

T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
PARA, SERMAYE PİYASALARI VE FİNANSAL KURUMLAR

YÜKSEK LİSANS TEZİ

DAVRANIŞSAL ÖNYARGI İLE KİŞİSEL YATIRIM
KARARLARI ARASINDA İLİŞKİ

Elvin HAJIYEV

2501171791

TEZ DANIŞMANI

Doç. Dr. Arif SALDANLI

İSTANBUL – 2022

ÖZ

DAVRANIŞSAL ÖNYARGI İLE KİŞİSEL YATIRIM KARARLARI ARASINDA İLİŞKİ

Elvin HAJIYEV

Bu çalışma; davranışsal önyargı ile kişisel yatırım kararları arasındaki ilişki konusunu ele almaktadır. Psikoloji, finans alanına girene kadar araştırmacılar ve ekonomistler; insanları sadece rasyonel varlıklar olarak görmüşler, duygusal ve manevi hallere önem vermemişler, ancak yatırımcılar da çevresel koşullardan, duygusal ve manevi hallerden etkilenmektedir. Sonuç olarak, yanlış kararlar verirler ve kayıplara uğrarlar. Yanlış kararlar ve kayıplar araştırılarak sebepleri bulunmaya çalışılmıştır. Geliştirilen teoriler aracılığıyla cevap bulunmaya çalışılsa da insanların iç ve dış etkenlerden etkilendiği göz ardı edildiğinden bir çözüm bulunamamıştır. Adam Smith, "ekonomik davranışın çıkar ve çıkarlara bağlı olduğunu" açıkladıktan sonra, kayıp önlemeyi tanımlayarak, duygu ve düşüncelerin ekonomi alanında da etkili olduğunu göstermiş ve sonraki süreçte Kahneman ve Tversky, bunları iç ve dış etkenlerle birlikte ele alarak temeli oluşturmuştur.

Klasik iktisat teorisinin de araştırıldığı bu alanda, kesin bir sonuca varmak mümkün olmamıştır. Beklenti teorisi ise farklı bir bakış açısı sunmuş ve yatırımcıların psikolojisinin önemli olduğunu savunmuştur. Psikolojinin ekonomiye girişi, ekonomistleri iki kısma ayırdı. Eleştirmenler bunun ekonomiyi pozitif bilimlerden uzaklaştıracağını savunmuştur.

Beklenen fayda teorisinde, faydalar rasyonel davranış altında karşılaştırılır ve bunlardan en karlı olanı tercih edilir. Rasyonel eylemin zararı azalttığı fikrine karşı beklenti teorisi, insan psikolojisine danışılması gerektiğini savunmuştur.

Yatırımların zarar gördüğü dönemlerde, sonuçlar olumlu olmasına rağmen çalışmalar yapılmış, ancak sorun bulunamamıştır. Bu aşamada insan psikolojisi ve içgüdüleri tartışılmıştır. Teşvik edilmekte olan bu yeni yaklaşım, "davranışsal finans"ı ortaya çıkarmış ve insan psikolojisi, duygusal ve ruhsal durumları araştırma konusu haline gelmiştir. Bugün bu, en çok tartışılan konulardan biridir. Tüm insanlar

gibi yatırımcılar da geçmişten, ruh hallerinden, duygusal eğilimlerinden, belirsizlikten etkilenmektedir ve bu nedenle yanlış kararlar verebilirler.

Davranışsal finans, daha çok bireysel yatırımcıların davranışlarına ve özelliklerine odaklanmaktadır. Bireysel yatırımcılar, genel olarak kurumsal yatırımcılardan ve piyasa algılarından farklı olduklarından, risk ve getiri hakkındaki düşünceleri kurumsal yatırımcılar kadar rasyonel ve profesyonel değildir ve kararlarını psikolojik, demografik ve sosyo-ekonomik faktörler etkilemektedir.

Zamanla, yatırımcıların yatırım kararlarındaki hataların, mantıksız seçimlerin ve anomalilerin sebebinin insan psikolojisinden kaynaklanabileceği araştırmalarda oldukça önem kazanmıştır. Yatırım tercihleri bilişsel kusurları ve psikolojik önyargıları içerdiğinden, sezgide hatalar olmaktadır. Dolayısıyla davranışsal finansın geleneksel finans modellerinin tüm durumlarında veri olarak kabul edilen rasyonalite varsayımlarını genişlettiği ve finansal piyasalardaki irrasyonelliği ortaya çıkarmak istediği söylenebilir. Davranışsal finans, finans ve ekonomi alanındaki çalışmalara sosyoloji ve psikoloji gibi davranış bilimlerinin dahil edilmesini, beklenen fayda teorisi ve rasyonel davranış kalıplarının dışında yeni gözlemlerin yapılmasını ve geleneksel teorilerle çelişen konuların açıklanmasını içermektedir.

Davranışsal finans alanında bireylerin psikolojik ve davranışsal özelliklerinin daha çok yatırımcılar bazında ele alındığı ve araştırma konusu olduğu görülmektedir. Ancak kurumsal yatırımcılar, yöneticiler, aracı kurumlar, portföy yöneticileri gibi diğer finansal aktörlerin aldığı kararlarda bireylerin davranışsal özelliklerinin de etkili olabileceği görülmektedir. Baker, Ruback ve Wurgler (2004), yaptıkları çalışmada davranışsal finans alanını iki boyuta indirgemişlerdir. Birinci boyut, yatırımcı karar verme sürecini etkileyen faktörler veya yatırımcıların davranışsal özelliklerinin aldıkları kararlara etkisidir. İkinci boyut, şirket yöneticilerinin şirketleri ile ilgili kararlarında etkili olan davranışsal veya yönetsel önyargıların şirket kararlarına etkisidir.

Psikoloji, sosyoloji, davranış bilimi ve finans alanlarında yapılan çalışmalar, insanların günlük hayatta önemli karar alanlarındaki tutum ve davranışlarının daha mantıksız olduğunu göstermektedir. Karar verme aşamalarında bireylerin rasyonel

kararlardan sapmasına neden olan temelde iki olgu vardır. Bunlar buluşsal yöntemler ve önyargılardır. Finansal karar vermenin psikolojisi olarak ifade edilen davranışsal finans, finansal kararlar üzerinde sezgisel ve önyargı faktörlerinin rolünü incelemektedir. Bu noktadan hareketle davranışsal finans, psikolojik araştırmaların sonuçlarına dayanarak davranışsal faktörlerin bireylerin finansal karar süreçlerine etkisini araştırmaktadır.

Bu çalışmanın amacı davranışsal önyargıların kişisel yatırımcı kararlarına etkisini araştırmaktır. Bu çalışmada konuyla ilgili teorik çerçeve literatür taraması yapılarak ortaya konulmuş ve davranışsal finans disiplini çerçevesinde sezgisellerin (sezgilerin) ve ön yargıların finansal kararlardaki rolü irdelenmiştir. Çalışma, 360 bireysel yatırımcı ile görüşülerek gerçekleştirilmiştir.

Anket katılımcılarının finansal okuryazarlık düzeylerini ölçmek için 8 sorudan oluşan ve 0-3 olan finansal sorular sorulmuştur. Sorulara doğru cevap verenlerin finansal bilgiye sahip olmadığı, 4-8. soruları doğru cevaplayanların finansal bilgiye sahip olduğu varsayılmaktadır. Sonuç olarak finansal okuryazarlık düzeyi ile davranışsal yanlılık arasındaki ilişki incelenmiştir.

Davranışsal yanlılıklar ile demografik özellikler arasındaki ilişki incelendiğinde temsili yanlılık ile cinsiyet arasında anlamlı bir ilişkinin olduğu, diğer eğilimler ile cinsiyet değişkeni arasında ise anlamlı bir ilişkinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Davranışsal yanlılıklar ile yaş değişkeni arasındaki ilişki incelendiğinde ise anlamlı bir ilişkinin olmadığı görülmüştür. Evlilik durum değişkeni ile davranışsal yanlılık arasındaki ilişki incelendiğinde, ilişkinin anlamlı olmadığı görülmüştür. Muhafazakarlık, özgüven, kendini yükleme eğilimi ve mezuniyet oranı arasında ilişki gözlenirken, temsil edicilik, aşırı iyimserlik ve sürü davranışı ile mezuniyet oranı arasında ilişki bulunamamıştır.

Anahtar Kelimeler: Davranışsal Önyargı, Davranışsal Finans, Psikoloji, Önyargı, Duygusal Eğilim, Bireysel Yatırımcı

ABSTRACT

**THE RELATIONSHIP BETWEEN BEHAVIORAL BIAS
AND PERSONAL INVESTMENT DECISIONS**

Elvin HAJIYEV

This thesis discusses the relationship between behavioral bias and personal investment decisions. Researchers and economists until psychology enters the field of finance. They saw people only as rational beings and did not give importance to emotional and spiritual states, but investors are also affected by environmental conditions, emotional and spiritual states. As a result, they make wrong decisions and suffer losses. Wrong decisions and losses were investigated and their reasons were tried to be found. Although an answer was tried to be found through the developed theories, a solution could not be found because it was ignored that people were affected by internal and external factors. After Adam Smith explained that "economic behavior depends on interest and interests", he defined loss prevention and showed that emotions and thoughts are also effective in the field of economy, and in the next process, Kahneman and Tversky formed the basis by considering them together with internal and external factors.

It has not been possible to reach a definite conclusion in this area where classical economic theory is also investigated. Prospect theory, on the other hand, offered a different perspective and argued that the psychology of investors is important. The introduction of psychology to economics has divided economists into two parts. Critics argued that this would move economics away from the positive sciences.

In expected utility theory, utilities are compared under rational behaviour and the most profitable of them is preferred. Against the idea that rational action reduces harm, expectancy theory argued that human psychology should be consulted.

Although the results were positive in periods when investments were damaged, studies were carried out, but no problems were found. At this stage, human psychology and instincts are discussed. This new approach, which is being promoted, has spawned

"behavioral finance" and has become the subject of research on human psychology, emotional and mental states. Today this is one of the most discussed topics. Investors, like all people, are affected by the past, their moods, emotional tendencies, and uncertainty, and therefore they may make wrong decisions.

Behavioural finance focuses more on the behaviour and characteristics of individual investors. Since individual investors are different from institutional investors and their market perceptions in general, their thoughts about risk and return are not as rational and professional as institutional investors, and their decisions are influenced by psychological, demographic and socio-economic factors.

Over time, it has become very important in studies that the cause of errors, irrational choices and anomalies in the investment decisions of investors may be caused by human psychology. Because investment preferences include cognitive defects and psychological biases, there are errors in intuition. Therefore, it can be said that behavioural finance expands the rationality assumptions accepted as data in all cases of traditional finance models and wants to reveal the irrationality in financial markets. Behavioural finance includes the inclusion of behavioural sciences such as sociology and psychology in the studies in the field of finance and economics, making new observations outside of expected utility theory and rational behaviour patterns and explaining the issues that conflict with traditional theories.

In the field of behavioural finance, it is seen that the psychological and behavioural characteristics of individuals are mostly discussed based on investors and are the subject of research. However, it is seen that the behavioural characteristics of individuals can also be effective in the decisions taken by other financial actors such as institutional investors, managers, intermediary institutions, portfolio managers. Baker, Ruback, and Wurgler (2004), in their study, reduce the field of behavioural finance to two dimensions. It is the factors that affect the investor decision-making process or the effect of the behavioural characteristics of the investors on the decisions they make. The second dimension is the effect of behavioural biases or managerial biases, which have an impact on the decisions of company managers concerning their companies, on company decisions.

Studies carried out in the fields of psychology, sociology, behavioural science and finance show that the attitudes and behaviours of people in important decision areas in daily life are more illogical. There are basically two facts that cause individuals to deviate from rational decisions in the decision-making stages. These are heuristics and prejudices. Behavioural finance, which is expressed as the psychology of financial decision making, examines the role of heuristic and bias factors on financial decisions. From this point of view, behavioural finance investigates the effects of behavioural factors on individuals' financial decision processes based on the results of psychological research.

The aim of this study is to investigate the effect of behavioral biases on individual investor decisions. In this study, the theoretical framework on the subject has been revealed by making a literature review and the role of heuristics (intuitions) and prejudices in financial decisions has been examined within the framework of behavioural finance discipline. The study was carried out by interviewing 360 individual investors.

In order to measure the financial literacy levels of the survey participants, financial questions consisting of 8 questions were asked and 0-3. It is assumed that those who answer questions correctly do not have financial information, and those who answer questions 4-8 correctly have financial information. As a result, the relationship between financial literacy level and behavioural bias was examined.

When the relationship between behavioural biases and demographic characteristics was examined, it was concluded that there was a significant relationship between representational bias and gender, while there was no significant relationship between other tendencies and gender variable. When the relationship between behavioural biases and age variable was examined, it was found that there was no significant relationship. When the relationship between the marital status variable and behavioural bias was examined, it was seen that the relationship was not significant. While a correlation was observed between conservatism, self-confidence, self-loading tendency and graduation rate, no relationship was found between representativeness, over-optimism and herd behaviour and graduation rate.

Keywords: Behavioural Bias, Behavioural Finance, Psychology, Bias, Emotional Tendency, Individual Investor.



ÖNSÖZ

Tez çalışmamda bana yardımcı olan ve bilmediğim konularda bana yardım eden kıymetli danışman hocam Doç.Dr. Arif SALDANLI'ya

Tez konularında bana yardımcı eden ve davranışsal önyargılar ile ilgili kısımlarda bana yardımcı olan çok değerli hocam Doç. Arif SALDANLI'ya

Tez konusunda bana yardımcı olan ve tez konu seçiminde bana yardım eden değerli hocam Doç. Arif SALDANLI'ya

Hayatımla ilgili konularda bana yardımcı olan: annem Samira HAJIYEVA'ya, eğitimim de dahil olmakla hayatımın her bölümünde maddi ve manevi yardımcı olan: babam Ceyhun HAJIYEV'ye teşekkürlerimi bildiririm.

ELVİN HAJIYEV

İSTANBUL, 2022

İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	II
ABSTRACT	V
ÖNSÖZ.....	IX
TABLolar LİSTESİ.....	XIII
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	XV
KISALTMALAR LİSTESİ.....	XVI
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANS KAVRAMI, FİNANS TEORİLERİ VE DAVRANIŞSAL FİNANS

1.1.	FİNANS KAVRAMI	4
1.1.1.	Paranın Zaman Değeri Kavramı	4
1.1.2.	Risk Faktörü Kavramı	5
1.1.3.	Etkin Piyasalar Hipotezi	7
1.1.4.	Yeni Finansal Kavramlar	10
1.2.	FİNANS TEORİLERİ.....	11
1.2.1.	Klasik Finans Teorisi	13
1.2.1.1.	<i>Dağıtım Finans Teorisi</i>	15
1.2.1.2.	<i>Emek Değer Teorisi</i>	16
1.2.1.3.	<i>Kontrol Teorisi</i>	19
1.2.2.	Neoklasik Finans Teorisi	19
1.2.2.1.	<i>Sermaye Yapısı Teorisi</i>	22
1.2.2.2.	<i>Portföy Teorisi</i>	22
1.2.2.3.	<i>Opsiyon Fiyatlama Teorisi</i>	23
1.3.	DAVRANIŞSAL FİNANS	25
1.3.1.	Davranışsal Finans Kavramı.....	25

1.3.2.	Davranışsal Finans Tarihi	27
1.3.3.	Davranışsal Finans Eğilimleri	28
1.3.3.1.	<i>Yatırımcı Hissi Teorisi ve Rasyonellik</i>	28
1.3.3.1.1.	Bilişsel Kökenli Yanılgılar (Bilişsel Önyargı).....	29
1.3.3.1.2.	Zihinsel Yanılsamalar	30
1.3.3.2.	<i>Anomaliler</i>	31
1.3.3.3.	<i>Beklenen Fayda Teorisi</i>	32
1.3.3.4.	<i>Beklenti Teorisi</i>	33
1.3.3.5.	<i>Sınırlı Arbitraj</i>	35
1.3.4.	Davranışsal Finans Modelleri	36
1.3.4.1.	<i>Temsili Yatırımcı Modeli</i>	37
1.3.4.2.	<i>Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam Modeli</i>	37
1.3.4.3.	<i>Hong ve Stern Modeli</i>	38
1.4.	DAVRANIŞSAL FİNANS VE ETKİN PİYASALAR	
HİPOTEZİ.....		38

İKİNCİ BÖLÜM.

