğilimi kesinlik içermez. Ancak yine de zihnimizi gelişen olayları tekrarlanabilir algısına iter. Bir olayın aksinin yaşanma olasılığı aynı olsa bile, daha çok yaşanılabilir olarak algılanmaktadır.

Bu algı, ekonomik anlamda, yatırımcıların kesin suretle doğru olduğuna inandığı ancak esasen hatalı olan bilgilerle yatırım kararı vermelerine sebep olabilmektedir.

4.2.2.5.Öz Kontrol Eğilimi

Thaler ve Sefrin'e göre, bireyler yoldan çıkmaya eğilimlidirler. Bu yüzden, kendilerini kontrol altında tutmaları için çeşitli yollara başvurmaları gerekir. İnsanlar yatırımlarını kendi zihinlerinde iki gruba ayırır.

İlk grupta, sermaye için ayrılması gerekenler yer alır. İkinci grupta ise, genel giderler yer alır. Böylece, yatırımcılar ölçsüz ve gereksiz yatırım yapma isteklerinin önüne geçerler (Karan, 2001, s. 698).

Eğer bireysel yatırımcılar, kısa vadeli kazançların verdiği tatmin hissi ile uzun vadeli kazanç arasında kalıyorsa öz kontrol eğiliminin etkisi altında kalmışlardır demektir. Bu iki çeşitli kararsızlık, sarı şapkayı mı seçmeliyim yoksa mavi şapkayı mı seçmeliyim gibi bir kararsızlık durumu ile alakalı değildir. Karşılaşılan bu iki farklı durumdan birinin seçilebilmesi için, karşılaştırılma yapıldığında karşılaşılan durumlardan birinin daha avantajlı ve cazip gelmesi gerekir. Günlük hayatta da tahmin edileceği üzere, insanlar düşük standartları değil her zaman yüksek standartları tercih etmek isterler. İnsanların amacı, bu tercihi yaparken kendilerini olduğundan fazla zorlamak değildir. İnsanlar yüksek standartlara ulaşabilmek için her zaman tasarruf ederler, riskten kaçınırlar. Ancak davranışsal hayat döngüsü hipotezine göre, refah üç gruba ayrılır; mevcut gelir, mevcut varlıklar, gelecekteki gelir. Bu hipoteze göre, harcamanın çekici geldiği nokta mevcut gelir için en yüksek ve gelecekteki gelir için de en aşağı seviyelerdedir.

Öz kontrol eğilimine giren insanlar aşağıda belirtilen yanlışlara düşebilir (Tufan, 2006, s. 128);

1-Öz kontrol eğilimine girmiş bireysel yatırımcılar, gelecek için kenarda tutması gereken tasarruflarını, bir anda harcama yanlışını yapabilirler. Bu davranış, bireysel yatırımcının sahip olduğu tasarruflarının azalmasına sebep olup, gelecekle alakalı yapmak istediği hedeflerinden uzaklaşmasına neden olabilir. Bu olayın vermiş olduğu rahatsızlıktan uzak durmak isteyen ve kaybettiği tasarruflarını tekrar yerine koyma gayreti içerisine giren yatırımcı, normalden daha fazla riske girecek ve belki de içinden bulunduğu kötü durumdan daha da kötü bir durumla yüzleşmek zorunda kalabilecektir.

2-Öz kontrol eğilimine girmiş bireysel yatırımcılar, emeklilik ile yapmış olduğu planlamalarda başarısızlık yaşayabilir. Yani emekli olma ihtimalleri ile ilgili olarak riske girebilirler. Yapılan çalışmalara göre, emeklilik planı yapan bireysel yatırımcılar, emeklilik planı yapmayan yatırımcılarla karşılaştırıldıklarında daha güvenli bir şekilde emeklilik hakkına kavuştukları görülmüştür.

Ek olarak, bu yatırımcılar, yine emeklilik planı yapan bireylerle karşılaştırıldıklarında, ortaklık hakkı veren hisse senetlerine daha az sayıda yatırım gerçekleştirdikleri sonucuna ulaşılmıştır.

3-Öz kontrol eğilimine girmiş bireysel yatırımcılar, sahip oldukları varlıkları tutarsız bir şekilde harcayabilir. Örnek vermek gerekirse, bazı insanlar anlık kazançlara odaklanır, kısa vadede kar getiren yatırımlara yönelir. Bu türde davranış biçimi, bireyin zararlarla karşılaşmasına yol açabilir. Bunun sebebi olarak, çok sayıda kazanç sağlayan yatırımlardan oluşan portföyün, enflasyona ayak uyduramaması sonucu, uzun vadede beklenenden çok fazla zarar getirmesi gösterilebilir.

4-Öz kontrol eğilimine girmiş bireysel yatırımcılar, tercih ettiği yatırım aracının enflasyon karşısındaki kırılganlığını görüp önlem alma, gelişen finansal ortamın ortaya çıkardığı dalgalanmaları takibe alma gibi dikkat unsuru gerektiren durumlarda yetersiz gözükebilirler.

4.2.3. Sosyal Eğilimler

4.2.3.1.Sürü Davranışı

Çoğu yatırımcı kendi elde ettikleri bilgilerle ve edindikleri tecrübelerle hareket etmeyip, başkalarının bilgi ve birikimlerine güvenir. Bu tür davranış biçimleri piyasalarda sürü davranış olarak nitelendirilir. Ekonomik krizin görüldüğü bir çok piyasada yanlış karar verme potansiyeli artış gösterir. Bu yüzden sürü davranışı, bu tip piyasalarda istenmeyen ve olumsuz bir davranış biçimi görülmektedir. Bireysel yatırımcı, sezgisel manada, kendinden başka bireysel yatırımcıların verdikleri yatırım kararlarını bilmeden yatırım yapma yoluna giderse, daha sonra diğer bireysel yatırımcıların o tarz yatırım yapmayacaklarını karar verdikleri bilgisini de elde ederse ve o yatırımı gerçekleştirmekten vazgeçerse, diğer yatırımcıları takip ederek sürü psikolojisine girmiş olur. Bunun tersini düşünürsek, kendinden başka bireysel yatırımcıların yatırım kararı alması bireyin yatırım yapmasına neden oluyorsa, yine sürü davranışı psikolojisine girmiş olur.

Eğer yatırımcı kendi karını maksimum noktaya ulaştırmak istiyorsa, diğer yatırımcıları takip ederek kararını değiştirir, diğer yatırımcıların kendinden fazla bilgiye sahip olduğunu düşünür ve bu bilgidan faydalanmak ister. Ek olarak, kişi yaptığı yatırımdan sonra pişmanlık duygusunu yaşamak istemez (Döm, 2003, s. 134).

Bu davranış biçiminde dikkat edilmesi gereken esas nokta ise şudur ki, bireylerin psikolojik ön yargıları artar. Böylece, verdikleri kararların uygun analiz teknikleri, bilgi birikimleri ve tecrübelerden çıkarılacak dersler açısından sürü duygusuna kapılırlar.

Bir başka etmen ise, yatırım kaybeden bir yatırım aracı tercih edildiğinde, önceden yaşanan pişmanlık duygusu, diğer bireysel yatırımcıların da aynı yanlış kararı verdiklerinin öğrenilmesiyle hafiflik gösterir. Bunun sebebi ise, yatırımcı, psikolojik anlamda kendini yanlış karar veren birey olarak hissetmez. Hataları da kendine atfetmez ya da atfetme duygusunu da daha az hisseder (Nofsinger, 2001, s. 104).

Bilinmelidir ki, bazı finansal kurumlar uzun süreler boyunca sürü psikolojisine göre hareket etmişlerdir. Bu kurumlar, yarat-dağıt modelini benimsemişlerdir. Şirketler, yarat-dağıt modeli nedeniyle yapısal anlamda zayıf ve kırılgan bir hale bürünmüşler ve düşük fiyatlı ürünlerini satışa koymuşlardır. Küresel finansal kriz başladığında ise, sürü psikolojisi eğiliminde olan şirketlerin çoğu iflas etmiş ve bu durumun en büyük sebeplerinden biri de sürü psikolojisi içinde olan şirketlerin risk unsurlarını göz ardı etmesi olarak gösterilmiştir. Kredi değerlendirme kurumları bile bu risklerin değerlemesini ve modellemesini yeterince sağlıklı yerine getirememişlerdir (Otluoğlu, 2009, s. 63).

Sürü davranışı, rasyonel sürü davranışı ve irrasyonel sürü davranışı olarak iki gruba bölünür. Rasyonel sürü davranışının ana sebebi, temsil sorunlarıdır. Şirket yöneticilerinin kendi çıkarlarını koruma altına almak adına kendi edindikleri bilgiler yerine, diğer şirket yöneticilerini taklit etme yoluna gitmeleri rasyonel sürü davranışına örnek olarak gösterilebilir. İrrasyonel sürü davranışını açıklamak gerekirse, bu davranış biçimi genel olarak yatırımcılarından psikolojisinden dolayı ortaya çıkmaktadır. Yani, bireysel yatırımcılar kendi inanışları, doğruları, bilgi birikimleri ve edindikleri tecrübeleri baz alarak değil, diğer yatırımcıların edindikleri etmenlere güvenerek onların davranış biçimlerini kendilerine model olarak hareket etmektedirler (Otluoğlu, 2009, s. 69).

Kendi ülkemizi sosyal ve ekonomik anlamda geliştirmek adına her birey, yenilikçi, akılcı kararlar vermek zorundadır. Böylelikle yeni olarak ortaya sürülen her fikir bizi bir adım ileri götürecektir. Fakat sürü davranışına kapılan bireyler bizlere yeni fikirler kazandıramaz ve yanlış bilgilerin de çoğalmasına sebep olur. Çoğunluğun yaptığı yanlışları yaparak edinilen rahatlama duygusu, tek başına alınan kararlardan sonra hissedilen rahatlama duygusuyla karşılaştırıldığında, çoğunluğa uyarak edinilen rahatlama duygusunu önem arz etmemektedir.

4.2.3.2.Bilgi Çağlayanı

Günümüzde, maalesef insanlar kendi bilgileri yerine başkalarının bilgilerine güvenmektedirler.

İnsanların sahip oldukları kendi bilgi birikimi, yine kendilerini önemli bir yere taşıyacak olsa bile, başka bireylerden alınan bilgilerle hata yapma eğilimine girilebilmektedir. Bu durum piyasalarda, ekonomik durumdan bağımsızlık göstererek dalgalanmalar şeklinde kendini gösterir. Yatırımcılar, piyasada meydana gelen bu dalgalanmaların sebebini, kendilerinin elde etmedikleri bilgileri elde eden bireysel yatırımcıların alım-satım işlemlerinin ortaya çıkardığı dalgalanmalar olarak görürler. Bu nedenle kendileri de alım-satım işlemine katılırlar. Bu şekildeki davranış biçimi, piyasalardaki dalgalanmaların devam etmesine neden olur. Piyasalarda fark edilen yeni dalgalanmalarla birlikte, bu dalgalanmaya yeni yatırımcılar da katılım gösterir. Bir bakıma, bilgi bakımı çağlayan haline gelmiş olur. Yeni katılım gösteren bireysel yatırımcılarla birlikte, dalgalanma yeni çağlayanlar olarak kendini gösterir. Buradan yola çıkarak, dalgalanma hareketine sebep olan etmen yatırımcıların kendi tercihleri değil, diğer yatırımcıların etkisidir (Böyükaslan, 2012, s. 121-122).