DAVRANIŞSAL ÖNYARGI VE BİREYSEL YATIRIM İLİŞKİSİ

2.1.	DAVRANIŞSAL ÖNYARGI VE EĞİLİMLERİ.....	41
2.1.1.	Bilişsel Kökenli Önyargıların Türleri.....	41
2.1.1.1.	<i>Aşırı İyimserlik</i>	41
2.1.1.2.	<i>Aşırı Güven</i>	42
2.1.1.3.	<i>Aşırı Reaksiyon</i>	43
2.1.1.4.	<i>Düşük Reaksiyon</i>	43
2.1.1.5.	<i>Ayrılma Etkisi</i>	44
2.1.1.6.	<i>Tutuculuk</i>	44
2.1.1.7.	<i>Yükleme</i>	45
2.1.2.	Zihinsel Önyargıların Türleri.....	46
2.1.2.1.	<i>Kayıptan Kaçınma</i>	46
2.1.2.2.	<i>Pişmanlıktan Kaçınma</i>	46
2.1.2.3.	<i>Zihinsel Muhasebe</i>	47

2.1.2.4. Çerçeveleme Etkisi	47
2.1.2.5. Sınırlı Dikkat Süresi.....	48
2.1.2.6. Ankraj Önyargısı	48
2.1.2.7. Doğrulama (Onay) Yanlılığı.....	48
2.2. DAVRANIŞ FİNANSININ UYGULANAN YÖNLERİ VE ETKİLERİ.....	49
2.2.1. Davranışsal Finansın Varsayımları ve Etkileri.....	49
2.2.2. Davranışsal Finansın Uygulamalı Yönleri	52
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM.	
DAVRANIŞSAL ÖNYARGILAR İLE KİŞİSEL YATIRIM KARARLARI ARASINDAKİ İLİŞKİNİN İNCELENMESİ: BİR ARAŞTIRMA	
3.1. DAVRANIŞSAL FİNANS İLE İLGİLİ YAPILMIŞ ÇALIŞMALAR.....	56
3.2. ARAŞTIRMANIN AMACI, KAPSAMI VE ÖNEMİ	57
3.3. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ.....	58
3.4. ARAŞTIRMANIN BULGULARI VE HİPOTEZLERİ	59
3.4.1. Araştırmaya Katılan Yatırımcıların Demografik Özellikleri ile İlgili Değerlendirmeler.....	59
3.4.2. Davranışsal Önyargı Ölçeği Alt Boyutlarının Demografik Özelliklere Göre İlişkilerinin İncelenmesi	63
SONUÇ VE ÖNERİLER.....	87
KAYNAKÇA	93

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 1.1: Klasik Finans Teorisinin Özellikleri.....	27
Tablo 1.2: Neoklasik Finans Teorisinin Özellikleri.....	34
Tablo 1.3: EPH ve DF Karşılaştırılması.....	52
Tablo 3.1: Yatırımcıların Cinsiyete Göre Dağılımları.....	70
Tablo 3.2: Yatırımcıların Yaş Gruplarına Göre Dağılımları.....	70
Tablo 3.3: Yatırımcıların Medeni Durumlarına Göre Dağılımları.....	71
Tablo 3.4: Yatırımcıların Mezuniyet Derecelerine Göre Dağılımları.....	71
Tablo 3.5: Yatırımcıların Meslek Değişkenine Göre Dağılımları.....	72
Tablo 3.6: Yatırımcıların Aylık Gelir Değişkenine Göre Dağılımları.....	73
Tablo 3.7: Davranışsal Önyargılar Ölçeği Alt Boyutlarının Cinsiyet Değişkenine Göre Mann Whitney U Testi Sonuçları.....	74
Tablo 3.8: Davranışsal Önyargılar Ölçeği Alt Boyutlarının Yaş Değişkenine Göre Kruskal-Wallis H Testi Sonuçları.....	74
Tablo 3.9: Davranışsal Önyargılar Ölçeği Alt Boyutlarının Medeni Durum Değişkenine Göre Mann Whitney U Testi Sonuçları.....	76
Tablo 3.10: Davranışsal Önyargılar Ölçeği Alt Boyutlarının Mezuniyet Derecesi Değişkenine Göre Kruskal-Wallis H Testi Sonuçları.....	77
Tablo 3.11: Davranışsal Önyargılar Ölçeği Alt Boyutlarının Aylık Gelir Değişkenine Göre Kruskal-Wallis H Testi Sonuçları.....	78
Tablo 3.12: Davranışsal Önyargılar Ölçeği Alt Boyutlarının Tasarruflarını Döviz Yatırımında Kullanan ve Kullanmayan Kişilerin Mann Whitney U Testi Sonuçları.....	79
Tablo 3.13: Davranışsal Önyargılar Ölçeği Alt Boyutlarının Tasarruflarını Hisse Senedi Yatırımında Kullanan ve Kullanmayan Kişilerin Mann Whitney U Testi Sonuçları.....	80
Tablo 3.14: Davranışsal Önyargılar Ölçeği Alt Boyutlarının Tasarruflarını Altın Yatırımında Kullanan ve Kullanmayan Kişilerin Mann Whitney U Testi Sonuçları.....	81
Tablo 3.15: Davranışsal Önyargılar Ölçeği Alt Boyutlarının Tasarruflarını Devlet Tahvili Yatırımında Kullanan ve Kullanmayan Kişilerin Mann Whitney U Testi Sonuçları.....	82
Tablo 3.16: Davranışsal Önyargılar Ölçeği Alt Boyutlarının Hazine Bonusu Yatırımında Kullanan ve Kullanmayan Kişilerin Mann Whitney U Testi Sonuçları.....	83
Tablo 3.17: Davranışsal Önyargılar Ölçeği Alt Boyutlarının Mevduat Yatırımında Kullanan ve Kullanmayan Kişilerin Mann Whitney U Testi Sonuçları.....	84

Tablo 3.18: Finans Bilgisi ile Temsil Alt Boyutu Arasındaki Korelasyon Sonuçları.....	84
Tablo 3.19: Finans Bilgisi ile Tutuculuk Alt Boyutu Arasındaki Korelasyon Sonuçları.....	85
Tablo 3.20: Finans Bilgisi ile Kendine Güven Alt Boyutu Arasındaki Korelasyon Sonuçları.....	85
Tablo 3.21: Finans Bilgisi ile Kendine Yük Alt Boyutu Arasındaki Korelasyon Sonuçları.....	86
Tablo 3.22: Finans Bilgisi ile Aşırı İyimserlik Alt Boyutu Arasındaki Korelasyon Sonuçları.....	86
Tablo 3.23: Finans Bilgisi ile Sürü Davranışı Alt Boyutu Arasındaki Korelasyon Sonuçları.....	87
Tablo 3.24: Finans Bilgisi ile Davranışsal Önyargılar Arasındaki Korelasyon Sonuçları.....	87
Tablo 3.25: Cinsiyet ile Finans Bilgisi Arasındaki İlişki.....	87
Tablo 3.26: Yaş ile Finans Bilgisi Arasındaki İlişki.....	88
Tablo 3.27: Medeni Durum ile Finans Bilgisi Arasındaki İlişki.....	88
Tablo 3.28: Mezuniyet Derecesi ile Finans Bilgisi Arasındaki İlişki.....	88
Tablo 3.29: Finans Bilgisi ile Döviz Yatırımında Kullanan ve Kullanmayan Yatırımcılar Arasındaki İlişki.....	89
Tablo 3.30: Finans Bilgisi ile Tasarruflarını Hisse Senedi Yatırımında Kullanan ve Kullanmayan Yatırımcılar Arasındaki İlişki.....	89

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1: Piyasa Etkinliği Dereceleri.....	21
Şekil 1.2: Beklenti Teorisi Değer Fonksiyonu.....	48

KISALTMALAR LİSTESİ

AFT	: Arbitraj Fiyatlandırma Teorisi
CAPM	: Capital Asset Pricing Model (Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma Modeli)
EPH	: Etkin Piyasalar Hipotezi
MPT	: Modern Portfolio Theory
DF	: Davranışsal Finans



GİRİŞ

İlk müzayedeler ve ilk menkul kıymetlerin ortaya çıkışından bu yana çok fazla zaman geçmiş ve bu süre zarfında geri dönülmez bir şekilde çok şey değişmiştir. Devletlerin sınırları değişmiş, birçoğu tamamen ortadan kalkmış, giyim, müzik, parfüm ve resim modası değişmiş, hayata bakış açısı ve insani değerler değişmiş, menkul kıymetler piyasaları değişmiş ve bu kağıtların kendileri tanınmayacak kadar değişmiştir. İlkel olarak değişmeyen tek bir şey, insanlar kalmıştır.

Bugün de insanlar, tıpkı üç yüz bin yıl önce olduğu gibi, çok sevip nefret ederek, korkakça titremektedir, ya da büyük bir amaç adına iskeleye tırmanmaktadır, aynı şekilde düşünmektedir ve aynı şekilde ölümsüz şaheserler yaratmaktadırlar. İnsan doğasının bu değişmezliği, insan ruhunun asırlık dokunulmazlığı ve değişmezliği, sayısız çalışmanın her zaman ilginç, yakıcı, güncel ve devam eden bir konusu olan şeyin ana gerekçesidir.

Piyasa nedir? Piyasa insandır. Fiyatlar nedir? Fiyatlar insanların görüşleridir. Borsa nedir? Borsa insanların varsayılan fikirlerini ifade ettikleri yerdir. Bugüne kadar, menkul kıymetler piyasasına çok sayıda bilimsel makale ve çalışma ayrılmıştır. Tarihi ve coğrafyası incelenmekte, mevcut araçlar incelenmekte ve yenileri icat edilmekte, bunların en etkin yönetimi için teoriler geliştirilmektedir.

Bu çalışmanın amacı, finans piyasası, katılımcılarının psikolojisinin kendine özgü bir prizması, bu alanda biriken bilimsel bilginin işlenmesi, yapılandırılması ve uygulanabilir genişlemesi yoluyla değerlendirmektir. Ana görevimiz, insan psikolojisinin daha önce ve bugün finansal piyasalarda gerçekleşen süreçler üzerindeki etkisinin nesnelliğini kanıtlamaktır.

Davranış psikolojisinin araştırma alanı, insanların karar verme şekli ve karar verme sürecini etkileyen faktörlerdir. Davranışsal finans kavramı, davranışsal psikoloji ve finansın kesiştiği noktada ortaya çıkmıştır. Yatırımcı irrasyonelliği ile ilgilenen davranışsal finans, bireysel ve toplu davranışların piyasa fiyatlarını nasıl etkilediğini incelemektedir.

Piyasalardaki belirsizliğin yatırımcıları psikolojik olarak nasıl etkilediği ve risk tercihlerinin analizine ne gibi etkileri olduğu davranışsal finans çerçevesinde ele alınan önemli konulardan biridir. Davranışsal finans, psikoloji, sosyoloji, davranış bilimleri, ekonomi ve finans gibi çeşitli disiplinleri bir araya getiren disiplinler arası bir çalışma alanıdır. Davranışsal finans giderek daha fazla dikkat çekmeye başlamaktadır ve giderek daha fazla gerçek dünya uygulamasının konusu haline gelmektedir. Günümüzde davranışsal finans üzerine yapılan teorik ve ampirik araştırmalara bakıldığında, disiplinin sadece bireysel yatırımcıların piyasalardaki davranışları ve piyasa anomalileri ile sınırlı olmadığı, aynı zamanda işletme yöneticilerinin aldığı kararları da kapsadığı görülmüştür.

Davranışsal finansın temelleri Kahneman ve Tversky (1979) tarafından geliştirilen Beklenti Teorisi yaklaşımı ile atılmıştır. Beklenen Fayda Teorisine alternatif bir yaklaşım olarak kabul edilir. Beklenti teorisi, risk ve belirsizlik koşulları altında karar verme davranışını inceleyen tanımlayıcı bir modeli ifade eder. Adam Smith'in davranışsal finansın temellerini attığına inanılmaktadır. Riskten kaçınmanın yorumlanmasıyla başlayan bu dönemde Keynes, Fisher ve Pareto gibi ekonomistler de araştırmalar yapmış ve katkılarıyla bu dönemi devam ettirmişlerdir. Geleneksel teorilerin varlığının getirdiği zorluklar ve ampirik bir model inşa etmenin imkansızlığı nedeniyle, bu teori 20. yüzyılın ortalarına kadar inandırıcılık kazanmamıştır.

Davranışsal finans ve sonuçları, yatırımcıların performansını etkileyen faktörlere odaklandıkları ve güvenilir sonuçlar aldıkları için ekonomik veya finansal piyasalarda katılımcıların karar verme süreçlerinin ayrılmaz bir parçası haline gelmiştir. Araştırmalar, yatırımcıların bilişsel hatalara yol açan farklı davranışsal eğilimlere sahip olabileceğini göstermiştir. Davranışsal ekonomi ve finans literatürü, yatırımcıların davranışsal eğilimlerden muzdarip olduğunu savunmaktadır.

Finansal aktörler bu eğilimlere sahip olduklarında, öngörülebilir alt optimal seçimler yapabilirler. Dolayısıyla davranışsal önyargılar, bireylerin karar verme süreçlerindeki sistematik hatalarla aynı anlama gelmektedir.

Davranışsal finans, daha çok bireysel yatırımcıların davranışlarına ve özelliklerine odaklanmaktadır. Bireysel yatırımcılar, genel olarak kurumsal

yatırımcılardan ve piyasa algılarından farklı olduklarından, risk ve getiri hakkındaki düşünceleri kurumsal yatırımcılar kadar rasyonel ve profesyonel değildir ve kararlarını psikolojik, demografik ve sosyo-ekonomik faktörler etkiler.

Yatırımcıların yatırım kararlarındaki hataların, mantıksız seçimlerin ve anormalliklerin sebebinin insan psikolojisinden kaynaklanabileceği araştırmalarda zaman içinde oldukça önemli hale gelmiştir. Yatırım tercihleri bilişsel kusurları ve psikolojik önyargıları içerdiğinden sezgide hatalar vardır. Dolayısıyla davranışsal finansın geleneksel finansal modellerin tüm durumlarında veri olarak alınan rasyonalite varsayımlarını genişlettiği ve finansal piyasalardaki irrasyonelliği ortaya çıkarmak istediği söylenebilir.

Davranışsal finans, sosyoloji ve psikoloji ile ilgili davranış bilimlerini finansal ve ekonomik araştırmalara dahil etmeyi, beklenen fayda teorisi ve rasyonel davranış modellerinin ötesinde yeni gözlemler yapmayı ve geleneksel teorilerle çelişen konuları açıklamayı içerir.

Bu çalışmada, bu konudaki teorik arka plan literatür taraması ile ortaya konulmuş ve davranışsal finans disiplini içinde sezgisel (sezgi) ve finansal kararlarda önyargıların rolü araştırılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM.

FİNANS KAVRAMI, FİNANS TEORİLERİ VE DAVRANIŞSAL FİNANS

Bu bölümde finans kavramı, onun teorileri ve davranışsal finans hakkında bilgiler verilmektedir.

1.1.FİNANS KAVRAMI

Finansal yönetim sisteminde yönetim kararları, finans teorisi içinde geliştirilen birbiriyle ilişkili bir dizi temel kavrama dayanmaktadır. Kavram (lat. conceptio), olguların ve süreçlerin anlaşılmasını yansıtan bir görüş sistemidir; bir kavram yardımıyla, incelenen olgunun veya sürecin gelişiminin özü ve yönü hakkında bir bakış açısı ifade edilmektedir. Finansal yönetimde, parasal kaynakların zaman değeri kavramı, enflasyon faktörünün etkisinin dikkate alınması kavramı, risk faktörünün dikkate alınması kavramı vb. dahil olmak üzere bir dizi kavram oluşturulmuştur. Finanstaki temel kavramlar aşağıda gösterildiği şekilde sıralanabilmektedir (Özerol, 2012).

1.1.1. Paranın Zaman Değeri Kavramı.

Paranın zaman değeri kavramı, finansal hesaplamaların uygulamasında merkezi bir rol oynamaktadır ve proje finansmanının başlangıcındaki paranın değerini ve gelecekteki nakit makbuzları şeklinde iade edildiğinde değerlendirip karşılaştırarak uzun vadeli finansal işlemlerin uygulanmasında zaman faktörünün dikkate alınması gereğini ifade etmektedir. Paranın zaman değeri kavramı, genellikle kredi faiz oranı olan finansal piyasadaki getiri oranı dikkate alınarak paranın değerinin zaman içinde değişmesidir. Bu nedenle, farklı zaman dilimlerinde aynı miktarda para farklı bir değere sahiptir. (Scott & Eugene , 2012). Aynı zamanda, paranın bugünkü değeri her zaman gelecekteki herhangi bir dönemden daha yüksektir. Bu durum, üç ana faktörün etkisi ile belirlenmektedir: enflasyon, sermaye yatırımı yaparken gelir elde edememe riski başka bir ifade ile belirsizlik ve dönen varlık türlerinden biri olarak kabul edilen paranın özellikleri. Herhangi bir ekonomide var olan enflasyonist süreçler paranın

değer kaybetmesine neden olmaktadır. Bu, bugünkü paranın değerinin yarından daha büyük bir değere sahip olduğu anlamına gelmektedir. Bu durum, en azından enflasyon kayıplarını kapsayan bir gelir elde etmek için para yatırma isteğini belirler. Herhangi bir finansal işlemde, yatırılan fonların geri ödenmeme ve (veya) gelir alınmama riski vardır. Bu risk, gelecekte para alınmasının beklendiği herhangi bir sözleşmenin yerine getirilmemesi veya tam olarak yerine getirilmemesi gerçeğinden kaynaklanmaktadır. Varlık türlerinden biri olarak nakit göz önüne alındığında, ana özelliklerine dikkat edilmelidir - herhangi bir varlık kar getirmelidir. Bundan, gelecekte alınması beklenen miktarın, şu anda yatırılan miktardan kesinlikle daha büyük olması gerektiği sonucu çıkar.

Paranın zaman değeri kavramı, finansal kararların farklı zaman dilimlerinde gerçekleştirilen nakit akışlarının değerlendirilmesini ve karşılaştırılmasını içermesi nedeniyle büyük önem taşımaktadır.

1.1.2. Risk Faktörü Kavramı

Risk, analiz edilen nesneyi etkileyen koşulların ve faktörlerin kombinasyonları için mevcut birçok seçenekten birinin uygulanması nedeniyle, esas olarak kayıplar şeklinde beklenen sonucu değiştirme olasılığıdır. Tabii ki, bir risk olayının uygulanmasının olumlu bir finansal sonuca yol açacağı varsayılabilir (Basil, 1996).

Örneğin, doğal bir afet sonucu, şirketin mülkünün bir kısmı kaybedilmiştir, ancak daha önce imzalanmış bir sözleşme kapsamında sigorta şirketinden alınan tazminat miktarı, yalnızca meydana gelen kayıpları telafi etmekle kalmamıştır, aynı zamanda bazı gelirlerin alınmasını da mümkün kılmıştır. Ancak yine de, genellikle, her şeyden önce, risk, finansal alanlar da dahil olmak üzere kayıplara neden olan olumsuz olayların meydana gelme olasılığı olarak anlaşılmaktadır.

Risk faktörünü dikkate alma kavramı, finansal ve ekonomik operasyonların gerekli karlılık seviyesinin oluşmasını ve olumsuz finansal sonuçlarını en aza indirecek bir önlem sisteminin geliştirilmesini sağlamak için seviyesinin değerlendirilmesinden oluşmaktadır. Getiri, belirli bir süre içinde herhangi bir faaliyet sonucunda devlet, gerçek veya tüzel kişi tarafından elde edilen para veya maddi

varlıkları ifade etmektedir. Getiri oranı, belirli bir varlıktan elde edilen gelirin bu varlığa yapılan yatırım miktarına oranı olarak anlaşılmaktadır.

Aynı zamanda, genellikle bir faaliyetin riski ve getirisi arasında açık bir ilişki vardır: gerekli veya beklenen getiri ne kadar yüksekse, bu getiriye alamama olasılığıyla ilişkili risk derecesi de o kadar yüksek olur ve bunun tersi de geçerlidir.

Yönetim kararları alınırken, aşağıdakiler de dahil olmak üzere çeşitli görevler belirlenebilir: karlılığı en üst düzeye çıkarmak veya riski en aza indirmek ve risk ile karlılık arasında makul bir dengeyi korumak. Finansal yönetim çerçevesinde, sermaye yapısı, bir yatırım portföyünün oluşturulması, temettü politikasının gerekçesi vb. konularda kararlar alınırken risk kategorisi önemlidir.

Riski değerlendirmek için, duyarlılık analizi, senaryo analizi, Monte Carlo yöntemi vb. dahil olmak üzere kalitatif ve kantitatif yöntemler kullanılmaktadır.

Belirli bir risk türünün olasılığını ve uygulanmasındaki olası finansal kayıpların miktarını karakterize eden bir gösterge olan finansal risk seviyesini (RS) değerlendirmek için aşağıdaki formül kullanılır:

$$RS = \text{ÇO} \times MK,$$

Burada,

ÇO - bu finansal riskin ortaya çıkma olasılığı;

MK - bu riskin uygulanmasında olası mali kayıpların miktarıdır.

Risk primini belirlemek için risk değerlendirmesi gereklidir:

$$R Pn = (Rn - An) \times \beta$$

Burada,

$R Pn$, belirli bir proje için risk priminin seviyesidir;

Rn , finansal piyasadaki ortalama getiri oranıdır;

An - finansal piyasada risksiz getiri oranıdır (Batı uygulamasında - devlet borç yükümlülükleri için);

β , belirli bir proje için sistematik risk seviyesini karakterize eden bir beta katsayısıdır.

1.1.3. Etkin Piyasalar Hipotezi

Etkin Piyasa Hipotezi (Efficient Market Hypothesis, EMH), Amerikalı ekonomist Eugene Fama tarafından formüle edilmiştir. Bu hipoteze göre, tüm önemli bilgiler, hisselerin piyasa değerine anında ve tam olarak yansıtılmaktadır.

Sermaye piyasasının bilgi doygunluğu ve bilginin mevcudiyeti, onun etkinliğinin derecesini belirlemektedir. Etkin bir piyasada, yeni bilgilerin gelişi, menkul kıymetlerin değerine anında yansımaktadır.

Piyananın bilgi etkinliğini sağlamak için aşağıdaki koşullar vardır:

- menkul kıymetler piyasasında çok sayıda satıcı ve alıcının varlığı;
- yeni bilgiler tüm piyasa katılımcılarına aynı anda sunulmaktadır, bilgi edinme herhangi bir maliyetle ilişkilendirilmemektedir;
- işlem maliyetlerinin (bilgi toplama ve işleme, müzakere etme ve karar verme maliyetleri, izleme, sözleşmenin yürütülmesinin yasal koruması), vergilerin, açığa satış kısıtlamaları ve işlemleri engelleyen diğer faktörlerin olmaması;
- bir gerçek veya tüzel kişi tarafından gerçekleştirilen bireysel işlemlerin piyasasında fiyatlar genel düzeyi üzerinde bir etkinin olmaması, yani sermaye piyasasının tam rekabet piyasası olması;
- tüm piyasa katılımcılarının eylemleri rasyoneldir ve beklenen faydaları maksimize etmeyi amaçlamaktadır;
- tüm piyasa katılımcıları için eşit derecede muhtemel öngörülebilir bir olay olarak, menkul kıymetlerle yapılan bir işlemde fazla kar elde etmek imkansızdır.

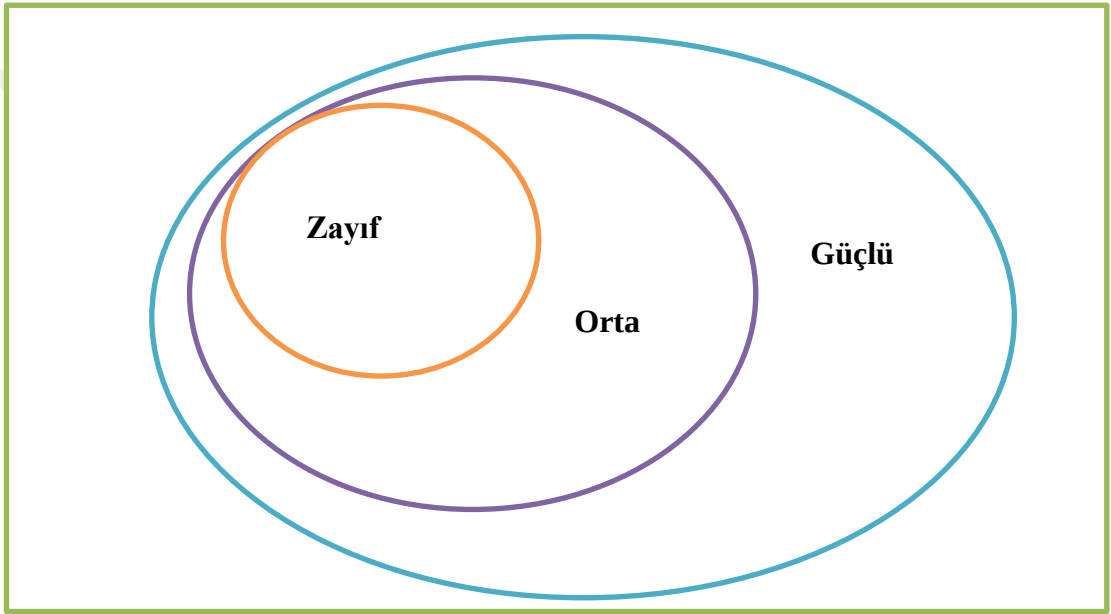
Etkin bir piyananın temel özellikleri şunlardır (Моисеев, 2017):

- 1) Belirli bir risk seviyesinde yatırılan sermayeden piyasa ortalamasından daha fazla getiri elde etmenin mantıklı bir gerekçesi olamaz. Piyasa ortalamasının üzerinde getiriler elde edilebilir ancak böyle bir sonuç beklenemez;

2) Yatırılan sermayenin getirisinin risk düzeyine bağımlılığı doğrudandır. Bir finansal işlemin riskliliğindeki bir artış, karlılığını artırma zorunluluğunu beraberinde getirmektedir. Getiri şartı, hisse senetlerinin piyasa fiyatına yansıtılmaktadır (belirli bir şirketin hisselerine yatırım yapmanın riskleri ne kadar yüksekse, getiri şartı o kadar yüksek ve hisse fiyatı o kadar düşük olur).

Etkin piyasanın zayıf, orta ve güçlü biçimleri vardır (Şekil 1.1).

Şekil 1.1: Piyasa Etkinliği Dereceleri



Kaynak: (Belolipetsky, 2006, s. 31)

Zayıf biçim

Piyasa etkinliği hipotezinin zayıf formunun formülasyonu basittir: adi hisse senedi fiyatları bağımsızdır, yani, geçmiş fiyatlar gelecekteki fiyatları tahmin etmeye izin vermemektedir. Satın alınacak hisse senetlerini seçerken, piyasa analizi veya fiyat hareketlerinin teknik analizi, temel analizin yerini tutamamaktadır. Hisse senedi fiyatlarının bu bağımsızlığına fiyatların rastgele yürüyüşü denmektedir (Read, 2012).

Ardışık fiyat serileri arasındaki korelasyona yönelik dikkatli testler, zayıf ilişkileri tespit edebilmiştir, ancak bunlar, özellikle işlem maliyetleri dikkate alındığında, ticari kâr kaynağı olacak kadar güvenilir değildir.

Herhangi bir analitik çaba göstermeden iyi hisse senedi toplama için sıklıkla kullanılan taktikler, nispeten güçlü hisse senetleri satın almak ve hisse senetleri yıl sonunda vergi indirimleri için terk edildiğinde "Ocak etkisinden" yararlanmaya çalışmaktır.

Zayıf bir piyasa etkinliği biçimi koşullarında, cari hisse fiyatları önceki dönemlerin fiyat dinamiklerini (işlem fiyatları, kotasyonlar, işlem hacimleri vb.) tamamen dikkate almaktadır (Fama E. , 1970) ve bu nedenle potansiyel bir yatırımcı teknik analiz yaparak kendisi için ek faydalar elde edemez (çünkü teknik analiz piyasa geçmişine dayanmaktadır). Gelişmiş piyasaların zayıf etkili olduğuna inanılmaktadır ve bu tür piyasalar için fiyat dinamiklerine ilişkin istatistiksel verilere dayalı olarak makul bir artış veya azalış tahmini yapmak mümkün değildir.

Orta biçim

Piyasa etkinliği hipotezinin yarı güçlü formuna göre, tüm kamu bilgileri piyasa fiyatına yansıtılmaktadır. Şirketler, endüstriler, sermaye piyasası ve bir bütün olarak ekonomi hakkında olumlu ve olumsuz bilgiler sürekli olarak piyasaya rastgele girmektedir ve hisse senedi fiyatlarına yansımaktadır. Bu nedenle fiyatlar genellikle eşit derecede rastgele değişmelidir.

Çok sayıda kontrol, yeni bilgilerin hisse senedi ve tahvil fiyatlarına hızla yansıdığını göstermiştir. Elektronik bilgi kaynaklarına geniş erişim göz önüne alındığında, haberlerin fiyatlara ne kadar çabuk yansıdığı şaşırtıcı değildir; ancak hız her zaman doğruluk ve yeterlilik ile eş anlamlı değildir.

Orta bir etkinlik biçimi koşullarında, cari fiyatlar yalnızca geçmiş fiyat değişikliklerini değil, aynı zamanda katılımcılara eşit olarak sunulan tüm bilgileri de yansıtmaktadır. Orta piyasa etkinliği formu zayıf bir form içermektedir, ancak tarihsel verilere ek olarak, hisse senedi fiyatları aynı zamanda menkul kıymet ihraç eden şirketlerin finansal ve ekonomik faaliyetleri, siyasi ve ekonomik durum, şirketlerin karları ve temettüleri hakkında bilgiler, ekonomik istatistikler ve tahminler, yani tüm kamu bilgileri hakkındaki bilgileri de yansıtmaktadır (Шымпетер, 2008). Potansiyel bir yatırımcı, fiyat istatistiklerini, ihraççı raporlarını, uzmanlaşmış bilgi ve analitik ajanslardan gelen raporları inceleyerek, tahminler de dahil olmak üzere, kendisi için

ek faydalar elde edemez, çünkü tüm bu bilgiler, kamuya açık hale gelir gelmez fiyatlara yansıtılmıştır.

Güçlü biçim

Güçlü formdaki piyasa etkinliği hipotezine göre, hisse senedi ve tahvil fiyatları tüm olası bilgileri tam olarak yansıtmaktadır. Ayrıca, en dikkatli analiz bile, analistin piyasa fiyatında yer almayan ve ortalamanın üzerinde gelir elde etmesine izin verecek hiçbir şeyi açıklamamaktadır.

Bu durumda, piyasa etkinliği hipotezi, menkul kıymet analistlerinin katkısını tam olarak doğrulamaktadır (Singh, 2010). Onların yanlış fiyatlandırılmış menkul kıymetleri belirlemeye yönelik nafile girişimleri, piyasayı verimli kılmaktadır.

Bu açıdan bakıldığında menkul kıymet analizi, piyasaların kaynakları verimli bir şekilde tahsis etmesine yardımcı olan bir tür kamu hizmetidir.

Güçlü bir etkinlik biçimi koşullarında, cari fiyatlar yalnızca tüm kamuya açık bilgileri değil, aynı zamanda erişimin sınırlı olduğu bilgileri de, kamuya açık olmayan (insayder) bilgileri de yansıtmaktadır. Tüm bilgilerin halka açık olduğu, ücretsiz olduğu ve aynı anda tüm yatırımcılara gittiği varsayılmaktadır. Piyasa etkinliğinin güçlü biçimi, hem zayıf hem de orta düzeyde olanları içermektedir. Potansiyel bir yatırımcı, gizli bilgilere dayanarak bile kendisi için ek faydalar elde edemez. Güçlü bir etkinlik formunun varlığı ancak teorik olarak mümkündür.

1.1.4. Yeni Finansal Kavramlar

Asimetrik bilgi kavramı: belirli kategorilerdeki kişilerin tüm piyasa katılımcılarının eşit olarak erişemeyeceği bilgilere sahip olabilmesidir. Bu bilgilerin kullanımının hem olumlu hem de olumsuz etkileri olabilir.

Asimetrik bilgi kavramı, sermaye piyasası etkinliği kavramı ile yakından ilişkilidir. Uygulamada, tüm bilgiler kamuya açık değildir, bazı bilgiler tüm piyasa katılımcıları için eşit olarak mevcut değildir, örneğin, şirketin gelişme beklentileri hakkında gizli ve yöneticilerine açık olan bilgiler diğer yatırımcılara açık değildir. Bu durumda asimetrik bilginin varlığından söz edilmektedir. Bu tür bilgilerin taşıyıcıları genellikle şirketlerin yöneticileri ve bireysel sahipleridir. Gizli bilgiler, açıklanmasının

olumlu veya olumsuz olmakla ne gibi etkileri olduğuna bağlı olarak sahipleri tarafından çeşitli şekillerde kullanılabilir.

Her piyasa katılımcısının bir varlığın değerine ilişkin kendi öznel değerlendirmesine sahip olduğundan, bilgi asimetrisi sermaye piyasasının varlığına katkıda bulunmaktadır. Piyasa fiyatı, varlığın değerine ilişkin ortalama piyasa görüşünü yansıtmaktadır. Bir varlığın içsel (teorik) değeri, her yatırımcı tarafından varlığın değerine ilişkin değerlendirmesine dayalı olarak hesaplanmaktadır. Bir menkul kıymetin gerçek değeri, özellikle, diğer piyasa katılımcılarının elinde olmayan bilgilere sahip olanın kendisi olduğu inancına dayalı olarak yatırımcı tarafından belirlenmektedir. Bir menkul kıymetin piyasa oranına ve içsel değerine bağlı olarak, potansiyel satıcılar ve alıcılar onun alım ve satımına karar verirler. Farklı yatırımcılar tarafından bir varlığın gerçek değerine ilişkin tahminler uyuşmamaktadır, yani her zaman potansiyel satıcılar ve alıcılar vardır. Piyasa katılımcıları, diğer katılımcılara açık olmayan gizli bilgilere sahip olduklarını düşündükçe, daha aktif alım satım işlemleri gerçekleştirilmektedir (Осянин, 2012).

Temsilci ilişkileri kavramı: karmaşık organizasyonel ve yasal biçimlerde, mülkiyet işlevi ile yönetim işlevi arasında bir boşluk vardır, yani şirketlerin sahipleri, yöneticilerin yaptığı yönetimden çıkarılır. Yöneticiler ve sahipler arasındaki çelişkileri düzeltmek, yöneticilerin istenmeyen eylem olasılığını sınırlamak için, mal sahipleri vekalet maliyetlerine (yöneticinin kârlara katılımı veya kârın kullanımıyla anlaşma) katlanmak zorunda kalırlar.