Bikhcdandami, Hirshleifer ve Welch 1992 yılında bilgi çağlayanı kavramıyla ilgili bir çalışma yapmışlardır. Yaptıkları araştırmada, bireysel yatırımcıların, yatırım kararlarını alırken sadece kendi edindikleri bilgi birikimlerini değerlendirmekten ziyade, diğer yatırımcıların davranış şekillerini de dikkate aldıkları gözlemlenmiştir. Dolayısıyla, yatırımcılar karar aşamalarında diğer yatırımcıların da sahip oldukları bilgi birikimlerini kullanmıştır. Yatırımcılar, yatırım aşamalarında bazen kendi bilgi birikimlerini göz ardı eder. Kendilerinden önce yatırım kararı uygulayan yatırımcıların bilgi birikimlerine daha çok güvenirler ve bu kararları taklit etme yoluna giderler. Bilgi çağlayanı kavramını aşamalarla belirtmek gerekirse (Ertan, 2007, s. 48-49);

1. Aşama: Bir yatırımın fiyatı, herhangi bir ekonomik olayla ya da krizle açıklanamayacak biçimde dalgalanma hareketi içine girer.
2. Aşama: Bireysel yatırımcılar bu dalgalanma hareketlerinin sebebini, diğer yatırımcıların kendilerinde olmayan bilgi birikimlerini kullandıklarından ve diğer yatırımcıların alım-satım işlemlerinden kaynaklandığı fikrine kapılırlar.
3. Aşama: Bu fikirler doğrultusunda, alım-satım işlemi gerçekleştirirler. Bu davranış şekli piyasadaki dalgalanma hareketinin devam etmesine neden olur.

4. Aşama: Bu yeni dalgalanma hareketi o süreye kadar çağlayan etkisine girmemiş olan başka yatırımcıların da dikkatini çekmiş olur. Yatırımcılar, dalganın devamlı olacağı hissine kapılır.

Sonuçta, çağlayan etkisine katılan yeni bireysel yatırımcılarla piyasadaki fiyatların artması veya azalması bir süre daha devam etmiş olur. Çağlayan etkisine en başlarda katılan yatırımcıların kar etme garantisi oluşmayacağına göre, bu durum risklidir. Piyasada meydana gelen anomalilere ve dalgalanmalara neden olan bu faktörün, aslında tam olarak geçerli bir açıklaması olmamaktadır.



BEŞİNCİ BÖLÜM

5. DAVRANIŞSAL FİNANS AÇISINDAN BİREYSEL YATIRIMCI DAVRANIŞLARININ İNCELENMESİ

Davranışsal finansın bireysel yatırımcılar üzerindeki etkileri bir çok tez konusuna konu olmuş ve bunun üzerine araştırmalar yapılmıştır. Çalışmanın birinci bölümünde, bu araştırmanın neden yapıldığı ve önemine vurgu yapılmıştır. Çalışmanın ikinci bölümünde, yatırımcıların yatırımlarını gerçekleştirirken inandıkları ve kullandıkları finansal modeller, teorik bir çerçeve içerisinde açıklanmıştır. Bu çerçevede, beklenen fayda teorisi, modern portföy teorisi, CAPM, arbitraj fiyatlama modeli ve etkin piyasalar hipotezi açıklanmıştır. Çalışmanın üçüncü bölümünde, davranışsal finansın tarihi, geçmişten günümüze gelişimi ve yaygınlaşması hakkında bilgiler verilmiştir. Çalışmanın dördüncü bölümünde, yatırımcıların kazanç sağlamak için kullandıkları aktif ve pasif portföy yönetimi stratejileri açıklığa kavuşturulmuştur.

Çalışmanın bu bölümünde ise, önceki bölümlerdeki aktarımlar kullanılarak çalışmanın amacına, önemine, kapsamına vurgu yapıp, çalışmada kullanılan yöntemler ve hipotezler açıklanacaktır.

5.1. Araştırmanın Amacı

Davranışsal finans geçmişten günümüze önem olarak çok fazla ilerleme göstermiştir. Özellikle 2000’li yılların başından itibaren bu konuyla ilgili birçok araştırma ve çalışma yapılmıştır. Bu çalışmalar yatırımcıların kar beklentisi ile yaptıkları yatırımları hangi stratejilerle hangi duygularla yaptıklarını incelemek ve bunlar arasında bağ kurmaktır. Yatırımcıların birçoğu, finansal yatırım kararı verirken, verdikleri kararların mantıklı olduğunu düşünürler. Ancak bu yatırım kararlarını verirken bunların altında yatan birçok etmen vardır. Bu etmenlerin içinde, yaş, cinsiyet, meslek, eğitim seviyesinin yanı sıra psikolojik faktörlerde gösterilebilir. Bu tezin amacı da, bu etmenlerin yatırımcıların yatırım kararlarında ne kadar etkili olduğu ve bu etkinin boyutlarını test etmektir. Davranışsal finansın bireysel yatırımcıların üzerindeki etkileri incelenirken hangi yöntemlerden hangi modellerden faydalandıkları, böylece yöneldikleri stratejiler açıklanmıştır. Bu bağlamda, ikinci bölümde yatırımcıların yöneldikleri finansal teoremlerin ne anlama geldiği aktarılmıştır. Bu teoremlerin ne anlama geldiği yatırımcılar tarafından bilinmese bile, bilinçaltılarında bu teoremlere yöneldikleri belirtilmiş ve açıklanmıştır.

Açıklamanın dördüncü bölümünde ise, yatırımcıların kullandıkları aktif ve pasif stratejilerden bahsedilmiştir. Böylece, yatırımcılar bu strateji kullanırken ne gibi kar beklentilerine girdikleri, teknik olarak izah edilmiştir. Bu anlamda, tüm etmenler dikkate alınarak bireysel yatırımcı anket formu oluşturulmuştur.

5.2. Araştırmanın Önemi

Bilinmelidir ki, günümüzde bilişsel psikolojinin önemi artarak devam etmektedir. Finansal uzmanlar ya da araştırmacılar, piyasada görülen anormallikleri, normal olmayan fiyat hareketlerini ya da ekonomik durumları finansal modellerle açıklamakta zorlanmaktadır. Daha önemlisi, finansal modeller yetersiz görülmektedir. Kısacası, finansal modellerin piyasadaki anormallikleri açıklayamadığı anlaşılmaktadır. Bu yüzden de, bilişsel psikolojinin önemi artmıştır ve araştırmacılar bilişsel psikolojiye eğilmeye başlamıştır. Böylece davranışsal finans konusu günümüzde önemli bir rol üstlenmiştir.

Yatırımcıların verdikleri ve uyguladıkları yatırım kararı, yatırım kararını uygulayan yatırımcıya her zaman mantıklı gelmektedir. Davranışsal finansın doğmasının en önemli sebeplerinden biri de budur. Yatırımcıların kullanabileceği birçok finansal araç ve model bulunmaktadır. Ancak bu modellere rağmen, piyasadaki anormallikler kaçınılmaz olmaktadır. Bu durum, yatırımcıları piyasadaki uzaklaştırmaktadır. Davranışsal finans bu noktada önem arz etmektedir ve bu durumun sebeplerini açıklığa kavuşturmaktadır. Unutulmamalıdır ki, davranışsal finans, sadece hisse senedi, döviz gibi yatırım araçları üzerinde değil, tüm yatırım araçları üzerinde etkin bir rol oynar. Ülkemizdeki yatırımcılar, döviz ve altın yatırımlarının hiçbir zaman zarar getirmeyeceğine inanır ve bu araçlara yönelir. Bu durum davranışsal finansın sosyo-kültürel etkisi olarak göze çarpmaktadır.

Bu tezin konusu ve yapılan araştırma, yatırımcıların doğru olarak kabul ettiği ama aslında yanlış olan mantıksal hatalara odaklanmaktadır. Şirketlerin finansal tabloları, temettü dağılımlarından ziyade, yatırımcıların beyinsel olarak yatırımlara nasıl karar verdiğini araştırmaktadır. Her yatırımcı hata yapma eğilimi gösterir. Davranışsal finans, bilgiye ve dataya bağlı piyasa şartlarından sapmaları, piyasadaki yatırımcıların mantıklı olmayan davranış şekilleri ile açıklamaktadır.

5.3. Araştırma Literatürü

Davranışsal finans kavramının geçmişine baktığımızda, özellikle son 25-30 senede daha fazla araştırma ortaya konulduğu görülmektedir. Son 30 yılda davranışsal finans kavramı üzerine çalışmalar yoğunlaşmış olsa da, 1759 yılında Adam Smith'in yazmış olduğu "Ahlaki Duygular Kuramı" adlı kitabında davranışsal finansın bazı önemli noktalarından bahsedildiği görülmektedir. Daha sonraki dönemlerde de Mackay'ın 1841 yılında çıkardığı "Sıradışı Popüler Oyunlar ve Kalabalık Çılgınlığı" isimli kitabı, birey davranışlarının piyasalar üzerindeki rolünü konu almıştır. Yıllar geçtikçe davranışsal finans üzerine yazılan kaynak ve kitap sayısı artmıştır. 1896 yılında yayımlanan "Kalabalık: Bir Popüler Düşünce Çalışması" kitabı Le Bon'un davranışsal finans üzerine yazdığı önemli bir kaynaktır. Ek olarak 1912 yılında yayımlanan Selden'e ait "Hisse Senedi Piyasalarının Psikolojisi" kitabı da davranışsal finans konusunda önemli bir kaynak niteliğindedir.

Davranışsal finansın bireysel yatırımcıların davranış biçimlerini etkilemesi isimli tez çalışmamızla ilgili olarak, Hakan Özerol'un 2011 yılında yayımlanan bireysel yatırımcı tepkileriyle birlikte davranışsal finansı konu alan "Saçmalama" adlı kitabı anket sorularımızın belirlenmesine ve davranışsal finans tekniklerinin incelenmesine ışık tutmuş, çalışmamız için önemli bir kaynak olmuştur. Ek olarak, Yasemin Ertan tarafından 2007 yılında hazırlanan "Davranışsal Finans ve Pişmanlık Teorisinin Döviz Kuru Riskinden Koruma Kararına Etkisi" isimli yüksek lisans tezi de davranışsal finans açısından anket sınırlarının belirlenmesinde önemli bir rol oynamıştır.