Fırsat maliyeti kavramı: Her yatırımın her zaman bir alternatifi vardır. Piyasa ekonomisinde çok çeşitli yatırım finansal araçları bulunduğu için, bir girişimci her zaman farklı risk seviyeleri ve getiri oranı ile ilişkili çeşitli yatırım nesneleri arasında seçim yapma fırsatına sahiptir.

1.2.FİNANS TEORİLERİ

Finans biliminin oluşumu ve gelişiminin karakteristik iki ana aşaması vardır. İlki, Roma İmparatorluğu döneminde başlayan ve 20. yüzyılın ortalarında sona eren teori, teorik formülasyonunu sözde klasik finans teorisinde bulmuştur. Bu aşamanın yerini, mantığı neoklasik finans teorisi tarafından ifade edilen ikinci aşama almıştır.

Birinci teorinin özü finansta devletin egemenliğidir; ikinci teorinin özü özel sektör finansmanının egemenliğidir (daha doğrusu burada esas olarak büyük şirketler ve sermaye piyasalarının konumundan finansmandan bahsedilir) (Angner & Loewenstein, 2012).

17. yüzyılın başlarında birçok feodal devlette gerçekleşen devlet hazinesini yenileme yol ve yöntemlerinin hızla gelişmesine rağmen, finans bilimi henüz genel olarak tanınmamıştır. Ayrıca, o dönemin en büyük düşünürlerinden biri olan N. Machiavelli, finans biliminin varlığının olasılığı hakkında şüphelerini dile getirerek kendi konumunu savunmuştur. Ona göre, böyle bir bilimin bazı reddedilemez gerçekleri, hükümleri olmalı, ancak bunlar olmadığı için, her şey vatandaşlardan faydalanmak için belirli bir beceri ve el becerisine bağlı olduğundan, o zaman bilimin kendisi olmamaktadır (Ibragimov, 2019).

Daha sonra, 19. yüzyılın sonunda, esas olarak Alman ekonomi okulunun temsilcilerinin çabalarıyla yeni bir bilimsel yönün tasarımıındaki çalışmalar önemli ölçüde yoğunlaşmış, finans teriminin tamamen açık bir yorumu ve bir yapı oluşturulmuştur. Devlet ve kamu birliklerinin finansmanını yönetmeye ilişkin bir dizi idari ve ekonomik bilgi olan klasik finans teorisi olarak adlandırılan, gerekli fonları elde etmek ve harcamak için yöntemlerin sistemleştirilmesi ve geliştirilmesine dayalı olarak sonuçlandırılmıştır (Gabaix, Laibson, Moloche, & Weinberg, 2006).

Klasik finans teorisinin yaklaşık iki yüz yıl süren oluşum ve gelişme dönemi 20. yüzyılın ortalarında sona ermiştir. İkinci Dünya Savaşı öncesinde ve hemen sonrasında dünya ekonomisindeki durum çarpıcı biçimde değişmeye başlamış piyasa ilişkileri geliştikçe devletin ve kamu birliklerinin ekonomideki rolü azalmıştır. 20. yüzyılın ortalarında sermaye piyasalarının gelişmesi ve uluslararasılaşması, ulusötesi şirketlerin artan rolü, üretim alanında yoğunlaşma süreçleri ve finansal kaynağın artan önemi, sermaye piyasalarının teorik olarak finansın rolünün anlaşılması ihtiyacını doğurmuştur. Anglo-Amerikan finans okulu temsilcilerinin çabalarıyla, finans teorisi, 18. ve 19. yüzyıl bilim adamlarının yukarıdaki görüşlerine kıyasla tamamen yeni bir içerik almıştır (Barberis & Thaler, 2002).

20. yüzyılın kırklı ve ellili yılları, mantık ve içeriğinin yorumlanmasında finans biliminin gelişiminde temelde yeni bir aşamanın başlangıcı olarak adlandırılabilir, bu yıllarda neoklasik finans teorisi şekillenmiştir. Bu teorinin özü, uluslararası ve ulusal finansal ilişkilerde sermaye piyasaları ile en büyük ulusal ve ulusötesi şirketler arasındaki etkileşimin rolü ve mekanizmalarının teorik olarak anlaşılması ve doğrulanmasıdır (Baker & Nofsinger, 2010)

1.2.1. Klasik Finans Teorisi

Klasik finans teorisi, Roma İmparatorluğu döneminde başlamış ve 20. yüzyılın ortalarında sona ermiştir. Klasik finans teorilerinin üç gelişme dönemi vardır: bilimsel olmayan durum, bilimsel işlemeye geçiş, bilimsel (rasyonel) dönem.

Bilimsel olmayan dönem. Bu en uzun dönemdir. Finans bilimi tarihçileri, başlangıcını Eski Mısır, Asur, Babil, Antik Yunanistan ve Roma zamanlarına bağlar. Orta Çağ'da, finansal konularda hala önemli sistematik gelişmeler kaydedilmemiştir, ancak birçok bilim adamı tarafından finans biliminin gelişiminde ikinci dönemin başlangıcı olarak kabul edilen Orta Çağ'ın sonudur (Kovalev, 2007).

Bilimsel (rasyonel) dönem. Mali yönetim konuları, genel olarak ekonomi bilimi ve özel olarak hükümet bilimi bağlamında değerlendirilmiştir. Bu nedenle, finans bilimi tarihçileri, oluşumunu büyük ölçüde 18. - 19. yüzyılların İtalyan ve Alman kameralist okullarının temsilcilerinin çalışmaları ile ilişkilendirir. Özellikle, Alman okulunun temsilcileri başarılı olmuşlar - devletin rasyonel hükümeti hakkındaki fikirlerini açıklayarak, giderek artan bir şekilde dikkatlerini ülkenin maliyesine odaklamışlar.

18. yüzyıl, finans biliminin oluşumu ve konsolidasyonu açısından bir dönüm noktası olarak kabul edilmektedir. Bu yüzyılın ikinci yarısından bu yana, birçok bilim insanı bağımsız bir yön olarak finansal bilimsel sistemler yaratmıştır. Bu yıllarda, tarihçilere göre, gelişiminde sözde bilimsel veya rasyonel dönem başlamıştır (Kovalev, 2007).

Klasik finans teorisi, merkezi fon yaratmanın yöntemlerini ve yollarını araştırır. Aynı zamanda bir temel kategorisi olan finans, bir üstyapı aracı olarak

değerlendirilmektedir. Finans biliminin gelişiminin bu aşamasında, fonlar paranın kendisi ile eşanlamlı olarak kullanılmaktadır. (Tablo 1.1.)

Tablo 1.1: Klasik Finans Teorisinin Özellikleri

Kriterler	Klasik finans teorisi
Kavramlar	- Dağıtım teorisi – Emek değer teorisi - Kontrol teori
Özne	Sosyal ürünün değerinin dağıtımı ve yeniden dağıtımı ile ilgili ekonomik ilişkilerin bir parçası
Objekt	Devlet (kamu) tüketim fonları
Yazarlar	K. Marx, A. Smith, D. Ricardo, K. Rau, H. Adams, V.P. Dyachenko, A.M. Aleksandrov, E.A. Voznesensky ve diğerleri.
Finansal kaynaklar	Ticari kuruluşlar veya devlet yetkilileri ve yerel özyönetim tarafından sahip olunan veya elden çıkarılan ve toplumsal yeniden üretim sürecine hizmet eden nakit gelirler, makbuzlar ve tasarruflar
Finansal araçlar	Aşağıdakileri içeren para politikası araçları: - fiyatların devlet tarafından düzenlenmesi, - banka faizinin devlet tarafından düzenlenmesi, - eyalet vergi politikası, - ulusal para birimi oranı, vb.

Kaynak: (Belolipetsky, 2006, s. 41)

Karl Marx, Piero Sraffa, Jean Kregel, Vasily Leontiev ve diğer bilim adamlarının çalışmaları klasik finans teorisinin gelişimine katkıda bulunmuştur. Onların eserlerinin teması, kapitalizmin "ekonomik hücresi" olmuştur. 17. yüzyılda klasik ekonomi politigin kurucusu William Petty, bir ürünün değerinin, üretimi için

harcanan emek maliyetleriyle doğru orantılı olduğunu belirten emek değeri teorisinin temel kavramlarını formüle etmiştir. Ekonomik tarih, emek maliyetlerinin nasıl ölçüldüğü sorusuna net bir cevap vermektedir: zaman (doğrusal zaman).

Böyle bir cevabın ekonomik olarak haklı görülemeyeceğini anlayan emek değeri teorisinin destekçileri, "toplumsal değer" kavramını ortaya koymuşlardır. Üstelik, toplumsal değer altında, A. Smith, üretimin en iyi koşullarını, D. Ricardo - en kötü üretim koşullarını, K. Marx, "toplumsal olarak gerekli" olan ortalama emek maliyetlerini açıklamaktadır (Çernyayeva, 2014).

1.2.1.1. Dağıtım Finans Teorisi.

Klasik finansın üç ana teorisi vardır – dağıtım, emek değeri ve kontrol teorisi. Finansın dağıtım işlevi, ulusal servetin yeniden dağıtılması yoluyla ülkenin devlet hazinesinin oluşumuna izin verir. Devlet birikiminin dağıtımı ve yeniden dağıtımı kamu sektörü aracılığıyla gerçekleştirilir. Ayrıca, yeniden dağıtımda finans ve sigorta piyasaları da yer almaktadır. Ayrıca devletin milli servetini yeniden dağıtmanın araçlarından biri de geçmiş tasarruflar, dış ekonomik faaliyetten elde edilen karlar, krediler ve borçlar olabilir.

Finansın dağıtım fonksiyonu, ekonomik sistemde yeni yaratılan değer toplumdaki ve devletin ihtiyaçlarına göre dağıtılmasından oluşmaktadır. Bu dağıtımın aracı finanstır. Finans gelirlerden oluşmaktadır. Bütçe harcamaları ve bütçe dışı fonlar ise ikincil gelirleri oluşturmaktadır. Bu, gayri safi milli hasılanın finansal sistem aracılığıyla dağıtımını ve yeniden dağıtımını sağlar. Bu sürecin içeriği gelirin hareketidir. Önce dağıtılan ve sonra yeniden dağıtılan onlardır. Bu nedenle, birincil ve ikincil dağıtım arasında bir ayrım yapılır. Genellikle gelir hareketinde birincil, ikincil ve nihai gelirin oluşumunu yansıtan üç aşama vardır.

Birincil gelirler, ürünlerin (işler, hizmetler) satışından elde edilen gelirlerin dağıtımının bir sonucu olarak oluşur. Gelir miktarı, üretim sürecinde ortaya çıkan malzeme maliyetlerinin (hammadde ve malzemelerin maliyeti, ekipmanın amortismanı, kira), çalışanın ücretinin ve üretim araçlarının sahibinin kârının telafisi için bir fona bölünür. Böylece birincil dağıtım sırasında üretim faktörü sahiplerinin gelirleri oluşur. Ayrıca şu durum da dikkate alınmalıdır: Devlet tarafından tesis edilen

dolaylı vergiler birincil gelire dahildir. Dolayısıyla bu aşamada devlet gelirleri kısmen oluşmaktadır.

İkinci aşamada, doğrudan vergiler, sosyal sigorta sigorta ödemeleri birincil gelirden ödenmekte ve engellilere yardım sağlanmaktadır. Yeni oluşturulan sermaye fonlarından, özellikle çeşitli hükümet kademelerinin bütçelerinden ve bütçe dışı fonlardan, maddi olmayan işçilerin, doktorların, öğretmenlerin, noterlerin, çalışanların, askerin vb. masrafları olan fonlar ödenir.

Bu sürecin sonucunda yeni bir gelir yapısı oluşur. Bu yeni gelir yapısı, birincil gelirin yeniden dağıtılmasıyla oluşturulan ikincil gelirden oluşur (Angner & Loewenstein, 2012).

1.2.1.2. Emek Değer Teorisi

Kişisel çıkar arzusunu insan davranışının temel ilkesi olarak tanımlayan Smith, bunun uygulanmasının işbölümü olduğunu göstermiştir. Bu nedenle, bir avcı veya çoban kabilesinde, örneğin bir kişi, herkesten daha hızlı ve el becerisiyle yay ve ok yapar. Sığır ve av hayvanları için onları kabile arkadaşlarıyla sık sık takas eder; sonunda bu yolla kendisinin avlayacağından daha fazla sığır ve av hayvanı elde edebileceğini görür. Kendi avantajına göre yay ve ok imalatını asıl mesleği haline getirir ve böylece silah ustası olur. Kendi faydasını artırmak isteyen bir kişi, belirli bir faaliyet türünde uzmanlaşır ve bunun sonucunda bir iş bölümü ortaya çıkar. Smith için işbölümü ekonomik büyümedeki en önemli faktördür: Çalışmasına iş bölümü kavramıyla başlamıştır. Smith, emek üretkenliğini artırmada sermaye birikiminin önemini kabul etmiştir ve makinelerin toplumun zenginliği üzerindeki faydalı etkisinden tekrar tekrar bahsetmiştir. Makineler sermaye stokunun bir parçasıdır; onları yaratmak için, Smith'e göre aynı zamanda sermaye stokuna ait olan, önceden birikmiş bir gıda arzına sahip olmak gerekmektedir. Smith'in sermayenin rolünün farkında olduğu sonucuna varılabilir, ancak onun görüşüne göre makinelerin icadı ancak yeterince derin bir işbölümü varsa mümkün olur. Sonuç olarak her şey, Smith'e göre inovasyon gibi ekonomik gelişmenin diğer nedenlerini gölgede bırakan bir işbölümü ile sona ermektedir (Mikhailenko, 2019).

Smith, ilk olarak kullanım değeri ve değişim değeri gibi kavramları tanımlarken, "değer" kelimesinin bazen bir eşyanın faydası, bazen de bu eşyaya sahiplik kazandıran başka eşyalara sahip olma imkanı anlamına geldiği için iki farklı anlamı olduğunu savunmuştur. Birincisi kullanım değeri, ikincisi değişim değeri olarak adlandırılabilir. Smith, kullanım değeri ile değişim değeri arasındaki farkı vurgulamak için elmas ve su paradoksuna atıfta bulunmuştur: elmas pahalıdır ama işe yaramaz, su ise insanlar için çok faydalıdır ve yine de ücretsizdir. Smith bu paradoksu çözememiştir, çünkü bunun için bilmediği marjinal fayda kavramını kullanması gerekmektedir, bu yüzden değişim değeri çalışmasına dönmüştür. Smith'in yazılarında birbirinden bağımsız ve çatışan iki değer teorisi vardır - emek değer teorisi ve maliyet teorisi ve Smith'in kendisinin bunun farkında olup olmadığı bilinmemektedir (Шымпетер, 2008). Smith'in açıklamalarının seyrinden, bunlardan yalnızca ilkinin bir değer teorisi olarak gördüğü, diğerinin ise bir dağıtım teorisi olarak hareket ettiği sonucu çıkar.

Emek değer teorisi, bir malın değerinin emek miktarı tarafından belirlendiğini belirtmektedir. Smith'e göre herhangi bir eşyanın gerçek fiyatı, yani onu elde etmek isteyen biri için her bir eşyanın gerçek değeri, bu eşyayı elde etmek için gereken emek ve çabadır.

Aristoteles tarafından ele alınan mübadele ilkelerine göre, eşdeğer nesneler mübadeleye girmelidir. Aristoteles için eşdeğerliğin temeli, mallar tarafından karşılanan ihtiyaçların eşitliği idi. Smith, mübadeleye giren malların aynı miktarda emek içermesi gerektiğine inanmıştır. Malların, belirli bir zamanda aynı miktarda emeğin değerini içerdiğini varsaydığımız şeyle değiştirdiğimiz belirli bir miktar emeğin değerini içerdiğini ileri sürmüştür. Dünyanın tüm zenginlikleri başlangıçta yalnızca emekle elde edilmiştir; ve onlara sahip olanlar ve onları yeni ürünlerle değiştirmek isteyenler için değerleri, onlarla satın alabileceği veya emrine verebileceği emek miktarına tam olarak eşittir (Abramova & Aleksandrova, 2019).

Smith, eşdeğerliğin temelinin emek miktarlarının eşitliği olduğu tezini hiçbir şekilde kanıtlamaz. Örneğin, mübadelenin başka bir mal elde etme arzusunu gerektirdiği gerçeğini düşünmez. Bir ürüne ihtiyacımız yoksa, üretimi için harcanan emek miktarı ne olursa olsun, bizim için değeri sıfır olacaktır. Ek olarak, değer emek

miktarı cinsinden ifadesi, Smith tarafından tanınan farklı niteliklerdeki emeğin karşılaştırılması sorunuyla ilişkilidir. Farklı emek türleri için karşılaştırmalı değerlemelerin, piyasa rekabeti sürecinde piyasa tarafından belirlendiğini varsayar.