5.4. Araştırmanın Kapsamı

Davranışsal finansın bireysel yatırımcılar üzerindeki etkisine yönelik birçok çalışma ve araştırma yapılmış, bu konu üzerine çok sayıda tez ve makale yazılmıştır. Bu yüzden, bu çalışmadaki küme oldukça spesifik bir alandan seçilmiştir. Çalışmayı belirginleştirmek adına, Ankara'da yaşayan SPK lisanslı aracı kurum çalışanları küme olarak belirlenmiştir. Lisanslı çalışanların sayısının 100 civarında olduğu tahmin edilmektedir. Ankette uygulanacak kişi sayısı olarak en az 50 kişiye ulaşılması hedeflenmiştir. Katılımcı sayısı 83'tür. Böylece yapılan anketin sonucu, daha sağlıklı bir veri ortaya koyacaktır.

5.5. Araştırmanın Hipotezi

Daha önce yapmış olduğumuz çalışmalarımızın kapsamı ve içeriği göz önünde bulundurularak hazırlanmış temel hipotezler aşağıdaki gibidir. Bu hipotezlerin kabul edilip edilemeyeceği konusu çalışmanın sonraki bölümlerinde kesinliğe kavuşturulmaya çalışılacaktır.

H₀: Aracı kurum çalışanları hisse senedi yatırımlarında kişisel duygu ve faktörlerden etkilenmez.

H₁: Aracı kurum çalışanları hisse senedi yatırımlarında kişisel duygu ve faktörlerden etkilenir.

5.6. Araştırmanın Yöntemi

Çalışma, daha önce yapılmış örneklemelerden yararlanarak deney ve kontrol grubuna yönelik anket çalışması hazırlanmıştır. Çalışmanın sınırları belirlenmiştir. Evren ve örneklem oluşturulduktan sonra, Ankara'da çalışan SPK lisanslı aracı kurum çalışanları üzerinde anket ve gözlem tekniği kullanılmıştır.

Anket 18 sorudan oluşmaktadır. Üç bölüme ayrılmıştır. İlk bölümde, aracı kurumlarda çalışan yatırımcıların sosyo-kültürel ve demografik özelliklerini ortaya çıkarmak adına cinsiyet, yaş, medeni durum, eğitim durumu sorulmuş ve cevaplar alınmıştır.

Anketin ikinci bölümünde ise, Ankara'da çalışan SPK lisanslı aracı kurum çalışanlarının finansal profillerinin belirlenmesi amaçlanarak, ankete katılanlara, gelir seviyeleri, ne kadar zaman ile yatırım yaptıkları, kullandıkları yatırım araçları hakkında bilgi seviyeleri, hangi yatırım araçlarını tercih ettikleri, yatırımlarını hangi periyotlarla takip ettikleri ve hangi temel bilgi kaynaklarına dayanarak yatırımlarını yönlendirdikleri ve karar verdikleri sorulmuştur.

Anketin üçüncü bölümünde ise ankete katılımların davranışsal finanstan ne kadar ve ne ölçüde etkilendiklerini saptamak amacıyla sorular hazırlanmış ve katılımcılara sunulmuştur. Anketin bu bölümünde, 5'li Likert Ölçeği kullanılmıştır. Kesinlikle Katılıyorum (5), Katılıyorum (4), Kararsızım (3), Katılmıyorum (2), Kesinlikle Katılmıyorum (1) olarak belirtilmiş ve 18 soru sorulmuştur.

5.7. Anket Sonuçlarının Genel Olarak Değerlendirilmesi

Bu kısımda Ankara'daki SPK lisanslı aracı firma çalışanlarıyla yapmış olduğumuz anket çalışmasının sonuçları incelenecektir. Araştırmanın sınırlarını, Ankara'da yaşayan 23 yaş üzeri çalışanlar oluşturmaktadır. Anket soruları, yatırımcıların nabzını en iyi şekilde tutacak şekilde hazırlanmış, davranışsal finans eğilimleri göz önünde bulundurulmuş ve aracı kurum çalışanlarına sorulmuştur. Araştırma soruları aşağıdaki gibidir;

1-Cinsiyet

2-Yaş aralığı

3-Medeni durum

4-Kaç yıldır iş hayatındasınız?

5-Eğitim durumu

6-Gelir seviyesi

7-Ne kadar süredir yatırım araçlarını aktif olarak kullanıyorsunuz?

8-En çok hangi yatırım araçlarını aktif olarak kullanıyorsunuz?

9-Hangi temel yatırım bilgi kaynaklarını kullanıyorsunuz?

10-BIST100'de yer alan hisse senetlerini zarar etse bile uzun vadede elimde tutuyorum.

11-Gazetede yatırım yaptığım hisse senediyle ilgili kötü bir haber çıkınca hisse senedimi satıyorum.

12-Piyasa faizinin %10 olduğu ortamda, %5 kazancı bulduğumda satış işlemi yaparım.

13-Bir hisse senedinin yıllık bazda %10 ve üzeri kazanç bekleyen bir yatırımcıysam, hissenin o yıl içinde %15 kaybettiğini gördüğümde satış işlemi yaparım.

14-Bir hisse senedini son zamanlarda sürekli kazandırıyorrsa o hisse senedini almam. Aynı hisse senedi son zamanlarda kaybettiriyorsa o hisse senedinin gelecekteki durumunu değerlendirir ve portföyüme almak için gözlemlerim.

15-Eğer hisse senetlerine yatırım yapıyorsam ve başka finansal araçların daha fazla kazandırdığını gözlemlesem bile, hisse senedi alım – satımına devam ederim.

16-Güvenli ancak düşük getirili yatırım araçlarını güvensiz ancak yüksek getirili yatırım araçlarına tercih ederim.

17-Hangi yatırım aracını kullanacağımı dini inançlarıma ve politik görüşlerime göre belirlerim.

18-Herhangi bir nakit ihtiyacım olduğunda, %15 kaybettiren hisse senedim yerine, %10 kazandıran hisse senetlerimi satarım.

Anketin ilk bölümünde aracı kurumlarda çalışan yatırımcıların sosyo-demografik özelliklerini tespit etmeye yönelik sorular yöneltilmiş ve cevaplar analiz edilmiştir.

Anketin uygulandığı katılımcılar, yaş, cinsiyet, eğitim durumu, medeni durumu, gelir seviyeleri açısından incelenmiştir.

Katılımcıların cinsiyetine ilişkin ankete katılanların istatistiki bilgileri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 5.1: Ankete Katılanların Cinsiyeti

	<i>Frekans</i>	<i>Yüzde</i>	<i>Kümülatif Yüzde</i>
<i>Erkek</i>	61	73,5	73,1
<i>Kadın</i>	22	26,5	100,0
<i>Toplam</i>	83	100,0	

Anket sonuçlarına göre, Ankara ilinde ankete katılan 83 bireyden 61'i erkek (%73,5) ve 22 bireyin kadın (%26,5) olduğu tespit edilmiştir.

Katılımcıların yaş aralığına göre dağılımına ilişkin istatistiki bilgileri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 5.2: Ankete Katılanların Yaş Aralıkları

	<i>Frekans</i>	<i>Yüzde</i>	<i>Kümülatif Yüzde</i>
<i>24-28</i>	19	22,9	22,9
<i>29-35</i>	48	57,8	80,7
<i>36-45</i>	16	19,3	100,0
<i>Toplam</i>	83	100,0	

Anket yapılan katılımcıların yaş aralıklarına bakıldığında en yüksek oran %57,8 ile 29-35 yaş aralığıdır. En düşük oran ise %19,3 ile 36-45 yaş aralığıdır. 24-28 yaş aralığı ise ankette %22,9 ağırlığa sahiptir.

Katılımcıların medeni durumuna göre dağılımına ilişkin istatistiki bilgileri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 5.3: Ankete Katılanların Medeni Durumu

	<i>Frekans</i>	<i>Yüzde</i>	<i>Kümülatif Yüzde</i>
<i>Evli</i>	59	71,1	71,1
<i>Bekar</i>	24	28,9	100,0
<i>Toplam</i>	83	100,0	

Ankete katılan bireylerin medeni durumları incelendiğinde, evli bireylerin oranının %71,1 olduğu, bekar olan bireylerin yüzdesinin ise %28,9 olduğu görülmektedir.

Katılımcıların çalışma sürelerine göre dağılımına ilişkin istatistiki bilgileri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 5.4: Ankete Katılanların Çalışma Süreleri

	<i>Frekans</i>	<i>Yüzde</i>	<i>Kümülatif Yüzde</i>
<i>1-3 yıl</i>	18	21,7	21,7
<i>4-7 yıl</i>	20	24,1	45,8
<i>8-12 yıl</i>	35	42,2	88,0
<i>13-15 yıl</i>	10	12,0	100,0
<i>Toplam</i>	83	100,0	

Ankete katılan bireylerin iş tecrübeleri incelendiğinde; en yüksek oran 8-12 yıl arası çalışan bireylere ait çıkmıştır. Bu oran %42,2 iken, ikinci en yüksek oran %24,1 ile 4-7 yıl iş tecrübesine sahip çalışanlara aittir. Üçüncü en yüksek oran ise 1-3 yıl ile %21,7'dir. En düşük oran, 13-15 yıl iş tecrübesine sahip bireylere aittir. Bu oran %12,0'dır.

Katılımcıların öğrenim durumlarına göre dağılımına ilişkin istatistiki bilgileri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 5.5: Ankete Katılanların Öğrenim Durumu

	<i>Frekans</i>	<i>Yüzde</i>	<i>Kümülatif Yüzde</i>
<i>Lisans</i>	59	71,1	71,1
<i>Lisansüstü</i>	19	22,9	94,0
<i>Doktora</i>	5	6,0	100,0
<i>Toplam</i>	83	100,0	

Ankete katılan bireylerin öğrenim durumları yukarıda belirtildiği gibi; lisans, lisansüstü ve doktora olarak üç sınıfa ayrılmıştır. Çünkü SPK lisanslı aracı kurum çalışanı olmak için en az lisans mezunu olmak gereklidir. Yukarıda da görüldüğü gibi ankete katılan bireylerin %71,1'i lisans mezunudur. %22,9'u yüksek lisans mezunu ve %6'sı ise doktora diplomasına sahiptir.

Katılımcıların gelir seviyelerine göre dağılımına ilişkin istatistiki bilgileri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 5.6: Ankete Katılanların Gelir Seviyesi Tablosu

<i>TL</i>	<i>Frekans</i>	<i>Yüzde</i>	<i>Kümülatif Yüzde</i>
2.000-2.999	17	20,5	20,5
3.000-4.999	21	25,3	45,8
5.000-6.999	38	45,8	91,6
7.000 üzeri	6	7,4	100,0
Toplam	83	100,0	

Ankete katılan bireylerin %45,8'i aylık 5.000-6.999 TL arası kazanç sağlamaktadır. Katılımcıların %25,3'ü ayda 3.000-4.999 TL arası, %20,5'i 2.000-2.999 TL arası, %7,4'ü ise 7.000 TL ve üzerinde kazanç sağlamaktadır.

Katılımcıların yatırım araçlarını aktif kullanım sürelerine göre dağılımına ilişkin istatistiki bilgileri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 5.7: Ankete Katılanların Yatırım Araçlarını Kullanma Süreleri

	<i>Frekans</i>	<i>Yüzde</i>	<i>Kümülatif Yüzde</i>
0-2 yıl	15	18,1	18,1
3-5 yıl	23	27,7	45,8
6-9 yıl	37	44,6	90,4
10 yıl ve üzeri	8	9,6	100,0
Toplam	83	100,0	

Yukarıdaki tablo ile “kaç yıldır çalışıyorsunuz” sorusu için oluşturulan tablo karşılaştırıldığında görülmektedir ki, SPK lisanslı aracı kurum çalışanları, sektöre girdikten itibaren yatırım araçlarını aktif olarak kullanmaya başlamışlardır. Bu bağlamda, ankete katılan bireylerin %44,6'sı yatırım araçlarını 6-9 arası aktif kullanmaktadır.

Katılımcıların %27,7'si 3-5 yıl arası, %18,1'i 0-2 yıl arası, %9,6'sı 10 yıldan fazla süredir yatırım araçlarını aktif olarak kullanmaktadır.

Katılımcıların en çok hangi yatırım aracını kullandığına göre dağılımına ilişkin istatistiki bilgileri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 5.8: Ankete Katılanların En Çok Kullandıkları Yatırım Araçları

	<i>Frekans</i>	<i>Yüzde</i>	<i>Kümülatif Yüzde</i>
<i>Altın</i>	21	25,3	25,3
<i>Döviz</i>	29	34,9	60,2
<i>Hisse Senedi</i>	25	30,1	90,3
<i>Tahvil, Bono</i>	5	6,1	96,4
<i>Türev araçlar</i>	3	3,6	100,0
<i>Toplam</i>	83	100,0	

Ankete katılan SPK lisanslı aracı kurum çalışanlarına bu soru yöneltilirken, yukarıdaki tabloda gösterilen seçenekler sunulmuştur ve sadece bir tanesinin seçilmesi zorunlu kılınmıştır. Bu sorunun analizine göre, ankete katılan bireylerin %34,9'u dövizle yatırım yapmaktadır. Katılımcıların %30,1'i hisse senetlerine, %25,3'ü altına, %6,1'i tahvil ve bonoya, %3,6'sı türev araçları kullanarak yatırımlarını gerçekleştirmektedir.

Bu analizden anlaşılabileceği üzere, SPK lisanslı aracı kurum çalışanları da, davranışsal finansın etkisinde kalarak, ülke şartlarını göz önünde bulundurarak geleneksel eğilim göstermişler ve yatırım araçları olarak altın, döviz ve hisse senetlerine yönelmişlerdir. Altın ve döviz verilen cevapların %60,2'sini kapsamaktadır.

Katılımcıların kullandıkları temel bilgi kaynaklarına göre dağılımına ilişkin istatistiki bilgileri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 5.9: Ankete Katılanların Kullandığı Temel Bilgi Yatırım Kaynakları

	<i>Frekans</i>	<i>Yüzde</i>	<i>Kümülatif Yüzde</i>
<i>Temel Analiz</i>	12	14,5	14,5
<i>Teknik Analiz</i>	69	83,1	97,6
<i>KAP</i>	2	2,4	100,0
<i>Gazete Haberleri</i>	0	0	100,0
	83	100,0	

Yukarıdaki tabloda da görüldüğü gibi, ankete katılan aracı kurum çalışanlarından hiçbiri gazete haberlerine itibar etmemektedir. Bu durum, ankete katılan bireylerin profesyonellikle işlerini yaptığının bir göstergesidir. Bu bağlamda, ankete katılan katılımcıların %83,1'i teknik analiz, %14,5'i temel analiz verilerini kullanmaktadır. %2,4'ü ise KAP haberlerini baz almaktadır.

Bu haberleri ise bütün hisse senetleri için değil, sadece kendi portföyüne aldıkları hisse senetleri için kullandıkları belirtilmiştir.

Katılımcıların “BIST100’de yer alan hisse senetlerini zarar etse bile uzun vadede elimde tutuyorum” önermesinin yanıtına göre dağılımına ilişkin istatistiki bilgileri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 5.10: Ankete Katılanların “BIST100’de Yer Alan Hisse Senetlerini Zarar Etse Bile Uzun Vadede Elimde Tutuyorum” Önermesine Verildikleri Cevaplar

	<i>Frekans</i>	<i>Yüzde</i>	<i>Kümülatif Yüzde</i>
<i>Kesinlikle Katılıyorum</i>	26	31,3	31,3
<i>Katılıyorum</i>	23	27,7	59,0
<i>Kararsızım</i>	9	10,8	69,8
<i>Katılmıyorum</i>	9	16,9	86,7
<i>Kesinlikle Katılmıyorum</i>	11	13,3	100,0
<i>Toplam</i>	83	100,0	

Ankete katılan bireylerin %31,3’ü “kesinlikle katılıyorum” cevabını vermiştir. Katılımcıların %27,7’si “katılıyorum”, %16,9’u “katılıyorum”, %13,3’ü “kesinlikle katılıyorum”, %10,8’i ise “kararsızım” cevabını vermiştir. Yukarıdaki tablodan da anlaşılacağı üzere, katılımcılar zararın psikolojik etkisine girmekten ziyade pişmanlıktan kaçınma eğilimine girmektedirler. Alınan cevaplara göre, aracı kurum çalışanları zarara uğradıklarında, hisse senetlerini uzun vadede bekletmektedirler. Kar eğilimli başka hisse senetlerine yönelmemektedirler. Yani bu durum, katılımcıların pişmanlıktan kaçınma eğilimini girdiklerini gösterir. Bu durumda, katılımcıların davranışsal finansın etkisine girdiği gözlemlenmektedir.

Katılımcıların “Gazetede yatırım yaptığım hisse senediyle ilgili kötü bir haber çıkınca hisse senedimi satıyorum” önermesinin yanıtına göre dağılımına ilişkin istatistiki bilgileri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 5.11: Ankete Katılanların “Yapılan Yatırımla İlgili Kötü Habere Karşı Hisse Senedini Satırım” Önermesine Verdikleri Cevaplar

	<i>Frekans</i>	<i>Yüzde</i>	<i>Kümülatif Yüzde</i>
<i>Kesinlikle Katılıyorum</i>	21	25,3	25,3
<i>Katılıyorum</i>	26	31,3	56,6
<i>Kararsızım</i>	8	9,6	66,2
<i>Katılmıyorum</i>	19	22,9	89,1
<i>Kesinlikle Katılmıyorum</i>	9	10,9	100,0
<i>Toplam</i>	83	100,0	

Ankete katılan bireylerin %31,3’ü “katılıyorum” cevabını vermişlerdir. Katılımcıların %25,3’ü “kesinlikle katılıyorum”, %22,9’u “katılmıyorum”, %10,9’u “kesinlikle katılmıyorum”, %9,6’sı “kararsızım” cevabını vermiştir. Katılımcılar, genel olarak teknik analiz ve temel analiz yöntemlerini kullandıklarını belirtmişlerdir ki yukarıdaki tablolarda da bu yanıt almıştık. Yine yukarıdaki tablolardan birinde, aracı kurum çalışanlarının, yatırımlarını gerçekleştirirken gazete haberlerinden hiç faydalanmadıklarını da belirtmiştik. Ancak yine de, sermaye piyasasının değişken ve kırılgan olması, aracı kurum çalışanlarını psikolojik etki altına almaktadır ve katılımcılar kayıptan kaçınma eğilimine girerler. Böylece, bu önerme altında davranışsal finans aracı kurum çalışanı olan yatırımcılar üzerinde de etkisini göstermektedir.

Katılımcıların “Piyasa faizinin %10 olduğu ortamda %5 kazancı bulduğumda satış işlemi yaparım.” önermesinin yanıtına göre dağılımına ilişkin istatistiki bilgileri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 5.12: Ankete Katılanların “Piyasa Faizinin %10 Olduğu Ortamda %5 Kazancı Bulduğumda Satış İşlemi Yaparım” Önermesine Verdikleri Cevaplar

	<i>Frekans</i>	<i>Yüzde</i>	<i>Kümülatif Yüzde</i>
<i>Kesinlikle Katılıyorum</i>	29	34,9	34,9
<i>Katılıyorum</i>	25	30,1	65,0
<i>Kararsızım</i>	12	14,5	79,5
<i>Katılmıyorum</i>	11	13,3	92,8
<i>Kesinlikle Katılmıyorum</i>	6	7,2	100,0
<i>Toplam</i>	83	100,0	

Ankete katılan bireylerin, %34,9’u “kesinlikle katılıyorum” yanıtını vermişlerdir. Katılımcıların, %30,1’i “katılıyorum”, %14,5’i “kararsızım”, %13,3’ü “katılmıyorum”, %7,2’si “kesinlikle katılmıyorum” cevabını vermişlerdir. Yatırımcıların cevaplarından yola çıkarak, kar oranı az da olsa satış eğilimine girdikleri gözlemlenmiştir. Davranışsal finansın etkisi altında aracı kurum çalışanları, kar sağladıklarında, zafer veya başarı psikolojisi altında kar eden yatırımlarını, piyasa faizinin %10 olduğu ortamda %5 bile olsa satmaktadırlar ve garantici davranmaktadırlar. Aracı kurum çalışanlarından edinilen bilgiye göre, ayda %3’lük kar zaten yeterlidir. Ancak bu noktada, sürü psikolojisi de önemlidir. Aracı kurum çalışanları da olsa, kırılgan bir ekonomiye sahip ülkemizde, diğer yatırımcılarla aynı tepkiyi verip, sürü psikolojisine kapılıp, satış işlemini erken gerçekleştirebilmektedirler.

Katılımcıların “Bir hisse senedinin yıllık bazda %10 ve üzeri kazanç getireceğini bekleyen bir yatırımcıysam, hissenin o yıl içinde %15 kaybettiğini gördüğümde satış işlemi yaparım.” önermesinin yanıtına göre dağılımına ilişkin istatistiki bilgileri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 5.13: Ankete Katılanların “Bir Hisse Senedinin Yıllık Bazda %10 ve Üzeri Kazanç Getireceğini Bekleyen Bir Yatırımcıysam, Hissenin O Yıl İçinde %15 Kaybettiğini Gördüğümde Satış İşlemi Yaparım” Önermesine Verdikleri Cevaplar

	<i>Frekans</i>	<i>Yüzde</i>	<i>Kümülatif Yüzde</i>
Kesinlikle Katılıyorum	28	33,7	33,7
Katılıyorum	31	37,3	71,0
Kararsızım	5	6,1	77,1
Katılmıyorum	10	12,1	89,2
Kesinlikle Katılmıyorum	9	10,8	100,0
Toplam	83	100,0	

Ankete katılan bireylerin %37,3’ünden “katılıyorum” yanıtı alınmıştır. Katılımcıların %33,7’si “kesinlikle katılıyorum”, %12,1’i “katılmıyorum”, %10,8’i “kesinlikle katılmıyorum”, %6,1’i “kararsızım” cevabını vermiştir. Yukarıdaki tabloyu incelemeye alacak olursak, aracı kurum çalışanlarının davranışsal psikolojinin etkisine girip, zarar eğilimine giren hisse senetlerini elden çıkardıkları ve riskten kaçındıkları görülmüştür. Zarar eden hisse senedinin satış işlemlerinin ardından daha da düşerek yatırımcıları sürü psikolojisine ittikleri gözlemlenmektedir.