Smith, insanların ürünlerin değerini emek yerine para gibi diğer ürünlerle ifade etmelerinin daha yaygın olduğunu söylüyor. Ancak Smith'e göre, para dahil ürünlerin değerleri, bu ürünlerin bolluğuna veya kıtlığına göre değişirken, her zaman ve her yerde aynı miktarda emek işçi için her zaman aynı değere sahip olmuştur. Smith, sağlığının, gücünün ve yeteneğinin olağan durumunda, olağan beceri ve el becerisi düzeyinde, işçinin her zaman bir birim iş için boş zamanlarından, özgürlüğünden ve huzurundan aynı payını feda etmesi gerektiğini yazar. Böylece, değeri hiçbir zaman değişmeyen emek, her zaman ve her yerde, tüm ürünlerin değerinin ölçülebileceği ve karşılaştırılabileceği tek ve geçerli standarttır. Bu tanımda Smith'in emeğin süresini değil, emeğin külfetini, emeğin fizyolojik ve psikolojik tatsızlığını anladığı belirtilmelidir. Smith'e göre, değer değişmez bir ölçüsü olan emeğin külfetidir. (Singh, 2010).

P_i , i 'inci ürünün doğal fiyatı (değeri), a_i i 'inci üründen bir birim üretmek için gereken emek miktarı ve ω_i , emek birimi başına ücret oranı olarak ifade edildiğine O, i -inci ürünün üretiminde kullanılacak ve emek homojenliği şartı sağlanacaktır. Endeksleri k ve m olan iki mal alındığı varsayıldığında

$$P_i = a_i \cdot \omega_i$$

$$P_k/P_m = a_k \cdot \omega_k / a_m \cdot \omega_m = a_k / a_m$$

yani, görelî fiyatlar ve değişim oranı, işçilik maliyetlerinin oranı ile verilmektedir. Emek heterojen ise, piyasa çeşitli türlerdeki emeğin karşılaştırmalı bir değerlendirmesini yapar ve ücretler "basit" emeğin ücretini içerecektir. ω_0 ve emeğin "karmaşıklık" için bir düzeltme faktörü e_i olursa, yani $\omega_i = \omega_0 \cdot e_i$ olursa,

$$P_k/P_m = a_k \cdot \omega_0 \cdot e_k / a_m \cdot \omega_0 \cdot e_m = a_k e_k / a_m e_m$$

Dolayısıyla, görelî fiyatlar, karmaşıklığına göre ayarlanmış nominal emek miktarlarının oranı ile verilir.

1.2.1.3. Kontrol Teorisi

Kontrol teorisi, gelirin alınmasının ve harcamaların her seviyedeki bütçelerden ve bütçe dışı fonlardan uygulanmasının eksiksizliği, doğruluğu ve zamanında izlenmesinden oluşmaktadır. Bu işlev, herhangi bir finansal işlemde kendini göstermektedir. Tüm bu işlemler sadece ekonomik olarak değil, aynı zamanda geçerli yasal düzenlemelere de uygun olmalıdır. Finansın kontrol işlevi, beyan edilen göstergelere ve kanunla belirlenen standartlara uygun olarak parasal fonların (bütçeler ve bütçe dışı fonlar) oluşumunda ifade edilmektedir. Bu işlev, yalnızca finans sektöründe meydana gelen süreçlerin izlenmesini değil, aynı zamanda mevcut mevzuat normalarına göre zamanında ayarlanmasını da içermektedir.

Finansın kontrol teorisinin pratik ifadesi mali kontrol sistemidir. Bu kontrol, bütçe sisteminin gelirlerinin oluşumu ile bütçe ve bütçe dışı fonların harcanmasının geçerliliğini sağlamaktadır. Mali kontrol ön, cari ve sonraki olarak ayrılmıştır. Bütçe gelir ve gider tahminlerinin geliştirilmesi ve bütçe taslaklarının hazırlanması aşamasında ön kontrol yapılmaktadır. Amacı, bütçe rakamlarının doğruluğunu sağlamaktır. Mevcut kontrol, planlanan gelirlerin toplanmasının ve hedeflenen fon harcamalarının zamanında ve eksiksizliğinden sorumludur. Takip kontrolü, bütçelerin uygulanmasına ilişkin raporlama verilerini kontrol etmeyi amaçlamaktadır (Mikhailenko, 2019).

1.2.2. Neoklasik Finans Teorisi

Finans biliminin gelişiminde temelde yeni bir aşamanın başlangıcı, 20. yüzyılın 40'lı ve 50'li yılları olarak adlandırılabilir. Bu yıllarda neoklasik finans teorisi şekillenir. Tarihsel standartlara göre, yeni teorinin oluşumu ve gelişimi oldukça hızlı ilerlemiştir; Ana neden, uygulamadan gelen (işin geliştirilmesi ve uluslararasılaşması, finansal piyasaların güçlendirilmesi, bankacılık sektörünün oluşturulması vb.) olağanüstü taleptir. Daha 1950'lerin sonlarında, Anglo-Amerikan finans okulunun temsilcilerinin çabaları sayesinde, nihayet uygulamalı mikroekonomiden ve egemen finans biliminden yeni bir yön ortaya çıkmıştır. Belli bir koşulluluk derecesi ile, neoklasik finans teorisinin aşağıdaki başlangıç tezlerine dayandığı iddia edilebilir (Çernyayeva, 2014):

- Devletin ekonomik gücü ve dolayısıyla finansal sisteminin istikrarı, büyük ölçüde, temeli büyük şirketler olan özel sektörün ekonomik gücü tarafından belirlenir.
- İş sektörü finansmanı, ülkenin finansal sisteminin özüdür.
- İş sektörünün faaliyetlerine devlet müdahalesi amaca uygun olarak en aza indirilir.
- Büyük şirketler için gelişme fırsatlarını belirleyen mevcut finansman kaynaklarından başlıcaları kârlar ve sermaye piyasalarıdır.
- Sermaye piyasalarının, malların, emeğin uluslararasılaşması, bireysel ülkelerin ve sermaye piyasalarının finansal sistemlerinin gelişimindeki genel eğilimin entegrasyon arzusu olduğu gerçeğine yol açmaktadır.

Tüm bu tezler, mevcut durumda ve küresel finansal sistemin gelişimindeki eğilimlerde açıkça doğrulanmaktadır (Ariely, 2005).

Tablo 1.2: Neoklasik Finans Teorisinin Özellikleri

Kriterler	Neoklasik finans teorisi
Kavramlar	- Arbitraj fiyatlandırma teorisi - Sermaye yapısı teorisi - Portföy teorisi - Finansal varlıkların ve opsiyonların fiyatlandırılması teorisi - Diğer finansal kavramlar
Özne	Farklı ekonomik kuruluşlar arasındaki, bu kuruluşların varlıklarında ve/veya yükümlülüklerinde değişikliğe neden olan ilişkiler
Objekt	Ticari bir kuruluşun sermayesi
Yazarlar	G. Markowitz, W. Sharp, R. Merton, F. Modigliani, M. Miller, J. Tobin, A. Black ve diğerleri.

Finansal kaynaklar	İşletmenin yatırım ve finansal nitelikteki sorunlarını çözdüğü varlıklar. Mali kaynaklar, iki tipik sürecin birleştirilmesiyle oluşturulur: - finansman kaynaklarının bulunması ve harekete geçirilmesi; - yatırım
Finansal araçlar	Piyasada işlem gören finansal yükümlülükler ve haklar, kural olarak, belgesel şeklinde. Ayrıca, finansal araçlar şunları içerir: - varlık değerlendirmesi; - mülkiyetin tanınması; - varlıkların temel özelliklerindeki değişiklikleri tahmin etmek; - enstrümanlar ve anlaşmalar tasarlamak, vb.

Kaynak: (Çernyayeva, 2014, s. 36)

Neoklasik finans teorisi beş temel varsayıma dayanmaktadır (Belolipetsky, 2006):

- devletin ekonomik gücü ve dolayısıyla finansal istikrarı, özel sektörün ekonomik gücünden önemli ölçüde etkilenmektedir. Özel sektörün temeli büyük şirketlerdir;
- ülkenin finansal sisteminin temeli iş sektörünün finansmanıdır;
- devlet, iş sektörünün faaliyetlerine müdahalesini uygun şekilde en aza indirmelidir;
- büyük şirketlerin gelişimini belirleyen ana finansman kaynakları sermaye piyasaları ve kârlardır;
- mal, emek ve sermaye piyasalarının uluslararasılaşması nedeniyle, tek tek ülkelerin finansal sistemlerinin gelişiminde en önemli yön olarak entegrasyona doğru bir eğilim vardır.

Neoklasik finans teorisi çerçevesinde, devlet işlevlerinin finansmanının yanı sıra ekonomik ilişkilerin bir parçası da ele alınmaktadır. Finansal kaynakların genişletilmiş bir yeniden üretimi varsa, bu tür ilişkiler etkili olarak kabul edilebilir.

1.2.2.1. Sermaye Yapısı Teorisi

Sermaye yapısı, bir şirketin faaliyetlerini finanse etme şeklidir ve çeşitli finansman kaynakları kullanarak büyümesini sağlamaktadır. Hem öz sermaye finansmanını, hem de borç finansmanını kapsamaktadır (Ali, Parasız, & Ufuk, 2009).

Sermaye yapısı, uzun vadeli yükümlülükler, kısa vadeli krediler, şirketin adi ve imtiyazlı paylarının bir kombinasyonundan oluşabilir. Sermaye yapısı analiz edilirken genellikle şirketin kısa ve uzun vadeli yükümlülükleri dikkate alınır.

1.2.2.2. Portföy Teorisi

Modern portföy teorisi ilk olarak Harry Markowitz tarafından 1952'de Journal of Finance'deki "Portföy Seçimi" makalesinde formüle edilmiştir. Birbiriyle zayıf korelasyona sahip varlıkların yardımıyla çeşitlendirmeden oluşmaktadır - yani portföy, bir durumda farklı davranan varlıklardan oluşmalıdır.

Teori, varlık dengelemesinin bir portföyün risk-getiri oranı üzerindeki etkisini tanımlayan matematiksel bir süreç kullanmaktadır. Artık MPT ilkeleri, hem özel yatırımcılar hem de hedge fonlar da dahil olmak üzere büyük kurumsal oyuncular tarafından yatırım stratejilerini optimize etmek için kullanılmaktadır. MPT, risk ve getirinin birbiriyle ilişkili olduğu tezine dayanmaktadır. Bu, bir yatırımcının daha yüksek getiri elde etme arzusunun mutlaka risk seviyesini artırdığı ve aynı beklenen getiriye sahip iki portföy arasında daha az riskli bir seçeneğin seçilmesinin mantıklı olduğu anlamına gelmektedir. Teoride risk, bir portföyün oynaklığını, yani fiyatının ne kadar oynak olduğunu ifade etmektedir. Matematiksel olarak oynaklık, standart sapma adı verilen bir istatistik aracılığıyla ifade edilmektedir.

MPT, her risk seviyesi için getiriye maksimize eden uygun bir varlık kombinasyonu olduğunu belirtmektedir - böyle bir portföye optimal denmektedir. MPT'nin arkasındaki bir başka fikir, farklı varlık sınıfları arasında çeşitlendirme

yaparak portföy oynaklığının yumuşatılabilmesidir. Böylece, belirli bir risk seviyesi için getiri maksimize edilmekte veya hedef getiri için risk minimuma indirilmektedir.

Markowitz makalesinde portföy oluşumunu 2 aşamaya ayırmaktadır:

- Tarihsel verilerin analizi. Burada, mevcut menkul kıymet fiyatlarına dayalı olarak, her hisse senedi için gelecekteki karlılık ve risk belirlenmektedir.
- Portföyün nihai oluşumu - portföy için en iyi getiri ve daha düşük riske sahip menkul kıymetler seçilmektedir.

Daha sonra portföy şu prensibe göre optimize edilmektedir:

- verilen için en iyi getiri, yani bizim için kabul edilebilir risk;
- verilen için minimum risk.

Gelecekteki getiri, kesin değeri bilinmeyen rastgele bir değişkendir. Yalnızca rastgele bir değişkenin şu veya bu değeri alma olasılığı vardır. Rastgele bir değişkenin en olası değerine matematiksel beklentisi denmektedir. Markowitz bunu gelecekteki gelir olarak tanımlamıştır.

1.2.2.3. Opsiyon Fiyatlama Teorisi

İyi gelişmiş bir finansal piyasada, yeni bilgiler menkul kıymetlerin piyasa değerine hızla yansımaktadır. Bu nedenle, bu tür koşullar için risk ile varlığın beklenen getirisi arasındaki ilişkiyi tatmin edici bir şekilde tanımlayan bir model geliştirmek mümkündür. Böyle bir model, 60'lı yıllarda tanınmış bilim adamları J. Traynor, W. Sharp, J. Litner ve J. Mossin tarafından birbirinden bağımsız olarak formüle edilmiş ve Sermaye Varlık Fiyatlandırma Modeli (CAPM) olarak adlandırılmıştır. Model, piyasa riskini hesaba katarak bir varlığın gerekli getiri düzeyini belirlemek için kullanılmaktadır (Sharpe, 1964).

Model aşağıdaki kısıtlamaları belirlemektedir: piyasa etkin, varlıklar likit ve bölünebilir, vergi yok, işlem maliyeti, iflas yok, tüm yatırımcılar aynı beklentiye sahip, risksiz bir oranda kredi alabilir ve fon sağlayabilirler, rasyonel hareket etmek, faydalarını maksimize etmeye çalışmak, karlılık sadece riskin bir fonksiyonudur,

varlık fiyatlarındaki değişiklikler geçmiş fiyat seviyelerine bağlı değildir, bir zaman dilimi dikkate alınır (Gladenko, 2021).

Modele göre, herhangi bir riskli finansal araca yapılan yatırımlarla ilişkili risk iki türe ayrılabilir: sistematik ve sistematik olmayan. Sistematik risk, tüm yatırım araçlarını etkileyen ve belirli bir varlığa özgü olmayan genel piyasa ve ekonomik gelişmelerden kaynaklanmaktadır. Sistematik olmayan risk, belirli bir ihraç eden şirketle ilişkilidir. Sistematik risk azaltılamaz, ancak piyasanın finansal varlık getirileri üzerindeki etkisi ölçülebilir. CAPM, sistematik riskin bir ölçüsü olarak, bir finansal varlığın piyasa getirilerindeki değişikliklere duyarlılığını karakterize eden β (beta) göstergesini kullanmaktadır. Bir varlığın betasını bilerek, bir bütün olarak tüm piyasadaki fiyat değişiklikleriyle ilişkili risk miktarını ölçmek mümkündür. Bir hisse senedinin beta değeri ne kadar büyük olursa, piyasa genel olarak yükseldiğinde fiyatı o kadar artar, ancak tam tersi - büyük pozitif bahislere sahip hisse senetleri, piyasa bir bütün olarak düştüğünde daha fazla düşer. Yeterince fazla sayıda varlıktan oluşan çeşitlendirilmiş bir portföy oluşturarak sistematik olmayan risk azaltılabilir (Lintner, 1965).

Opsiyon, herhangi bir varlığı belirli bir süre içinde önceden belirlenmiş bir fiyattan satın alma (veya satma) hakkıdır. Bir opsiyon, sahibi tarafından verilen karara bağlı olarak kullanılabilir veya kullanılmayabilir. Bir opsiyonun önemli bir karakteristik özelliği, herhangi bir zamanda kullanmayı reddetmek mümkün olduğundan, sahibi için önemli olumsuz sonuçları olmamasıdır. Dolayısıyla, gelecekte bir opsiyonun gelirle birlikte kullanılma olasılığı varsa, opsiyonun negatif bir değere sahip olmaması, o an için belirli bir değere sahip olduğu anlamına gelmektedir.

Resmileştirilmiş bir opsiyon fiyatlandırma modeli (Opsiyon Fiyatlandırma Modeli, ORM), 1973'te Fisher Black ve Myron Scholes tarafından önerilmiştir. Kurumsal finansal yönetimde, varantlar ve dönüştürülebilir menkul kıymetler gibi finansal araçların özelliklerini açıklamak için kullanılmaktadır. Daha yakın zamanlarda, kiralamaların sona ermesi veya projelerin terk edilmesi analiz edilirken ve diğer durumlarda, esasen gelecekte olası ürünler üzerinde bir seçenek olan yeni ürün anlaşmalarının faydalarını açıklamak için kullanılmıştır (Ariely, 2005).

Opsiyon teorisi modeli, böyle bir finansal aracın özelliklerini bir seçenek olarak yansıtan, risk ve getiri arasındaki fırsat maliyeti ve takas kavramlarının matematiksel bir uygulaması olarak görülebilmektedir (Bouwman, 2014).

1.3. DAVRANIŞSAL FİNANS

Davranışsal finans, psikolojik faktörlerin dikkate alınarak belirsizlik koşulları altında finansal nitelikteki yönetimsel kararların benimsenmesini açıklayan bir kavramdır. Davranışsal finans kavramının ilk olarak Batı'da ortaya çıktığı ve ancak 21. yüzyılın başlarında gelişmeye başladığı düşünülmektedir. "Davranışsal finans" olarak adlandırılan bilimsel araştırma yönünün tanınmış kurucuları Amos Tversky ve Daniel Kahneman ve bir dizi diğerleridir (Bostancı, 2003).

1.3.1. Davranışsal Finans Kavramı

Davranışsal finans, sosyal ve duygusal koşulların bireyler veya kurumlar tarafından ekonomik karar verme üzerindeki etkisini ve bu etkinin ekonomik süreçler üzerindeki sonuçlarını inceleyen bir ekonomi alanıdır. Küresel finansal kriz, birçok girişimciyi, yatırımcıyı ve diğer piyasa katılımcılarını kavramlarını ve inançlarını yeniden düşünmeye zorlayan sebeptir. Şu anda ekonomi artık salt teknik bir disiplin değil ve psikoloji alanındaki uzmanlar giderek ekonomistlerin yardımına koşturmaktadır. İş dünyasında başarılı olmak için kuru bir akademik değil, sorunları çözmek için duygusal bir yaklaşım uygulamanız gerekmektedir. Bu alandaki en önemli keşifler Nobel ödüllü Daniel Kahneman ve Amos Tversky'ye aittir. Chicago Üniversitesi'nde profesör olan Robert Schiller, finansal kararlar vermede duygusal ve rasyonel olanı birleştirmenin öncüsü olarak kabul edilmektedir (Angner & Loewenstein, 2012).

Davranışsal finans kavramının farklı tezahürleri, iyi bilinen geleneksel yaklaşımlar kullanılarak değerlendirilebilmektedir. Özellikle sermaye yapısının geçerliliğine bağlı olarak finansal yöneticilerin işletme yönetim sisteminin uygulanmasındaki eylemlerinin ne kadar mükemmel olduğunu belirlemek mümkündür. Diğer durumlarda, davranışsal finans araştırmalarında geleneksel yaklaşımların kullanılması açıkça yeterli değildir. Özellikle finansörler tarafından finansal stratejinin gerekçelendirilmesinde davranışsal bileşenlerin piyasa

koşullarında tahsis edilmesi, genellikle ne rekabet teorisini ne de geleneksel finans teorisini açıklamaz. Bu durumda, finansal piyasa katılımcılarının yalnızca açık değil, aynı zamanda örtük etkileşimlerinin mekanizmasının da dikkate alınması tavsiye edilmektedir (Bogatıryev, 2015).

Kurumsal ekonomi açısından, finansal davranış ve finansal strateji, yalnızca faaliyetin amacı, mevcut kaynaklar tarafından değil, aynı zamanda sosyal normlar, değerler, gelenekler ve tutumlar tarafından da belirlenmektedir. Bu nedenle, sosyal gerekçe ve sorumluluk, insan davranışının güdülerinde bir iz bırakmaktadır. Sosyal normlara uyum, artan yaşayabilirlik potansiyeli şeklinde faydalar sağlar ve kuruluşun finansal performansının iyileştirilmesine katkıda bulunur (Goretskaya, 2013).

Normlar, insanların davranışlarını belirleyen temel kurumsal düzenleyicidir. Norm, uygulanması sosyo-ekonomik sistemdeki düzenin korunmasına uyumu sağlayan zorunlu davranışı belirler. Sosyolojik yaklaşıma göre: norm, insanların davranışlarının dışarıdan belirlenen bir belirleyicisidir (Kosorukova, 2013).

Normları dikkate alma ihtiyacına ek olarak, finansal karar vermede tamamen öznel mekanizmaların yeri ve bu mekanizmaların tezahürlerinin finansal yöneticilerin faaliyetlerine nasıl yansıdığı sorusu çözümlmelidir ve bu durumda şu bilimsel yaklaşımlar uygulanmalıdır: kurumsal ekonomi, psikoloji, sosyal ekonomi, rekabet teorisi ve sektörel piyasa. Önerilen bilimsel yaklaşımlar, aynı pazarda rekabet eden şirketlerin davranışlarının açıklanmasına dayanmaktadır ve aralarındaki karşılıklı bağımlılık, dolaylı ilişkiler şeklinde kendini göstermektedir (Ibragimov, 2019).

Çok sayıda araştırma göstermiştir ki, bir kişi çeşitli durumlarda duygular, hisler, yanılsamalar, önyargılar, yanlış algılamalar, içgüdüler, anlık kararlar vb. gibi her türlü irrasyonel faktörden etkilenebilir. Bu ifade, nispeten genç bir finans bilimine, davranışsal finansa dayanmaktadır. Bu iktisat teorisi alanının ortaya çıkmasının nedeni, piyasa katılımcılarının davranışlarının her zaman rasyonel olmaktan uzak olması ve bu nedenle klasik ekonomi politik teorisinin altında yatan varsayımlarla uyuşmamasıdır (Charles & Michael, 1990).

1.3.2. Davranışsal Finans Tarihi

Davranışsal finansın öncüsü, 1950'lerin ortalarından beri Amerika Birleşik Devletleri'nde aktif olarak geliştirilen, belirsizlik altında karar vermenin psikolojik teorisi. Başlangıçta, psikologların dikkati sözde riskli (perilojenik) mesleklere çekilmiştir. 1960'larda ve 1970'lerin başında, ileriye dönük teorinin (beklenen fayda teorisinin yerini almak üzere tasarlanmış bir seçim teorisi) geliştirilmesine yönelik araştırmalar, İnternet'in ilk savunma gelişmelerini de finanse eden Savunma İleri Araştırma Projeleri Ajansı (DARPA) tarafından desteklenmiştir (Angner & Loewenstein, 2012).

1960'ların sonlarında, psikologlar finansal risk mesleklerini incelemeye başlamışlar. Journal of Applied Psychology, Slovic'in finansal piyasalarda komisyoncular tarafından karar verme analizine ilişkin çalışmasını yayınlamış ve ardından araştırmasının sonuçları Journal of Finance'de yayınlanmıştır. O andan itibaren, psikoloji ve finansın etkileşimi üzerine doğrudan bir çalışma başlamıştır. 1970'lerde psikologlar Amos Tversky ve Daniel Kahneman, davranışsal finansın gelişimine anında ivme kazandıran iki makale yayınlamıştır ("Belirsizlik Altında Yargılama: Sezgisel Yöntemler ve Önyargılar", "Gelişme Teorisinde Gelişmeler: Belirsizliğin Kümülatif Temsilleri"). İkinci makale Econometrica dergisinde şimdiye kadar yayınlanan en çok alıntı yapılan makale olmuştur (Bogatıryev, 2015).

1981'de, Yale Üniversitesi ekonomisti Robert Shiller'in klasikleşmiş makalesi "Hisse Senedi Piyasası Aşırı Tepki Veriyor mu?" yayınlanmıştır. Shiller, bir hissenin fiyatının gelecekteki beklenen temettü akışının bugünkü değerine eşit olduğu şeklindeki geleneksel iddiayı ampirik olarak çürütmüştür. Son 100 yılda, borsa fiyatları oldukça değişken olmasına rağmen, temettülerin bugünkü değerinin neredeyse sabit olduğunu göstermiştir. Bu makale, finansal ekonomistler topluluğunda şiddetli bir tartışmaya neden olmuştur. Schiller'in çalışması, finansal piyasalarda olduğu kadar yatırımcıların ve şirketlerin finansal davranışlarında da çeşitli anomalileri kaydeden çok sayıda ampirik çalışma için bir itici güç olarak hizmet etmiştir (Goretskaya, 2013).

1984'te, Amerikan Finans Birliği bünyesinde ilk Davranışsal Finans Bölümü oluşturulmuştur ve 1985'te, "Dünya Akademik Finansman Merkezi" olarak kabul edilen Chicago Üniversitesi, ilk Davranışsal Finans Konferansı'na sponsor olmuştur. 1980'lerin sonlarında, ABD Ulusal Ekonomik Araştırma Bürosu uygun bir çalışma grubu düzenlemiştir.

1990'lar davranışsal finans araştırmalarının zirvesini görmüştür. Yüzlerce yeni teorik ve ampirik makale yayınlanmıştır. 1999'da Harvard Üniversitesi'nde ekonomi profesörü olan önde gelen davranışçılardan biri olan Andrey Shleifer, verimsiz finansal piyasalar alanındaki araştırmaları nedeniyle Amerikan Ekonomi Derneği'nden Clark Madalyası almıştır ve 2002'de Princeton'dan psikoloji profesörü Daniel Kahneman, risk altında davranış teorisi geliştirdiği için Nobel Ekonomi Ödülü'nü almıştır.

Araştırmacılar psikolojik fenomenlerin finansal politikanın tüm önemli yönlerinde, finansal varlıkların fiyatlandırılmasında, kurumsal finansmanda, türevlerde önemli bir rol oynadığını savunmaktalar (Aksoy & Şahin, 2009).

Bu nedenle, davranışsal finans, ekonomik kararlar alırken insanların irrasyonel davranışlarını inceleyen ekonomi bilimi alanlarından biri olarak görölmektedir.

1.3.3. Davranışsal Finans Eğilimleri

Davranışsal finans tarafından incelenen en yaygın insan davranış eğilimleri şunları içermektedir:

1. Yatırımcı hissi teorisi ve rasyonellik
2. Anomaliler
3. Beklenen fayda teorisi
4. Beklenti teorisi
5. Sınırlı arbitraj

1.3.3.1. Yatırımcı Hissi Teorisi ve Rasyonellik

Geleneksel modellere göre; piyasalardaki yatırımcılar arasındaki rekabet, sistematik risk dikkate alınarak rasyonel fiyatlandırma ve beklenen getiri dengesi sağlar. Bazı yatırımcılar rasyonel olmaktan uzak olsalar da taleplerini dengelemeleri

beklenir. Yatırımcılar bazen bilgi yerine söylenen bilgilerle işlem yaparlar ve bazen piyasa bilgilerine aşırı veya az tepki verirler. Bu tür duygusal davranışlar rastgele değil sistematik hale geldiğinde, finansal piyasalarda ek bir risk kaynağı haline gelebilir. Bu nedenle, yatırımcı duyarlılığı nedeniyle bilişsel önyargılar ortaya çıkar ve yatırım kararlarını etkiler (Brabazon, 2000). Sınırlı arbitraj ile birleştirilmiş yatırımcı duyarlılığı teorisi, hisse senedi fiyatı davranışı ve getirilerinin tüm tahminlerinde yardımcı olabilir (Brealy & Myers, 2003).

Yatırımcı psikolojisi finans piyasalarında çok önemli bir konu haline gelmiştir. Fakat bu konu zamanla ihmal edilmiştir. Yatırımcıların karar verme aşamalarında ekonomik veya finansal göstergelere göre hareket etmelerinin yanı sıra aynı zamanda iç dünyaları, deneyimleri ve olaylara bakış açıları da önemlidir (Küçük, 2014).

"Yatırımcı duyarlılığı"nın literatürde net bir tanımı yoktur ve yatırımcı duyarlılığını doğrudan gözlemlemek çok zordur. Yatırımcı duyarlılığı kavramı temel olarak bazı yatırımcıların rasyonel olarak belirlenemeyen inançlarını ifade eder. Baker ve Wurgler'e göre, yatırımcı duyarlılığı, menkul kıymetler hakkındaki yatırımcı duyarlılığını veya yatırımcı iyimserliğini veya karamsarlığını yansıtır (Baker & Wurgler, 2006).

Lei ve Guojun'a göre yatırımcı duyarlılığı, rasyonel yatırımcılardan ziyade irrasyonel yatırımcıların varlıklar üzerinde yarattığı paniği açıklamaya çalışmaktadır ve menkul kıymetlerin fiyatını belirlemede önemli bir rol oynamaktadır (Lei & Guojun, 2005).

Baker ve Stein yatırımcı duyarlılığını, yatırımcılar tarafından varlıkların yanlış fiyatlandırılması olarak tanımlamaktadır (Baker & Stein, 2004).

1.3.3.1.1. Bilişsel Kökenli Yanılgılar (Bilişsel Önyargı)

Bu, bilişsel yanılgıların analistlerin değerlendirmelerinde ve tavsiyelerinde sapmalara neden olduğu görüştür. Bilişsel önyargılar, bilişsel sistemimizin çalışma sisteminden kaynaklanan rasyonaliteden sistematik sapma kalıplarıdır. Bilgiyi arama, değerlendirme, yorumlama, yargı, kullanma ve hatırlamada ve alınan kararlarda mantıksız (irrasyonel) olmaya neden olmaktadır. Örneğin, iyi bilinen şeffaflık

çarpıtma yanılısaması, içsel duygularımızın ve düşüncelerimizin başkalarına daha net görüldüğünün düşünülmesini sağlar. Bu önyargı alınmaktadır çünkü diğer insanların içsel duyguları nasıl gördüğünü anlamaya çalışırken kendi bakış açısından uzaklaşmak zor olmaktadır. Bu nedenle kendi içinde yaşanan duyguların, dışarıdan izlenen duyguların birebir aynısı olduğu düşünülmektedir. Ancak bu çoğu zaman mümkün olmamaktadır. Bu görüş, analistlerin Bayesci bir yaklaşım izlemediğini ve bunun yerine bir olayın öznel olasılığını tahmin ettiğini savunmaktadır. DeBondt ve Thaler bu konuda araştırma yapmışlar. Araştırmalarına göre, analistler tahminlerine aşırı tepki vererek aşırı beklentilere neden olabilir. Bu çalışma, bu iddiaları öne süren bilişsel çalışmalardan biridir (DeBondt & Thaler, 1990). Öte yandan, Lees ve Zon, analistlerin bilgiye daha az duyarlı olduğunu bulmuşlar. Araştırmacılar, borsa fiyatlarındaki değişiklikler ile analistler tarafından yapılan tahminlerdeki revizyonlar arasındaki ilişkiyi incelemişler (Lys & Sohn, 1990).

Bilişsel önyargılara aşırı güven, aşırı reaksiyon, düşük reaksiyon, ayrılma etkisi, hesaplama önyargıları vb. dahil edilmektedir. Bu davranışsal eğilim, yüksek lisans tezinin ikinci bölümünde daha ayrıntılı olarak tartışılmıştır.

1.3.3.1.2. Zihinsel Yanılısamalar

Yanılsamalar çok yönlü ve sayısızdır, ancak burada insanların günlük yaşamlarında kendilerini gösteren zihinsel çarpıtmalardan bahsedilmektedir. Çoğu zaman, bir kişi hayallerini somut bir tezahürde gerçekleştirmek ister ve bu hayallerin en azından kısmen gerçekleştirilebileceği yaşam alanının küçük bölgelerini seçer. Aktif ve genellikle aldatici bir rol burada görselleştirme ve hayal gücü tarafından oynanılmaktadır, çünkü bu temelde, bir kişinin bilinci, algısının önemli bir alanının bulunduğu dünyanın bir resmini oluşturmaktadır: hayali ilişkiler, hayali duygular, hayali yaşam gerçekleri. Birey, tamamen içtenlikle yanılsamaktadır, yanılsamasını gerçeğin tek örneği olarak görmektedir ve kararlı bir şekilde pozisyonunu korumaktadır. Görüşlerinin muhafazakarlığı, gerçeği daha geniş bir perspektiften görmeyi zorlaştırmaktadır. Birey bu kuruntulara inandığı için bu kuruntulara oynamamaktadır, ancak bazı kişisel veya sosyal çıkarları nedeniyle bu kuruntulara ihtiyacı vardır, bu nedenle yarattığı zihinsel kurguları sürdürmek zorundadır.

Yanılsamalar, özellikle bir kişinin duygusal planı tarafından zihinsel olarak inşa edilen, beslenen algının nesnelliğinden uzaklaşmaktadır, böylece geçici olarak yaratılmış bir gerçekliği temsil etmektedir (Jain, 2012).

Zihinsel yanılsama şunları içermektedir: kayıptan kaçınma, pişmanlıktan kaçınma, zihinsel muhasebe, çerçeveleme etkisi. Bu davranışsal eğilim, yüksek lisans tezinin ikinci bölümünde daha ayrıntılı olarak tartışılmıştır.

1.3.3.2. Anomaliler

"Anomali" kavramı, genel kabul edilmiş kurallardan sapma olarak tanımlanmaktadır. Deneysel bir keşfi teorik bir çerçevede rasyonelleştirmek zor ise veya bu keşfi açıklamak için mantıksız varsayımlar yapılması gerekli ise, keşif bir anormali olarak kabul edilir. Finansal literatürde hisse senedi getirilerine ilişkin ampirik çalışmalar iki yaygın anomaliye odaklanmaktadır. Hisse senetlerinin belirli haberlere (kazanç duyuruları gibi) yetersiz tepki vermesi, bir yetersiz tepki durumu ve art arda gelen iyi veya kötü haberlerin bir sonucu olarak aşırı tepki vermesi durumu anomalisidir. Bir anomalinin varlığı sadece yatırımcıların piyasanın üzerinde getiri sağladığı anlamına gelmez. Aynı zamanda yüksek getiri elde etmek için anomalileri takip eden yatırımcılar, yatırım stratejileri nedeniyle büyük kayıplarla karşı karşıya kalabilmektedir. Dimson ve Marsh bunu Murphy'nin "eğer bir şeyler ters gidebilirse, kesinlikle gidecektir" olarak bilinen yasasıyla karşılaştırmaktadır (Dimson & Marsh, 1999).