Ek olarak, aracı kurum çalışanlarından alınan bilgiye göre, hisse senedinin yıllık bazda %10 getiri getireceği beklenen bir ortamda %15 zarar ettiriyorsa, bu durum büyük bir riski beraberinde getirir. Çünkü zarar eden yatırımcılar, kayıptan kaçınma eğilimine girerek panik satışlarına başlar ve hisse senedinin fiyatı düşer.

Katılımcıların “Bir hisse senedi son zamanlarda sürekli kazandırıyor o hisse senedini almam. Aynı hisse senedi son zamanlarda kaybettiriyorsa o hisse senedinin gelecekteki durumunu değerlendirir ve portföyüme almak için gözlemlerim.” önermesinin yanıtına göre dağılımına ilişkin istatistiki bilgileri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 5.14: Ankete Katılanların “Bir Hisse Senedi Son Zamanlarda Sürekli Kazandırıyor O Hisse Senedini Almam. Aynı Hisse Senedi Son Zamanlarda Kaybettiriyorsa O Hisse Senedinin Gelecekteki Durumunu Değerlendirir ve Portföyüme Almak İçin Gözlemlerim” Önermesine Verdikleri Cevaplar

	<i>Frekans</i>	<i>Yüzde</i>	<i>Kümülatif Yüzde</i>
<i>Kesinlikle Katılıyorum</i>	42	50,6	50,6
<i>Katılıyorum</i>	23	27,7	78,3
<i>Kararsızım</i>	4	4,8	83,1
<i>Katılmıyorum</i>	10	12,1	95,2
<i>Kesinlikle Katılmıyorum</i>	4	4,8	100,0
<i>Toplam</i>	83	100,0	

Ankete katılan bireylerin, %50,6’sı “kesinlikle katılıyorum” yanıtını vermişlerdir. Katılımcıların %27,7’si “katılıyorum”, %12,1’i “katılmıyorum”, %4,8’i “kararsızım ve yine %4,8’i “kesinlikle katılmıyorum” cevabını vermişlerdir. Yukarıdaki tabloya baktığımızda, aracı kurum çalışanlarının, yatırımlarının eğilimine dikkat ettiği gözlemlenmektedir. Katılımcılara göre, sürekli kazandıran bir hisse sonsuza kadar kar getiremez ve bir noktadan sonra satış işlemlerinin etkisine girip düşüş trendine girer. Sürekli zarar ettiren hissede ise tam tersi durum söz konusudur. Bu yüzden katılımcılar, psikolojik olarak, davranışsal finansın etkisiyle, zarar eden hisse senedini takibe alıp, analizlerini yapıp yükseliş trendine geçmesini beklerler. Tabi ki her hisse senedi için bu durum geçerli değildir. Teknik ve temel analiz göstergeleri olumsuz verilerle dolu olan hisse senetlerine aracı kurum çalışanları zaten yatırım yapmaz. Ancak, bir hisse senedinin analizleri, olumsuzdan olumluya dönüyorsa, katılımcılar bu hisse senedini gözetim altına alır ve portföylerine katmak için, anket cevaplarından da anlaşılacağı üzere doğru zamanı beklerler.

Katılımcıların “Eğer hisse senetlerine yatırım yapıyorsam ve başka finansal araçların daha fazla kazandırdığını gözlemlesem bile, hisse senedi alım – satımı yapmaya devam ederim.” önermesinin yanıtına göre dağılımına ilişkin istatistiki bilgileri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 5.15: Ankete Katılanların “Eğer Hisse Senetlerine Yatırım Yapıyorsam ve Başka Finansal Araçların Daha Fazla Kazandırdığını Gözlemlesem Bile, Hisse Senedi Alım – Satımı Yapmaya Devam Ederim” Önermesine Verdikleri Cevaplar

	<i>Frekans</i>	<i>Yüzde</i>	<i>Kümülatif Yüzde</i>
Kesinlikle Katılıyorum	29	34,9	34,9
Katılıyorum	20	24,1	69,0
Kararsızım	12	14,5	83,5
Katılmıyorum	14	16,9	90,4
Kesinlikle Katılmıyorum	8	9,6	100,0
Toplam	83	100,0	

Ankete katılan bireylerin %34,9’u “kesinlikle katılıyorum” yanıtını vermişlerdir. Katılımcıların %24,1’i “katılıyorum”, %16,9’u “katılmıyorum”, %14,5’i “kararsızım”, %9,6’sı “kesinlikle katılmıyorum” cevabını vermişlerdir. Yukarıdaki tabloyu inceleme altına aldığımızda, aracı kurum çalışanları davranışsal psikolojinin, kazanma psikolojisi etkisiyle, hisse senetlerinden kazanç sağlıyorsa ya da eğilimi bu yöndeysen, diğer yatırım araçlarına genellikle yönelmedikleri gözlemlenmiştir. Bu durum, katılımcıların pişmanlıktan kaçınma eğilimine girdiklerini gösterir.

Katılımcıların “Güvenli ancak düşük getirili yatırım araçlarını güvensiz ancak yüksek getirili yatırım araçlarına tercih ederim.” önermesinin yanıtına göre dağılımına ilişkin istatistiki bilgileri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 5.16: Ankete Katılanların “Güvenli Ancak Düşük Getirili Yatırım Araçlarını Güvensiz Ancak Yüksek Getirili Yatırım Araçlarına Tercih Ederim” Önermesine Verdikleri Cevaplar

	<i>Frekans</i>	<i>Yüzde</i>	<i>Kümülatif Yüzde</i>
Kesinlikle Katılıyorum	37	44,6	44,6
Katılıyorum	22	26,5	71,1
Kararsızım	7	8,4	79,5
Katılmıyorum	11	13,3	92,8
Kesinlikle Katılmıyorum	6	7,2	100,0
Toplam	83	100,0	

Ankete katılan bireylerin %44,6'sı “kesinlikle katılıyorum” yanıtını vermişlerdir. Katılımcıların %26,5'i “katılıyorum”, %13,3'ü “katılmıyorum”, %8,4'ü “kararsızım”, %7,2'si “kesinlikle katılmıyorum” cevabını vermişlerdir. Tabloya baktığımızda, katılımcıların garantici bir psikolojiyle hareket ettikleri görülmektedir. Risk seven aracı kurum çalışanları, yani “katılmıyorum” ve “kesinlikle katılmıyorum” cevabını verenlerin oranı %20,5'tir. Garantici eğilimde olan katılımcıların oranı ise %71,1 oranındadır. Garantici eğilimde olmalarının sebeplerinden en önemlisi piyasanın değişken olması ve politikadan etkilenmesi olarak değerlendirilmektedir. Katılımcıların bu önerme altında, belirsizlikten kaçına eğilimine girdikleri gözlemlenmiştir.

Katılımcıların “Hangi yatırım aracını kullanacağımı dini inançlarıma ve politik görüşlerime göre belirlerim.” önermesinin yanıtına göre dağılımına ilişkin istatistiki bilgileri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 5.17: Ankete Katılanların “Hangi Yatırım Aracını Kullanacağımı Dini İnançlarıma ve Politik Görüşlerime Göre Belirlerim” Önermesi Verdikleri Cevaplar

	<i>Frekans</i>	<i>Yüzde</i>	<i>Kümülatif Yüzde</i>
<i>Kesinlikle Katılıyorum</i>	19	22,9	22,9
<i>Katılıyorum</i>	28	33,7	56,6
<i>Kararsızım</i>	9	10,8	67,4
<i>Katılmıyorum</i>	15	18,1	85,5
<i>Kesinlikle Katılmıyorum</i>	12	14,5	100,0
<i>Toplam</i>	83	100,0	

Ankete katılan bireylerin %33,7'si “katılıyorum” cevabını vermiştir. Katılımcıların %22,9'u “kesinlikle katılıyorum”, %18,1'i “katılmıyorum”, %14,5'i “kesinlikle katılmıyorum”, %10,8'i ise “kararsızım” yanıtını vermişlerdir. Tabloyu incelemeye aldığımızda, verilen cevaplara göre, katılımcıların politik görüşlerine ya da dini inançlarına göre bazı hisse senetlerine karşı sempati, bazı hisse senetlerine de antipati ile yaklaştıkları gözlemlenmiştir. Bu durum, davranışsal finansta muhafazakarlık eğilimi ile açıklanabilir.

Katılımcıların “Herhangi bir nakit ihtiyacım olduğunda, %15 kaybettiren hisse senedim yerine, %10 kazandıran hisse senetlerimi satarım.” önermesinin yanıtına göre dağılımına ilişkin istatistiki bilgileri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 5.18: Ankete Katılanların “Herhangi Bir Nakit İhtiyacım Olduğunda, %15 Kaybettiren Hisse Senedim Yerine, %10 Kazandıran Hisse Senetlerimi Satarım” Önermesine Verdikleri Cevaplar

	<i>Frekans</i>	<i>Yüzde</i>	<i>Kümülatif Yüzde</i>
<i>Kesinlikle Katılıyorum</i>	16	19,3	19,3
<i>Katılıyorum</i>	21	25,3	44,6
<i>Kararsızım</i>	17	20,5	65,1
<i>Katılmıyorum</i>	15	18,1	83,2
<i>Kesinlikle Katılmıyorum</i>	14	16,8	100,0
<i>Toplam</i>	83	100,0	

Ankete katılan bireylerin %25,3’ü “katılıyorum” cevabını vermiştir. Katılımcıların %20,5’i “kararsızım”, %19,3’ü “kesinlikle katılıyorum”, %18,1’i “katılmıyorum”, %16,8’i ise “kesinlikle katılmıyorum” cevabını vermişlerdir. Tabloya baktığımızda oranlar birbirine yakındır. Her insanın psikolojisi birbirinden farklıdır. Yani davranışsal finansın etkisi, her aracı kurum çalışanı üzerinde farklı bir etki göstermektedir. Bu etki, bu önerme altında pişmanlıktan kaçınma eğilimini bize göstermektedir.

ALTINCI BÖLÜM

6. SONUÇ VE ÖNERİLER

Firma değeri analizi, temel analiz, teknik analiz, etkin piyasalar hipotezi ve modern portföy teorisi gibi yatırım analizinde kullanılan teknikler piyasalarda meydana gelen anomalileri açıklamakta yeterli değildir. Bunun ana nedeni, bilinen yöntemlerle piyasada işlem yapan bireysel yatırımcıların tam anlamıyla rasyonel davrandıklarının varsayılması ve kullanılan metotların bu varsayım baz alınarak meydana getirilmesidir. Teknik analiz davranışsal finansa daha yakın bir yöntemdir. Bunun nedeni ise, teknik analizin piyasalardaki fiyat beklentilerinin meydana gelmesinde, bireysel yatırımcının finansal, politik ve psikolojik etmenler etkisi altında değişen yatırımcı kararları doğrultusunda oluşmasıdır. Bu tür analiz yöntemleri bireysel yatırımcının psikolojik ve sosyolojik durumlarını ikinci plana atmaktadır. Örnek vermek gerekirse, rasyonel davranan bir bireysel yatırımcı daha çok kazanç sağlayan bir yatırım aracını seçmelidir. Ancak bazen bu durum göz ardı edilebilir. Bu durum, normal gözükmeyen bir davranıştır. Davranışsal finans ise, bu tür durumları, yani finansal modellerle ve kavramlarla açıklanamayan anomalileri açıklamak amacıyla oluşmuş bir kavramdır. Buna bağlı olarak, davranışsal finans, psikoloji ve sosyoloji bilimlerinin ortak kullanımı olarak da oluşmuş bulunmaktadır. Piyasalarda insan davranışlarına açıklık getiren bir alt dal olarak da bilinir.