De Bondt ve Thaler (1985, 1987, 1990) yaptıkları ilk iki çalışmada, yatırımcıların deneyim eksikliği nedeniyle yeni haberlere eski haberlere göre daha fazla önem verdikleri sonucuna varmışlardır. Son çalışmalarında, analizi daha da derinleştirmişler ve sadece deneyimsiz yatırımcıların değil, profesyonel yatırımcıların da yeni bilgilere eskilerinden daha fazla değer verdiğini belirtmişler (Erdoğan & Elmas, 2010). Bu nedenle, yatırımcılar aldıkları yeni haberlere genellikle daha duyarlıdır. Bu anomali tepkisi ya iyimser ya da kötümser olmaktadır. Bu durumun kaçınılmaz bir sonucu olarak fiyatlar ya düşmekte ya da olması gereken düzeyin çok üstüne çıkmaktadır. Fiyatta meydana gelen aşırı düşüş veya artış, ilerleyen dönemlerde ters yönde hareket edilerek düzeltilmektedir.

Rasyonel olmayan, belirli bir yönde düzenli olarak tekrar eden fiyat hareketleri olarak tanımlanabilecek fiyat anomalileri şu şekilde sıralanmaktadır (Daniel, D. Hirshleifer, & A. Subrahmanyam, 1998):

- Halka açık bir olaydan kaynaklanan sinyallerin oluşturduğu ortalama getiriler dikkate alındığında, sonraki dönemde oluşabilecek anormal getiriler,
- Bireysel hisse senetleri ve bir bütün olarak piyasa için olumlu kısa vadeli hisse senedi hareketi,
- Kısa vadeli kazanımlara karşı koyan ve uzun vadeli trend dönüşlerine neden olan aşırı tepki hareketleri,
- Şirketin temel değerlerindeki değişikliklerle orantısız aşırı hisse senedi fiyat oynaklığı,
- Kısa vadede beklenmedik kar duyuruları ile aynı yönde fiyat hareketi ve uzun vadede fiyat hareketinin tersi.

Anomalilerin sebepleri şunları içermektedir: işlem zamanı hipotezi, yapısal ve kurumsal etkiler, bilgilerin kamuya duyurulması, yatırımcı davranışları. Bu davranışsal etki, yüksek lisans tezinin ikinci bölümünde daha ayrıntılı olarak tartışılmıştır.

1.3.3.3. Beklenen Fayda Teorisi

Klasik rasyonalite, 1970'lere kadar ekonomik ve finansal teoride baskın teoriydi ve bir karar verme problemine rasyonel çözümler bulma ilkesine dayanmaktaydı. "Ekonomik insan", yani makul insan, bu dönemin temel paradigmasıydı. Beklenen fayda teorisi, bu dönemde rasyonel bir insan modeli olarak geniş çapta kabul görmüştür (Tomak S. , 2009).

Bernoulli'nin beklenen fayda teorisi, belirsizlik altındaki insan davranışını ölçülebilir bir fayda fonksiyonu cinsinden açıklamaya çalışır. İnsanlar bir kez bir karar verdiklerinde, bu kararın sonucunun tam olarak ne olacağını bilemezler. Eylemin sonucu tam olarak bilinmeden bir eylemde bulunmaya önceden karar verme ihtiyacı, ekonomik teoride belirsizlik karşısında insan davranışını açıklamaya yönelik

modellerin geliştirilmesine yol açmıştır. Shoemaker, bu modellerin faydanın nasıl ölçüldüğü, olasılık ve sonucun birbirinden nasıl ayrıldığı ve olasılık ile sonucun çarpılarak birlikte ele alınmasına izin veren beklenen değer operatörünün tanımında farklılık gösterdiğini savunmaktadır.

Örneğin, beklenen fayda teorisi, daha önceki fikirlerin aksine Bernoulli tarafından geliştirilmiştir, bu teoriye göre, insanlar beklenen parasal değeri değil, bu beklenen parasal değer beklenen ayını maksimize eder. Bu teoriyi geliştirmesine rağmen, Bernoulli beklenen faydayı ölçmek için herhangi bir özel tavsiyede bulunmamıştır (Ali, Parasız, & Ufuk, 2009).

John von Neumann ve Oskar Morgenstern, Bernoulli'nin beklenen fayda fikrini geliştirmişler ve bunun bir teori haline gelmesine çalışmışlar. Bernoulli'nin karşılaştığı fayda ölçümü problemini fayda endeksi oluşturarak çözen Neumann ve Morgenstern, neokardinal çerçevede riskli durumlarda tüketici tercihleriyle ilgilenen geleneksel talep analizinin bazı varsayımlar altında rasyonel bir seçim olduğunu kanıtlamışlar (Abaan, 2002).

Beklenen fayda, belirsizlik altında verilen kararlardan beklenen faydanın, olayın meydana gelme olasılığı ile çarpılmasıyla elde edilen sonuç olarak tanımlanır. Buna göre karar vericiler rasyonel davranırlar. Beklenen fayda teorisine göre, tüm insanlar, rasyonel fayda optimizasyonu sürecini izleyerek, belirsizlik altında Bayes yöntemlerini kullanarak her bir olayın gerçekleşme olasılığını hesaplarlar. Beklenen fayda, hesaplanan olasılıkların olaylardan beklenen faydalarla çarpılmasıyla maksimize edilmektedir (Bostancı, 2003).

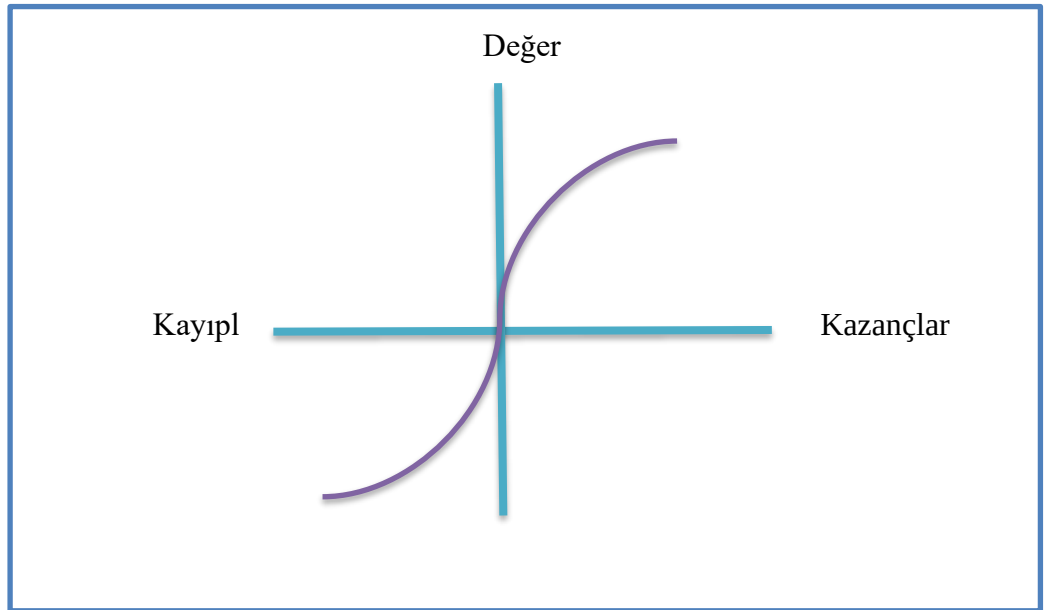
1.3.3.4. Beklenti Teorisi

Araştırmacıların çoğu beklenti teorisini tercih etmiş ve en iyi teori olarak kabul etmiştir. Bu teorinin diğer iktisat teorilerine göre baskın yönü, belirsizlik koşullarında insanların rasyonel davranışlarının ekonomik bir resmini sunmasıdır (Shiller R. , 1998). Tahmin edilemeyen insan davranışları gibi birçok durumda bu teorinin çekiciliği sorgulanır (Ali, Parasız, & Ufuk, 2009). Örneğin, Fransız iktisatçı Maurice Allais deneyinde insanların kumar yoluyla fayda teorisinin gerekliliklerini sistematik

olarak ihlal ettiğini görmüşler. Deneyinde deneklere Allais'e %25 şansla 2.000\$'ı mı yoksa %20 ihtimalle 3.000\$'ı mı tercih edecekleri sorulmuştur ve denekler %65 şansla ikinci seçeneği seçmişler. Bu kez aynı deneklerden %100 şansla 3.000\$ veya %80 olasılıkla 4.000\$ arasında seçim yapmaları istenmiştir ve deneklerin %80'i ilk seçeneği seçmişler. Her iki soruda da ikinci seçeneğin beklenen faydası yüksek olmasına rağmen, ikinci soruda insanlar daha kesin seçeneği seçmişlerdir. Aslında, iki soru arasındaki fark basitçe bir olasılık farkıydı ve bildiğimiz gibi, insanlar düşük olasılığa ve yüksek olasılığa eşit değer vermemektedir. Beklenti teorisi, beklenen fayda teorisinde olasılıklar ağırlıklarla değiştirilirse ve fayda fonksiyonu yerine bir değer fonksiyonu kullanılırsa matematiksel olarak ifade edilebilir. Beklenti teorisinde insanlar ölçülen miktarlarını ve değerlerini maksimize etmeye çalışırlar (Shiller R. , 1998).

Kahneman ve Tversky'ye göre, ağırlıklar, bir ağırlık verilen yüksek olasılıklar ve sıfır ağırlık verilen düşük olasılıklar ile gerçek olasılıkların bir fonksiyonu olarak tanımlanmaktadır. Başka bir deyişle, insanlar düşük olasılıkları imkansız, yüksek olasılıkları kesin olarak algılamaktadır (Tversky & Kahneman, 1979). (Şekil 1.2)

Şekil 1.2: Beklenti Teorisi Değer Fonksiyonu



Kaynak: (Tversky & Kahneman, 1979)

Beklenti teorisi, alternatif bir riskli karar verme modeli olarak insanların kararlarının nihai sonuca değil, kazanç ve kayıpların potansiyel değerine dayandığını varsayar. Beklenti teorisi, farklı alternatifler arasında alınan riske dayalı kararları tanımlayan davranışsal ekonomi teorisinin temelidir. Bu teori, insanların psikolojik etkilerden dolayı kazanç ve kayıplara farklı olasılıklar yüklediğini bulmuştur. Bununla sadece psikolojide değil, aynı zamanda mali disiplinde de bir devrim yapmıştır (Sefil & Çilingiroğlu, 2011).

Beklenti teorisi, insan davranış kalıplarının iki şekilde ortaya çıktığını öne sürmektedir. Birincisi, insanların duyguları aldıkları kararları olumsuz etkilemektedir. İkincisi, bilişsel önyargılar, insanların rasyonel kararlar vermesini engellemektedir.

Beklenti teorisine göre, insanlar karar verme süreçlerinde kararlarının sonuçlarını dikkate almazlar. Potansiyel kayıp ve kazançlara atfettikleri değerleri göz önünde bulundururlar. Buna göre, maliyet fonksiyonu (Şekil 1.2) tipik olarak kazançlar için içbükey (konkav) olmaktadır (riskten kaçınmayı temsil eder), kayıplar için dışbükey (konveks) olmaktadır (riskten kaçınmayı temsil eder) ve kayıplar için (kayıptan kaçınmayı temsil eder) kazançlardan daha dik olmaktadır (Tversky & Kahneman, 1979).

1.3.3.5. Sınırlı Arbitraj

İnsan hatası sınırında çalışan, rekabetçi piyasalarda davranışsal finansın ilk temel önermesi sınırlı arbitraj, ikincisi ise yatırımcı duyarlılığı teorisidir. Menkul kıymetlerin farklı piyasalarda anlık olarak makul fiyatlarla alınıp satılması olarak tanımlanan arbitraj kavramı, finansın temel konularından biridir. Etkin piyasalar teorisine göre, arbitraj teorik olarak sermaye gerektirmez ve risk taşımaz. Arbitraj, fiyatları temel değerlere yönlendirir ve piyasaları verimli tutar. Bu nedenle menkul kıymet piyasalarının analizinde arbitraj önemli bir rol oynamaktadır.

Etkin piyasalar teorisinden farklı olarak davranışsal finans, arbitrajın riskli olduğuna inanır ve bu nedenle sınırlı olmasını önerir. Arbitrajın faydası, fiyatı gürültü (noise) ticaretinden potansiyel olarak etkilenen menkul kıymetler için ikamelerin mevcudiyetine bağlıdır. Riski sınırlamak için, arbitrajcılar ucuz ikameli menkul

kıymetlerin yüksek fiyata olmayanlarını satın alabilmelidir. Ancak bazı durumlarda menkul kıymetlerin ikameleri olmayabilir. Bu nedenle, arbitraj, arbitrajcı için yüksek fiyat seviyelerini ve riski engelleyemez. Bu nedenle, bir arbitrajcı, ikame bir portföy alıp kısa vadede satamaz. Kısacası, arbitraj, arbitrajcı riskten kaçındığında sınırlıdır (Shleifer A. , Inefficient Markets: An Introduction To Behavioral Finance, 2000). Burada, rasyonel olmayan tüccarlar "gürültü (noise) işlemciler" olarak tanınmaktadır ve rasyonel işlemciler arbitrajcılar olarak bilinmektedir.

Shleifer ve Vishny (1997) araştırmalarını yapmışlar ve arbitraj işlemlerinin bazı piyasaların etkinliğini artırdığını, ancak diğer finansal piyasaları etkilemediğini belirlemişlerdir. Modern finasta iletişim geliştikçe buna paralel olarak arbitraj olanaklarının azaldığı kabul edilmektedir. Finansal piyasalar arasında fiyat farkları oluştuğunda, bu farklar ilgili piyasanın sùjeleri tarafından derhal kapatılır (Shleifer & Robert, The Limits of Arbitrage, 1997).

Arbitraj kısıtlamalarının açık bir örneğı, kullanılmayan varlıkların elden çıkarılmasıdır. Çok sınırlı bir arbitraj fırsatı örneğı, alım ve hisse senedi opsiyonlarıdır. Alım satım verilerine göre yatırımcının kısa vadede dayanak varlığa yatırım yapması beklenmektirse ve yatırımcının kısa vadede varlığı satma imkanı yoksa arbitraj imkanı yoktur. Literatürde, finansal piyasalarda açığa satışın sınırlandırılmasına ilişkin çeşitli çalışmalar da bulunmaktadır. Bu çalışmaların örnekleri arasında Figlewski (1981), Chen ve diğerleri (2002) ve Ofek ve diğerleri (2003) yer almaktadır (Angner & Loewenstein, 2012).

1.3.4. Davranışsal Finans Modelleri

Davranışsal finans, piyasa katılımcılarının irrasyonel davranışları olarak tanımlanmaktadır. Hong ve Stein, 1999'da karşılanması gereken finansal modeller için aşağıdaki kriterleri formüle etmiştir (Hong & Stein, 1999):

- Ampirik kanıtlarla desteklenen yatırımcı davranışı hakkındaki varsayımlara dayanmalıdır.
- Mevcut anomali sonuçları tek bir model ile kısa ve kapsamlı bir şekilde açıklanabilmelidir,

- Numunenin dışında test edilip doğrulanabilen ek tahminler yapabilmelidir.

Son yıllarda davranışsal finans üç modele odaklanmıştır: temsili yatırımcı modeli, Daniel, Hirshleifer ve Subrahmaniam modeli ve heterojen yatırımcılar arasındaki ilişkilere dayanan Hong ve Stern modeli.

1.3.4.1. Temsili Yatırımcı Modeli

Bu modelde, temsili yatırımcı iki tür yargı hatasıyla karşı karşıyadır: muhafazakarlık ve temsilcilik yanlılığı. Bu modelde, düşük tepki muhafazakarlığa, aşırı tepki ise temsiliyet yanlılığına atfedilmektedir. Yatırımcılar, söz konusu yatırımlarla ilgili kararlarında değişken olarak aldıkları bir şirketin kârı ile aynı doğrultuda art arda artan bir şirketin kârının önce ortalamaya dönme eğiliminde olacağına, daha sonra trende gireceğine inanmaktadırlar. Bu modelde, yatırımcılar, kazançlar bir yönde değişirse ortalamaya döneceklerine inandıklarında, düşük tepki oluşur. Yatırımcılar, birbirini takip eden birkaç sürprizden sonra bir trendin başladığına inandığında aşırı tepki oluşur (Barak, 2008).

1.3.4.2. Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam Modeli

Bu model, aşırı güvene ve önyargılı kendine yüklenmeye dayanmaktadır. Bilgili ve kendine güvenen bir yatırımcıdır. Rasyonel ancak bilgisiz yatırımcılarla işlem yaptığında, piyasa değerini pek umursamaz, belirli bilgi sinyallerini tercih eder. Bu nedenle, fiyatlar kişisel bilgilerine aşırı tepki vermektedir. Temsili Yatırımcı Modelinden farklı bir psikolojik algıya dayansa da Temsili Yatırımcı Modeli ile aynı doğrultuda sonuçlar ürettiği gösterilmiştir. Bu modelin arkasındaki ana fikir, hisse senedi fiyatlarının özel bilgilere aşırı tepki vermesi ve bu modelin kamu sinyallerine yetersiz tepki vermesidir. Aşırı tepki, kişisel ipuçlarının sonucu olarak ortaya çıkmıştır ve yetersiz tepki, genel ipuçlarının sonucu olarak belirlenmiştir (Aksoy & Şahin, 2009).