Davranışsal finansın temelleri ekonomi anlamındaki temelleri Adam Smith tarafından atılmıştır. Adam Smith'in 1979 yılında yazmış olduğu "Ahlaki Düşünce Kuramı" adlı kitabı davranışsal finans kavramına ışık tutmuştur. Davranışsal finans psikoloji biliminden aldığı destek ise 1913 yılında John D. Watson tarafından çıkarılan ve daha sonraları B.F. Skinner tarafından devam ettirilen davranışçılık kavramına dayanır. 1960'lı yıllarda bilişsel psikolojinin insan zihnine bilgileri işleyen bir etmen olarak kabul edilmeye başlamasıyla bu konuda çalışan akademisyenler ve araştırmacılar risk altında, finansal modellerdeki mantıklı seçimler üzerinde çalışmalar yapmışlardır. Tversky ve Kahnemann'ın yazmış olduğu "Prospect Theory: decision making under risk" makalesi ile meydana getirdikleri beklenti kuramı aracılığıyla davranışsal finans soyutluktan çıkmış ve bugünkü anlamına kavuşmuştur. Bu iki araştırmacının çalışmaları doğrultusunda Thaler de davranışsal finans parametrelerinden yardım alarak finansal bir model meydana getirmiştir.

Çalışmanın birinci bölümünde, son zamanlarda önem kazanan, yatırım işlemleri gerçekleştirilirken göz ardı edilen, hakkında yeterince bilgi sahibi olunmamış davranışsal finans kavramının tanımı yapılmış, çalışmanın amacına ve önemine dikkat çekilmiştir. Finans kavramlarının büyük bir bölümü yatırımcıların rasyonel davranışlar gösterdikleri ve karar alma aşamalarında mevcut olan bilgileri dikkate aldıkları temeline dayanmaktadır. Yıllardan beri birçok finans kuramı ve kavramı geliştirilmiş ve çeşitli modeller sunulmuştur. Bununla hareket ederek, birçok araştırma ve çalışmaya göre, yatırımcıların çokça rasyonel davranmadıkları, dolayısıyla üretilen finans modellerinin çoğu durumda piyasa uygunluk göstermediği gözlemlenmiştir. Tam da bu noktada davranışsal finans ortaya çıkmış ve bu boşluğu doldurmuştur. Davranışsal finans, duygular ile davranışlar arasında bir köprü kurmuştur. Bu köprüye bakarak, yatırımcıların duygularıyla hareket ederek ne gibi yanlışlar ve hatalar yaptıklarını gözlemlemeyi sağlamıştır. Günümüzde, davranışsal finans hala tartışılan bir konudur. Çoğu araştırmacı ve akademisyen, etkin piyasalar hipotezinin, piyasalardaki birçok anormal durumun, piyasa balonlarının ve çöküşlerinin anlaşılmasında, davranışsal finansın etkin bir rol oynadığı konusunda birleşmişlerdir. Maalesef, davranışsal finans üzerine ülkemizde ve dünyada az sayıda çalışma yapılmıştır. Ancak bu kavram, yatırımlarına fayda sağlamak isteyen yatırımcılar için büyük önem arz etmektedir çünkü yatırımcıların karar aşamalarında rasyonel davranması gereken durumlarda, duygu ve zihin oyunlarının tuzağına düşebilmektedirler. Çalışmanın beşinci bölümünde yapılan anket sonuçları analiz edildiğinde, Ankara’da yer alan SPK lisanslı aracı kurum çalışanlarının davranışsal finans eğilimlerinden etkilendiği görülmüştür. Çalışmanın kısıtlarını, Ankara’da yaşayan 23 yaş üzeri SPK lisanslı aracı kurum çalışanları oluşturmaktadır. Anket soruları, aracı kurum çalışanlarının davranışsal finans kavramından ne derece etkilendiği kapsamı üzerine hazırlanmıştır.

Çalışmada ortaya çıkan sonuçlar şu şekildedir;

- Ankete katılan Ankara ilindeki 100 tane SPK lisanslı aracı kurum çalışanlarından 61 bireyin erkek (%73,5) ve 22 bireyin ise kadın (%26,5) olduğu tespit edilmiştir.
- Katılımcıların yaş aralıkları incelendiğinde, ankete katılan 83 bireyden, 48 tanesi 29-35 yaş aralığına (%57,8) , 19 tanesi 24-28 yaş aralığına (%22,9), 16 tanesi 36-45 (%19,3) yaş aralığına sahiptir.
- Ankete katılan bireylerin medeni halleri göz önünde alındığında, 83 bireyden, 59’u evli (%71,1), 24 tanesi ise bekardır (%28,9).

- İş tecrübesi değişkeni incelendiğinde, ankete katılan 83 bireyden, 35 tanesi 8-12 yıldır (%42,2), 20 tanesi 4-7 yıldır (%24,1), 18 tanesi 1-3 yıldır (%21,7) ve 10 tanesi 13-15 yıldır (%12) aracı kurumlarda çalışmaktadır.

- Ankete katılan 82 bireyin eğitim durumları incelendiğinde, 59 tanesi lisans (%71,1), 19 tanesi lisansüstü (%22,9) ve 5 tanesi ise doktora (%6,0) mezunudur.

- Ankete katılan bireylerin gelir durumları incelendiğinde ise, 82 katılımcıdan, 38 tanesi ayda 5.000-6.999 TL arası (%45,8), 21 tanesi 3.000-4.999 TL arası (%25,3), 17 tanesi 2.000-2.999 TL arası (%20,5) ve 6 tanesi ise 7.000 TL ve üzeri (%7,4) kazanç sağlamaktadır.

Anketin üçüncü bölümü Ankara'daki SPK lisanslı aracı kurum çalışanlarının davranışsal finans eğilimlerinin değerlendirilmesi sonucunda hazırlanmıştır. Anket çalışmasında, 5'li Likert Ölçeği'nde bulunan önermeler, SPSS frekans analiziyle değerlendirilmiştir.

Ankette katılımcılara yöneltilen önermeler ve sorular aşağıdaki belirtilmiştir;

- Ne kadar süredir yatırım araçlarını aktif olarak kullanıyorsunuz?
- En çok hangi yatırım araçlarını kullanıyorsunuz?
- Hangi temel yatırım bilgi kaynaklarını kullanıyorsunuz?
- BIST100'de yer alan hisse senetlerini zarar etse bile uzun vadede elimde tutuyorum. Gazetede yatırım yaptığım hisse senediyle ilgili kötü bir haber çıkınca hisse senedini satıyorum.
- Piyasa faizinin %10 olduğu ortamda, %5 kazancı bulduğumda satış işlemi yaparım.
- Bir hisse senedinin yıllık bazda %10 ve üzeri kazanç getireceğini bekleyen bir yatırımcıysam, hissenin o yıl içinde %15 kaybettiğini gördüğümde satış işlemi yaparım.
- Bir hisse senedi son zamanlarda kazandırıyor ise o hisse senedini almam.
- Aynı hisse senedi son zamanlarda kaybettiriyorsa o hisse senedinin gelecekteki durumunu değerlendirir ve portföyüme almak için gözlemlerim.
- Eğer hisse senetlerine yatırım yapıyorsam ve başka finansal araçların daha fazla kazandırdığını gözlemlemem bile, hisse senedi alım-satımı yapmaya devam ederim.
- Güvenli ancak düşük getirili yatırım araçlarını güvensiz ancak yüksek getirili yatırım araçlarına tercih ederim.
- Hangi yatırım aracını kullanacağımı dini inançlarıma ve politik görüşlerime göre belirlerim.

- Herhangi bir nakit ihtiyacım olduğunda, %15 kaybettiren hisse senedim yerine, %10 kazandıran hisse senetlerimi satarım.

Önceki bölümde yapılan anket soruları ve önermeleri sonucunda, davranışsal finansın yatırımcılar üzerinde göze çarpan etkileri görülmüştür.

➔ “BIST100’de yer alan hisse senetlerini zarar etse bile uzun vadede elimde tutuyorum” önermesinde ankete katılan bireylerin %31,3’ü “kesinlikle katılıyorum”, %27,7’si “katılıyorum” yanıtını vermişlerdir.

Bu önermeden çıkarılacak davranışsal finans etkisi pişmanlıktan kaçınma eğilimidir. Pişmanlıktan kaçınma eğilimine giren katılımcılar verecekleri kararların sonucunda korkmuşlardır. Hisse senedini sattıktan sonra fiyatının artacağını düşünmüşler bu yüzden de satmak yerine elinde tutmak hatta fiyat düştükçe düştüğü fiyattan almak yoluna girmişlerdir.

➔ “Gazetede yatırım yaptığım hisse senediyle ilgili kötü bir haber çıkınca hisse senedimi satıyorum” önermesine, katılımcılar %25,3 oranında “kesinlikle katılıyorum”, %31,3 oranında ise “katılıyorum” yanıtını vermişlerdir.

Bu önermede ortaya çıkan sonuçlardan sonra kayıptan kaçınma eğilimine varılmaktadır. Çünkü yatırımcılar yatırımlarını zarara uğrayarak elden çıkarmak istemezler. Gazetede yatırımlarıyla ilgili kötü bir haber çıkan katılımcılar, doğal olarak bu haberin piyasada yayılacağını ve yapmış oldukları yatırımın fiyatının düşeceğini ve zarara uğrayacaklarını öngörürler. Bu yüzden kayıptan kaçınma eğilimine girerek haber çıkan yatırımla ilgili yatırımlarını satarlar.

➔ “Piyasa faizinin %10 olduğu ortamda %5 kazancı bulduğumda satış işlemi yaparım” önermesine katılımcıların %34,9’u “kesinlikle katılıyorum”, %30,1’i “katılıyorum” cevabını vermişlerdir.

Bu önermeden alınan yanıtlar sonucunda, davranışsal finans anlamında sürü psikolojisi gözlemlenmektedir. Ülkemizde bulunan yatırımcılar genellikle küçük bir kar oranını gördüklerinde satış işlemi yaparlar. Kendilerine olan güven duygusunu, gurur hissini, zafer hazzını yaşamak isterler. Satış işlemi gerçekleştiren yatırımcılardan sonra hisse fiyatı düşer. Bu durum da bireysel yatırımcılar üzerinde olumsuz ve bir etki bırakır ve kazanç sağlayan hisse senedini uzun vadede elde tutmak istemezler.

Bu yüzden, bireysel katılımcıların çoğu gibi ankete katılan bireylerde az miktarda kar oranını gördüklerinde diğer piyasadaki diğer yatırımcıların ardından sürü psikolojisine kapılarak kar eden yatırımlarını elden çıkarırlar.

→ “Bir hisse senedinin yıllık bazda %10 ve üzeri kazanç getireceğini bekleyen bir yatırımcıysam, hissenin o yıl içinde %15 kaybettiğini gördüğümde satış işlemi yaparım” önermesine, ankete katılan bireylerin %37,3’ü “katılıyorum”, %33,7’si “kesinlikle katılıyorum” yanıtını vermişlerdir.

Bu önerme sonucunda alınan cevaplardan anlaşılacağı üzere katılımcılar üzerinde kayıptan kaçınma eğilimi görülmüştür. Yatırımcıların ne kadar kayıptan kaçınma eğilimine girdikleri kayıplarının büyüklüğüyle bu kaybı zihinlerinde nasıl muhasebeleştirdikleriyle alakalıdır. Bu yüzden yıllık bazda %10 kazanç sağlayacağı düşünülen bir yatırımın %10 zarar getirmesi çoğu yatırımcıyı olacağı gibi ankete katılan katılımcıları da olumsuz yönde etkilemekte ve yatırımlarını kayıptan kaçınma duygusuyla satmaya itmektedir. Katılımcılar yukarıdaki önermelerle ilgili olarak, yatırımlarını uzun vadede elde tutmayı da tercih edebilirler, ancak %10 kar ile %15 zarar arasında uçurum vardır. Bu yüzden yatırımcıların yine kayıptan kaçınma eğilimine girerek yatırımlarını satma yoluna girmeleri anlaşılabilir.

→ “Bir hisse senedi son zamanlarda sürekli kazandırıyorsa o hisse senedini almam. Aynı hisse senedi son zamanlarda kaybettiriyorsa o hisse senedinin gelecekteki durumunu değerlendirir ve portföyüme almak için gözlemlerim” önermesine ankete katılan bireylerin %50,6’sı “kesinlikle katılıyorum”, %27,7’si ise “katılıyorum” yanıtını vermişlerdir.

Bu önermenin yanıtlarından çıkarılacak sonuç katılımcıların pişmanlıktan kaçınma eğilimi altına girmeleridir. Çoğu bireysel yatırımcı, kar eden bir yatırımı sonradan portföylerine aldıklarında, satın aldıkları yatırımın düşüşe geçeceğini düşünürler. Pişman olmaktan korkarlar. Bu yüzden düşüşte olan yatırımlar çoğu bireysel yatırımcı için bir madendir. Çünkü düşüş trendine girmiş bir yatırım her an yükselme trendine girebilir ve kar getirebilir. Ankete katılan bireylerde çoğu bireysel yatırımcı gibi böyle düşünüp, pişman olmamak adına, yani pişmanlıktan kaçınma eğilimine girerek yükseliş trendindeki yatırımlardan uzak durmayı tercih ederler.

→ “Eğer hisse senetlerine yatırım yapıyorsam ve başka finansal araçların daha fazla kazandırdığını gözlemlesem bile, hisse senedi alım-satım yapmaya devam ederim” önermesine ankete katılan bireylerin %34,9’u “kesinlikle katılıyorum”, %24,1’i “katılıyorum” yanıtını vermişlerdir.

Bu önermeden alınan cevaplarda pişmanlıktan kaçınma eğilimi görülmektedir. Çünkü yatırımcılar kazandıran bir yatırımdan çıkıp başka bir yatırım üzerinde risk almak istemezler. Kar ettikleri yatırım üzerinde zafer hissini yaşamak isterler. Kar ederken başka bir yatırıma geçmek risk unsuru oluşturur, zarar getirebilir. Bu yüzden çoğu yatırımcı gibi ankete katılan katılımcılar da pişmanlık duygusunu yaşamamak adına bu riski almazlar.

→ “Güvenli ancak düşük getirili yatırım araçlarını güvensiz ancak yüksek getirili yatırım araçlarına tercih ederim önermesine” ankete katılan bireylerin %44,6’sı “kesinlikle katılıyorum”, %26,5’i “katılıyorum” yanıtını vermişlerdir.

Bu önermeye verilen yanıtlardan çıkarılacak davranışsal finans psikolojisi belirsizlikten kaçınmadır. Bazı yatırımcılar küçük hacimli işlem gören hisse senetlerini yönelip kısa vadede çok kar etmeyi hedefler ve risk alırlar. Ancak bilinmelidir ki çoğu yatırımcı BIST100’deki hisse senetlerini tercih eder. Bunun sebebi de BIST100’de bulunan hisse senetlerinin daha az manipülasyonla karşılaşmasıdır. Ankete katılan bireyler de bu durumu göze alarak riskten kaçınmayı tercih edeceklerini belirtmişler ve güvensiz yatırımlardan uzak durma kararlarını cevaplarına yansıtmışlardır. Böylece, belirsizlikten kaçınma eğilimine girerek riskten uzak dururlar. Ancak yine de anket sonuçları göz önüne alındığında katılımcıların toplam %20,5’i risk almayı seven bireylerdir.

→ “Hangi yatırım aracını kullanacağımı dini inançlarıma ve politik görüşlerime göre belirlerim” önermesine ankete katılan bireylerin %22,9’u “kesinlikle katılıyorum”, %33,7’si “katılıyorum” yanıtını vermişlerdir.

Bu cevaplardan çıkarılan sonuç, katılımcıların muhafazakarlık eğilimine girdikleridir. Bireysel yatırımcılar, her gün yeni bilgi ve tecrübelerle karşılaşır. Bu süreçte finansal durumlar da değişim gösterir. Muhafazakarlık eğiliminde olan bireysel yatırımcılar, sözünü ettiğimiz etmenlerle karar verdikleri yatırımları, günlük değişimler karşısında değiştirmekten kaçınırlar. Ankete katılan bireylerde de aynı durum söz konusudur ve bu önerme sonucunda davranışsal finansın etkisi altında muhafazakarlık eğilimi gösterdikleri görülmüştür.

→ “Herhangi bir nakit ihtiyacım olduğunda, %15 kaybettiren hisse senedim yerine, %110 kazandıran hisse senetlerimi satarım” önermesine ankete katılan bireylerin %19,3’ü “kesinlikle katılıyorum”, %25,3’ü “katılıyorum” cevabını vermişlerdir.

→ Bu önermenin sonucunda da pişmanlıktan kaçınma eğilimi görülmektedir. Katılımcılar, nakit ihtiyacı için zarar eden yatırımlarını satma kararı aldıklarında zararını kabullenmiş olacaklardır. Bu kabullenme daha sonra yatırımın yükselmesi ihtimaline karşı pişmanlık yaratabilir. Bu yüzden katılımcıların zarar eden yatırımları uzun vadede elde tutacakları görülmektedir. Nakit ihtiyacı için, %10 kar getiren yatırımlarını elden çıkardıklarında ise, katılımcılar zafer hazzını yaşayacaklardır. Bu yüzden pişmanlıktan kaçınma eğilimine girip, anketin sonuçlarında da gözlemlendiği gibi, %15 kaybettiren hisse senedinin yerine, %10 kazandıran hisse senetlerini satmaya karar verirler.

Sonuç olarak, anket sonuçlarında da anlaşılaacağı üzere, Ankara ilinde aracı kurumlarda çalışan, yani yatırım işlemlerinin birebir içinde olan bireysel yatırımcılar bile geleneksel finansal modellerden uzaklaşıp, rasyonel olmayan davranışlara girebilmektedirler ve bunun sonucunda da pişmanlıktan kaçınma, kayıptan kaçınma, kumarbaz eğilimi ya da muhafazakarlık eğilimlerinin etkisi altında kaldıkları gözlemlenebilir. Ülkemizin sahip olduğu kırılgan ekonomiyi ve dalgalı piyasaları göz önüne aldığımızda, belirttiğimiz eğilimlerin Türk yatırımcısı için de geçerli olduğunu söyleyebiliriz. Anket sonuçlarına baktığımızda bir diğer göze çarpan sonuç ise, katılımcıların çoğunlukla altın ve döviz tercih etmesidir. Bu durumu da yine ülkemizdeki diğer bireysel yatırımcılarla bağdaştırabiliriz. Kırılgan piyasa etkileri göz önüne alındığında bireysel yatırımcılar uzun vadeli altın ve döviz alma eğilimine girerler. Bu durum da ülkemizdeki geleneksel yatırım anlayışını yansıtmaktadır. Çünkü, çoğu bireysel yatırımcı uzun vadede altın ve dövizden zarar etmeyeceklerine inanırlar. Ülkemizdeki bazı dönemlerde gerçekleşen döviz ve altın hareketlerine baktığımızda, sert çıkış hareketleri gözlemleyebiliriz ki bu durum ülkemizdeki bireysel yatırımcıları haklı çıkarmaktadır.

Anketlerde gözlemlenen davranışsal finans eğilimlerine geri dönecek olursak, kayıptan kaçınma, pişmanlıktan kaçınma gibi eğilimler ülkemizin kırılgan piyasa şartlarından kaynaklanmaktadır. Bu tür piyasalar, bireysel yatırımcıların gözünü korkutmaktadır. Anket sonuçlarımıza baktığımızda, elbette bazı yatırımcıların riski sevdiğini gözlemleyebiliriz. Ancak çoğunluğa odaklandığımızda, katılımcılar aracı kurum çalışanı olmasına rağmen, riskten kaçınma eğilimi altında davranışsal finansın etkisine girerler.

7. KAYNAKÇA

- ANDREW, L. (1999). Behavioral Finance: The Science of Psychology.
- AKSOY, T., ŞAHİN, I. (2009). Belirsizlik Altında Karar Alma: Geleneksel ve Modern Yaklaşımlar, Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metinleri.
- AMLING, F. (1978). Investments: An Introduction to Analysis and Management Prentice Hall, New Jersey.
- ARONSON, E. (1992). The Social Animal, New York.
- BAKER, K. ve NOFSINGER, J.R. (2002). Pyschological Biases of Investors.
- BARAK, O. (2008). İMKB’de Aşırı Reaksiyon Anomalisi ve Davranışsal Finans Modelleri Kapsamında Değerlendirilmesi, Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 3.
- BARBERIS, N., HUANG, M. (2001). Prospect Theory and Asset Prices, The Quarterly Journal of Economics, 116.
- BARBERIS, N., SHLEIFER, A. ve VISHNY, R. (1998). “A Model of Investor Sentiment”, Journal of Financial Economics, Vol: 49, 307-310.
- BAYAR, Y. (2011). Yatırımcı Davranışlarının Davranışçı Yaklaşım Çerçevesinde Değerlendirilmesi, Girişimcilik ve Kalkınma Dergisi, 2.
- BAYRAK, K. (2012). Davranışsal Finans, Sermaye Piyasasında Gündem Dergisi, 6-7.
- BENARTZI, S., THALER, R. (1995). Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle, The Quarterly Journal of Economics.
- BLACK, F. (1986). Noise, Journal of Finance.
- BERK, N. (2000). Finansal Yönetim, İstanbul.
- BERNSTEIN, P.L. (2006). Tanrılara Karşı: Riskin Olağanüstü Tarihi, Scala Yayıncılık, 280-282.
- BOLAK, M. (1998). İşletme Finansı, Birsen Yayınevi, İstanbul.
- BOSTANCI, F. (2004). Davranışçı Finans, Yeterlilik Etüdü çalışması, SPK Yayınları, Ankara.
- BOZKURT, Ü. (1988). Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi, İstanbul.

BÖYÜKASLAN, A. (2012). Bireysel Yatırımcıları Finansal Yatırım Kararlarına Yönlendiren Faktörlerin Davranışsal Finans Açısından İncelenmesi: Afyonkarahisar Örneği, Afyon Kocatepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi.

CEYLAN, D., DOĞUKANLI, H. (2005). Finansal Yönetim, İstanbul

CİVAN, A. (2011). Public Finance, İstanbul.

DANIEL, K., HIRSHLEIFER, D. ve SUBRAHMANYAM, A. (1998). “Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions”, Journal of Finance, Vol 53, No:6, 108.

DAVE, C., WOLFE, W.K. (2003). On Confirmation Bias and Deviations From Bayesian Updating.

DE BONDT, W., THALER, R. (1990). Do Security Analysts Overreact, American Economic Review, American Economic Association, 52-55.

DÖM, S. (2003). Yatırımcı Psikolojisi, İstanbul.

DRAKE, R., RICHARD, I., ve PETER, J. (1990). Sanayide Davranış Bilimleri, İşletme Fakültesi Yayınları, 19, İstanbul.

ELLSBERG, M. (1995). Prospect Theory: For Risk and Ambiguity.

ELMAS, B. (2010). Hisse Senedi Piyasalarında Görülen Anomaliler ve Bireysel Yatırımcı Üzerine Bir Araştırma, Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 85-100.

ERTAN, Y. (2007). Davranışsal Finans ve Pişmanlık Teorisinin Döviz Kuru Riskinden Koruma Kararına Etkisi, Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, Uludağ Üniversitesi, Bursa.

FAMA, EUGENE F. (1976). Foundations of Finance, Basis Books, New York.

FELLNER, G. (2004). Illusion of Control as a Source of Poor Diversification: An Experimental Approach.

FULLER, J. (1998). Behavioral Finance and Source of Alpha.

GÜNAK, N. (2007). İleri Teknik Analiz Uygulamaları.

GÜNGÖR, D. (2004). Portföy Yönetimi ve Portföy Seçimine Yönelik Uygulama, 107-108.

GÜRÜNLÜ, M. (2011). Finans Piyasalarının Etkinliği Teorisinden Davranışsal Finansa: Finans Teorisinin Evrimi, 40-41.

HANSON, J.D, KYSAR, D.A. (1999). “Taking Behavioralism Seriously: The Problem of Market Manipulation”, New York University Law Review.

HOWARD, J.A. (1965). Marketing Theory, Allyn and Bacon, Boston.

- KADERLİ, Y., DEMİR, S. (2008). Teknik Analiz Kullanımının Davranışsal Finans ile Açıklanmasında Bilişsel Önyargıların Rolü: İMKB’de Çalışan Borsa Uzmanları Üzerine Bir Araştırma, Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, 63-72.
- KAHNEMANN, D. , RIEPE, M. (1998).Aspects of Investor Psychology. The Journal of Portfolio Management, 52-77.
- KAHNEMANN, D., TVERSKY, A. (1974). Judgment Under Uncertainty: Heuristic and Biases, Science, New Series, Volume 185, 263-1128.
- KARAN, M. (2001). Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi, Hacettepe Üniversitesi Finansal Araştırmalar Merkezi Yayınları, Ankara.
- KOÇEL, T. (2018). İşletme Yöneticiliği.
- KORKMAZ T., CEYLAN, A. (2010). Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi, Bursa.
- MOORE, D., CAIN, D. (2007). Overconfidence and Underconfidence: When and Why People Underestimated (and Overestimate) The Competititon. Organizational Behavior and Human Decision Process, 197-203.
- NOFSINGER, J.R. (2001). Investment Madness: How Psychology Affects Your Investing and What to Do About It, Pearson Education.
- NORTON, E.A., REILLY F.K. (1995). Investments.
- ODEAN, T. (1934). Volume, Volatility, Price, and Profit When All Traders Are Above Average. Journal of Finance, 53.
- OTLUOĞLU, E. (2009). Davranışsal Finans Çerçevesinde Aşırı Güven Hipotezinin Test Edilmesi: İMKB’de Bir Uygulama, İstanbul Üniversitesi, İstanbul, 63-70.
- ÖZEROL, H. (2011). Saçmalama.
- PATEL, J. (1991). The Rationality Struggle: Illustrations from Financial Markets.
- POMPIAN, M. (2006). Behavioral Finance and Wealth Management, New Jersey.
- SEFİL, S., ÇİLİNGİROĞLU, H.K. (2011). Davranışsal Finansın Temelleri: Karar Vermenin Bilişsel ve Duygusal Eğilimleri, İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 256.
- SHILLER, R.J. (1998). Human Behaviour and Efficiency of the Financial System.
- SÖNMEZ, T. (2010). Davranışsal Finans Yaklaşımı: İMKB’de Aşırı Tepki Hipotezi Üzerine Bir Araştırma, Doktora Tezi, Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- TANER, B., AKKAYA, C. (2009). Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler, Ankara.

- TAŞDEMİR, M. (2007). Belirsizlik Altında Tercihler ve Beklenen Fayda Modelinin Yetersizlikleri, 309.
- THALER, R. (1985). “Mental Accounting and Consumer Choice”, Marketing Science, 184-199.
- TOMAK, S. (2009). Girişimci ve Hevristikleri: Kavramsal Çözümleme, Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi: 10(2), 145-166.
- TUFAN, E. (2006). Davranışsal Finans, Orion Yayınevi, Ankara.
- ÜLKÜ, N. (2001). “Finansta Davranış Teorileri ve İMKB’nin Dezenflasyon Programının Başlangıcında Fiyat Davranışı”, İMKB Dergisi, Sayı: 172001, 16-107.
- YALÇINER, Y (2012)., İktisat Yaklaşımıyla Rekabetçi Piyasa Analizi.
- YAŞAR, E. (2004). Teknik Analiz ve Yatırımcı Sorgulanıyor, Siyasal Kitapevi.
- YÖRÜKOĞLU, A. (2007). Davranışsal Finans. T.C. Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasası ve Borsa Ana Bilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, 55-155.

8. EKLER

Ek.1 Anket Formu

DAVRANIŞSAL FİNANSIN BİREYSEL YATIRIMCILARIN

DAVRANIŞ BİÇİMLERİNİ ETKİLEMESİ

Değerli Katılımcı;

Son yıllarda davranışsal finans tanımı oldukça önem arz etmektedir. Davranışsal finans, finans ve ekonomi alanında, normal piyasa etkilerinden daha çok davranışsal etkilerin etmen olduğu görüşünü yansıtmaktadır. Size sunulan anket çalışması, Ankara ilindeki aracı kurumlarda çalışan siz değerli çalışanların duygusal, bilişsel, ve sosyal etkilerinin yatırım kararları üzerindeki etkisini yansıtmayı hedeflemektedir. Bu çalışma tamamen akademik bir amaç taşımaktadır. Vereceğiniz bilgiler ve cevaplar gizli tutulacaktır ve isim belirtmeniz gerekmemektedir.

Ankete olan katılımınız ile çalışmama verdiğiniz değerli destekten dolayı teşekkür ederim.

Saygılarımla...

Burak Çıldık

Başkent Üniversitesi Ticari Bilimler Fakültesi

Bankacılık ve Finans Ana Bilim Dalı Yüksek Lisans Öğrencisi

1-Cinsiyetiniz?

☐ Bay ☐ Bayan

2-Yaş grubunuz?

☐ 24-28 ☐ 29-35 ☐ 36-45

3-Medeni durumunuz?

☐ Evli ☐ Bekar

4-Kaç yıldır çalışıyorsunuz?

☐ 1-3 yıl ☐ 4-7 yıl ☐ 8-12 yıl ☐ 13-15 yıl

5-Öğrenim durumunuz?

☐ Lisans ☐ Lisansüstü ☐ Doktora

6-Gelir seviyeniz?

☐ 2000-2.999 ☐ 3.000-4.999 ☐ 5.000-6.999 ☐ 7.000 üzeri

7- Ne kadar süredir yatırım araçlarını aktif olarak kullanıyorsunuz?

☐ 0-2 yıl ☐ 3-5 yıl ☐ 6-9 yıl ☐ 10 yıl ve üzeri

8- En çok hangi yatırım araçlarını kullanıyorsunuz?

☐ Altın ☐ Döviz ☐ Hisse senedi ☐ Tahvil ve Bono

9-Hangi temel yatırım bilgi kaynaklarını kullanıyorsunuz?

☐ Temel Analiz ☐ Teknik Analiz ☐ KAP ☐ Gazete Haberleri

Lütfen aşağıdaki önermeleri dikkatlice okuyunuz ve karşılarında yer alan ölçekte size en uygun gelen seçeneği (X) şeklinde işaretleyiniz. Boş alan bırakmamanızı rica ederim.	Kesinlikle Katılmıyorum	Katılmıyorum	Kararsızım	Katılıyorum	Kesinlikle Katılıyorum
BIST100'de yer alan hisse senetlerini zarar etse bile uzun vadede elimde tutuyorum					
Gazetede yatırım yaptığım hisse senediyle ilgili kötü bir haber çıkınca hisse senedimi satıyorum					
Piyasa faizinin %10 olduğu ortamda %5 kazancı bulduğumda satış işlemi yaparım					
Bir hisse senedinin yıllık bazda %10 ve üzeri kazanç getireceğini bekleyen bir yatırımcıysam, hissenin o yıl içinde %15 kaybettiğini gördüğümde satış işlemi yaparım					
Bir hisse senedi son zamanlarda sürekli kazandırıyor o hisse senedini almam. Aynı hisse senedi son zamanlarda kaybettiriyorsa o hisse senedinin gelecekteki durumunu değerlendirir ve portföyüme almak için gözlemlerim					
Eğer hisse senetlerine yatırım yapıyorsam ve başka finansal araçların daha fazla kazandırdığını gözlemlesem bile, hisse senedi alım – satımı yapmaya devam ederim					
Güvenli ancak düşük getirili yatırım araçlarını güvensiz ancak yüksek getirili yatırım araçlarına tercih ederim					
Hangi yatırım aracını kullanacağımı dini inançlarıma ve politik görüşlerime göre belirlerim					
Herhangi bir nakit ihtiyacım olduğunda, %15 kaybettiren hisse senedim yerine, %10 kazandıran hisse senetlerimi satarım					