1.3.4.3. Hong ve Stern Modeli

En basit şekliyle bu model, bireysel yatırımcıların bilişsel önyargılarına ve heterojen yatırımcılar arasındaki etkileşimli ilişkilere dayanmaktadır. Modelde iki tür yatırımcı vardır: haber avcıları ve momentum avcıları. Burada, her iki yatırımcı türü de tamamen rasyonel değildir. Sadece sınırlı bir rasyonellik vardır. Bu modelde uygulanan sınırlı rasyonelitenin, hem pratik, hem rasyonel hem de kuralcı olduğu için gerçek dünya ile uyumlu olduğu kanıtlanmıştır ve arbitrajcılara momentum stratejilerine inanmaları için bolca alan sağlar. Ayrıca modelin tek bir örneklem dışında uygulanabilirliği ve uyarlanabilir olmaması güvenilirliğini artırmıştır. Kısa dönemde pozitif otokorelasyon düşük tepki açısından, uzun dönemde negatif otokorelasyon ise aşırı tepki açısından geçerlidir (Barak, 2008).

1.4.DAVRANIŞSAL FİNANS VE ETKİN PİYASALAR HİPOTEZİ

Etkin Piyasalar Hipotezi (EPH), bilginin hisse senedi piyasalarını nasıl etkileyebileceğini ifade eder. Davranışsal Finans (bundan sonra DF olarak anılacaktır), piyasa katılımcılarının davranışları ve bu doğrultudaki yetenekleri ile ilgilenir ve diğer duygusal ve psikolojik yönleri inceler (Sharma, 2014). EPH ve DP modelleri arasındaki karşılaştırma farklı başlıklar altında yapılmaktadır. Karşılaştırmalarda kullanılan ana başlıklar aşağıda verilmiştir:

Tablo 1.3: EPH ve DF Karşılaştırılması

Başlık	Etkin Piyasa Hipotezi	Davranışsal Finans
Rasyonellik	Finansal piyasalardaki yatırımcılar her zaman rasyoneldir.	Yatırımcılar genellikle irrasyonel davranışlar sergilerler.
Duygusal Yatırım	Duyguların karar verme süreçlerinde yeri yoktur	Duygular ve psikolojik faktörler kararları yönlendirmektedir
Bilginin Doğruluğu ve Bilgiye Erişilebilirlik	Güçlü piyasalarda tüm yatırımcılar tüm bilgilere	Tüm yatırımcıların tüm bilgilere eşit ve aynı anda erişimi yoktur, hisse

	erişebilmektedir ve hisse senedi fiyatları tüm bilgileri yansıtmaktadır.	senedi fiyatları her zaman tüm bilgileri yansıtmamaktadır.
Demografik Faktörler	Yeni ve deneyimli yatırımcılar arasında fark yoktur	Yatırımcılar yaş, cinsiyet, eğitim gibi faktörlerde farklılık göstermektedir.
Disiplinler Arası Etkileşim	Ekonomik ilkelere dayanmaktadır	Psikoloji, sosyoloji gibi diğer disiplinleri de dikkate almaktadır.
Piyasa Balonları ve Krizleri	Piyasalar verimliyse krizin ortaya çıkması imkansızdır.	Yatırımcılar rasyonel olmadığı için finansal krizler diğer faktörler açısından da analiz edilmelidir.

Kaynak: (Sharma 2014, s. 276)

EPH'ye göre, temel analiz yarı güçlü formdaki piyasalarda geçerliliğini korumaktadır. EPH, teknik analiz ve geçmiş piyasa verileri yoluyla yapılan gelecek tahminlerini hesaba katmamaktadır. Model, yatırım süreçlerinin sadece güncel bilgi ve fiyatlar ile ilgili olması gerektiğini belirtmektedir (Gupta, 2014).

DF modeline göre geçmiş, bilginin temel belirleyicisi olmasa da o, sadece hatıra olarak kabul edilmemelidir. "Tarih tekerrür ediyor" veya "ekonomi tersine dönüyor" gibi iddialar, başta yatırımcılar olmak üzere birçok kişide destek bulmaktadır. Yatırım süreçlerinde yatırımcılar, en karlı durumu değerlendirmek ve şirket ile güvenilir bir ilişki kurmak için ana konuları analiz etmelidir. Finansal verileri değerlendirilmekle firmanın nasıl yürütüldüğünü anlamak mümkündür (Konstantinidis, 2012).

Araştırmacılar, geleneksel finans teorilerini işe yaramaz veya modası geçmiş olarak reddetmeye çalışmak yerine, bu teorilerin rasyonellik varsayımını gevşeterek ve insan davranışının bilişsel ve psikolojik yönlerini hesaba katarak daha iyi analiz edilebileceğine inanmaktadır. Yatırımcılar duygusal ve psikolojik faktörlerden etkilenmektedir. DF'nin kendi içinde mükemmel olduğu söylenemez ve henüz bir teori olarak kabul edilecek yeterli tarihe sahip değildir. Konsept, çeşitli fikir ve ideallerin birleştirilmesiyle oluşturulmuştur ve açıklayıcı ve düşündürücüdür.

İKİNCİ BÖLÜM.

DAVRANIŞSAL ÖNYARGI VE BİREYSEL YATIRIM İLİŞKİSİ

Davranışsal finansın ortaya çıkmasından önce, geleneksel finans teorisinin doğru olduğuna inanılmaktaydı, çünkü yatırımcıların rasyonel düşündükleri ve çeşitli tahminleri veya ekonomik modelleri kullanarak bilinçli kararlar aldıkları iddia edilmekteydi. Geleneksel finans teorisine göre, her bireyin sabit, iyi tanımlanmış tercihleri vardır ve araçlar bu tercihleri rasyonel olarak maksimize eder. Rasyonel insan kavramı, 50 yılı aşkın bir süredir ekonomi ve finans teorilerine egemen olmuştur. Rasyonel bir kişinin ekonomik, rasyonel, bilgili ve her bir alternatifin olasılıklarını hesaplayabildiği ve daha sonra en düşük maliyetle faydasını maksimize eden en iyi alternatifi seçebildiği varsayılmaktadır (Simon H. , 1955). Bununla birlikte, bir dizi deneysel çalışmadan sonra, insanların kararlarının genellikle karakterlerine, sezgilerine ve alışkanlıklarına, bilişsel veya duygusal önyargılarına bağlı olduğu fark edilmiştir (Kahneman, 2013). Geleneksel ekonomi ile davranışsal ekonomi arasındaki temel farklardan biri, karar verme psikolojisine ve davranışsal önyargıların etkisine odaklanmaktır.

Etkin piyasaların savunucuları, bilinen tüm bilgilerin zaten her hisse senedinin veya diğer yatırımların fiyatına yansıtıldığına inanırlar. Etkin piyasa teorisyenlerine göre, algoritmik ticaretin yükselişi, piyasa fiyatı bilgilerinin işlenmesini neredeyse anlık hale getirmiştir (Abudu, 2016). Ancak, diğerleri ikna olmamıştır. Warren Buffett veya yüksek hacimli işleme sahip tüccarlar gibi uzun vadeli yatırımcıların sürekli olarak kâr edebilmesinin nedeninin piyasa verimsizlikleri olduğunu savunmaktadırlar. Piyasalar insanlardan veya insanlar tarafından programlanan bilgisayarlardan oluştuğu için bu verimsizliğin kaçınılmaz olduğunu savunmaktadırlar (Aigbovo & Euzem, 2018). İnsanlar ne kadar disiplinli olurlarsa olsunlar, genellikle duygusal davranmaya meyillidirler ve alım satım hatalarına yol açan davranışsal önyargılarla finansal kararlar almaya meyillidirler. Bu tür insan davranışı, psikolojik teoriyi geleneksel finansal ekonomi ile ilişkilendiren bir çalışma alanı olan davranışsal finansın temelini oluşturmaktadır. Davranışsal finans, insanların gerçek ticaret davranışlarını öngören

bu faktörlere dayanmaktadır. Davranışsal finans, insan sınırlamalarını hesaba katan daha etkili ticaret stratejileri geliştirmek için bir temel olarak kullanılır.

2.1. DAVRANIŞSAL ÖNYARGI VE EĞİLİMLERİ

Davranışsal önyargılar, karar verme sürecini bilinçsizce etkileyebilecek irrasyonel inançlar veya davranışlardır. Genellikle iki alt türe ayrıldığı kabul edilmektedir: duygusal önyargılar ve bilişsel önyargılar. Duygusal önyargılar, belirli gerçeklerden ziyade duygularımıza dayalı olarak hareket etmeyi veya duygularımızın yargılarımızı etkilemesine izin vermeyi içermektedir. Bilişsel önyargılar, elimizdeki bilgileri işlerken veya yorumlarken ortaya çıkan düşüncemizdeki hatalardır. Kararlarımız, özellikle para söz konusu olduğunda, önyargılardan kolayca etkilenebilir. Bu nedenle yatırımcıların bu önyargıların farkında olmaları ve yatırım kararları verirken bunları dikkate almaları önemlidir (Abudu, 2016). Yatırım yaparken, bu önyargıların piyasalarda da var olduğunun farkında olmak da önemlidir. Ne de olsa piyasalar, büyük ölçüde, her biri kendi davranışsal önyargılarına sahip, potansiyel olarak irrasyonel insanlar tarafından yönlendirilmektedir.

2.1.1. Bilişsel Kökenli Önyargıların Türleri

Bilişsel kökenli yanılgılar şunlardır: aşırı iyimserlik, aşırı güven, aşırı reaksiyon, düşük reaksiyon, ayrılma etkisi, tutuculuk ve yükleme.

2.1.1.1. Aşırı İyimserlik

Aşırı iyimserlik, olumsuz sonuçlara kıyasla olumlu sonuçların sayısının fazla tahmin edilmesi anlamına gelir (Shefrin H. , 2007). Bu özel önyargı, çok çeşitli alanlarda mevcuttur. Örneğin, finansman için borç-özsermaye oranı söz konusu olduğunda, Meinert "günümüzde borç sorunlarının ana nedeninin aşırı kurumsal yönetim iyimserliği olduğuna" işaret etmiştir (Meinert, 1991). Ek olarak, pazara yeni ürünlerin sunulması nadiren tahmin yanlılığından uzaktır.

Golden, Milevich ve Herbig (1994), aslında çoğu tahminin asla hatasız olmadığı sonucuna varmıştır. Bu şaşırtıcı değildir, çünkü birçok şirket, özellikle varlıkları için olumlu tahminlere bağlı olduklarında, istemeden aşırı iyimser olabilirler. Kurumların aşırı iyimserlikten etkilenmesinin yanı sıra, insanlar bunu hem

yatırımlarıyla ilgili karar verirken hem de günlük yaşamlarını nasıl sürdürdükleri konusunda da gösteriyor. Brown ve Cliff (2005), duyarlılığın hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini incelemiş ve "duyguların varlık değerlemelerini etkilediği" sonucuna varmışlardır.

2.1.1.2. Aşırı Güven

Aşırı güven, insanların bilgilerinin doğruluğuna gerçekte olduğundan daha fazla güvenmeleri veya bu yöndeki inançlarını güçlendirme eğilimini ifade etmektedir. Bilişsel psikoloji alanında yapılan araştırmalara göre, insanlar genellikle çok güçlü bir özgüven duygusuna sahiptir. Aşırı güven, insanların bilgisine aşırı güvenmesine, riskleri hafife almasına ve yeteneklerine aşırı güvenmesine neden olur. İnsanlar gerçekten kontrol edemedikleri halde sonuçları kontrol edebileceklerine inandıkları anda kendilerine aşırı güven duyarlar. Ayrıca, herhangi bir işletmenin hızlı şekilde elde ettiği başarı, insanları (yatırımcıları) aşırı özgüvenli yapar. Ayrıca kısa vadede başarılı olan yatırımcılar daha özgüvenli olmaktadır (Döm, 2003). Tüm bu sebepler göz önüne alındığında yatırımcıların daha aktif ve daha spekülasyonist kararlar alabilecekleri söylenebilir. Çünkü yatırımcılar her başarıyı kendi beceri ve yeteneklerine bağlamayı severler.

Aşırı güven, insanların riske karşı tutumları üzerinde de büyük bir etkiye sahiptir. Bu nedenle, kendine aşırı güvenen yatırımcılar, kararlarında karşılaşılabilecekleri risk düzeyini yanlış değerlendirirler. Yatırımcılar için algılanan risk, beklenen riskten daha önemli olmalıdır. Aşırı özgüven, yatırımcıyı portföyünün yüksek karlılığına inandırır. Bu, algılanan risk seviyesini değiştirir (Nofsinger, 2004). Aşırı güven nedeniyle, yatırımcılar verilerinin doğruluğunu yanlış yorumlamaktadır ve bu verileri analiz etme yetenekleri zayıf olsa bile kendi yeteneklerini abartmaktadır. Sonuç olarak, yatırımcılar hisse senedi fiyatlarına ilişkin kendi tahminlerine ve gelecekteki hisse senedi fiyat hareketlerine ilişkin tahminlerine aşırı derecede güvenme eğilimindedirler. Aşırı güven aynı zamanda zayıf yatırım kararlarına yol açar, aşırı alım satım, yüksek riske yol açar ve sonuçta portföy kayıpları olarak kendini gösterir.

Aşırı güven iki bileşenden oluşmaktadır: bilginin kalitesine aşırı güven ve maksimum faydayı elde etmek için bu bilgi üzerinde doğru zamanda hareket etme yeteneğine aşırı güven. Araştırmalar, kendine aşırı güvenen yatırımcıların daha sık ticaret yaptığını ve portföylerini yeterince çeşitlendiremediklerini göstermektedir (Aigbovo & Euzem, 2018).

2.1.1.3. Aşırı Reaksiyon

De Bondt ve Thaler, uygulamalı bir çalışma tasarlayarak yatırımcıların belirli haberlere aşırı tepki verdiğini tespit eden ilk kişilerdir. Bu araştırma sonucunda piyasada uzun süredir iyi haber ve bilgi yayan menkul kıymetlerin normal fiyatından daha pahalı olabileceği belirlenmiştir. Aşırı reaksiyonun anlamını daha iyi bilmek için ilgili reaksiyonu tam olarak tanımlamak gerekmektedir (De Bondt & Thaler, 1985). Uygun reaksiyon, piyasa haberlerine Bayes kurallarına göre tepki vermek anlamına gelir. Piyasa koşullarının incelenmesi, yatırımcı tepkilerinin Bayes kurallarından saptığını ortaya koymaktadır. Yatırımcıların yaptığı hatalardan biri de yatırım kararları verirken güncel bilgilere çok fazla önem vermeleridir. Temel oran bilgilerine çok az dikkat ederler ve hatta bazen görmezden gelirler. Yatırımcıların en son bilgilere aşırı tepki göstermeleri sonucunda, bu bilgilere dayalı hisse senedi fiyatları geçici olarak gerçek değerlerinden sapmaktadır. Genel olarak, aşırı tepki genellikle ya aşırı iyimser ya da aşırı karamsar yatırımcı beklentileri olarak kabul edilmektedir (Ceylan & Korkmaz, 2013). Kısacası, aşırı reaksiyon hipotezi, yatırımcıların beklenmedik ve dramatik olaylara aşırı reaksiyon verdiğini belirtmektedir.

2.1.1.4. Düşük Reaksiyon

Borsalardaki düşük reaksiyona ilk dikkat çekenler Ball ve Brown olmuştur. Ball ve Brown, 1957 ve 1966 yılları arasında özel atama kriterlerini karşılayan 261 ABD hisse senedi üzerinde uygulamalı bir çalışma yürütmüşler. Bu çalışma, hisse senedi fiyatlarının, kazanç duyurularına, ortaya çıkmalarından 12 ay önce tepki vermeye başladığını ve bu tepkinin, kazanç duyurularından sonra yaklaşık bir ay boyunca devam ettiğini tespit etmiştir. Düşük reaksiyonun psikolojik nedeni ise "muhafazakarlık" olarak açıklanmıştır (Barberis, Andrei, & Robert , 1998).

Muhafazakarlık, insanların yeni olaylarla karşılaştıklarında yavaş yavaş inançlarını değiştirmeleri anlamına gelir. Bu çerçevede değerlendirildiğinde tutuculuk düşük reaksiyona neden olmaktadır. Yatırım kararlarında muhafazakar olan kişiler, firmaların kamu açıklamalarını (özellikle gelir tablolarını) tam olarak takdir etmeme eğilimindedir. Bunun nedeni, yatırımcıların yayınlanan rakamların ön veriler olduğunu düşünme eğiliminde olmaları ve onlara göre önceki kazanç tahminlerine bağlı kalmanın daha iyi olduğudur. Buna göre, çoğu yatırımcı tutucu bir duruş sergilemekte, şirket duyurularına çok az tepki göstermekte ve tahminlerini biraz değiştirmektedir.

2.1.1.5. Ayrılma Etkisi

Ayrılma etkisi, bilgi kritik olmasa ve bilgiyi dikkate almadan karar verilse bile, insanların bilgi elde edilene kadar bir karar verilinceye kadar bekleme eğilimidir. Savage'ın rasyonel davranış garantisiyle çelişen bir etki, ayrılma etkisidir. Ayrılma etkisi, spekülasyon varlıklarının fiyat oynaklığındaki değişiklikleri açıklayabilir veya bilgi mevcut olduğunda, spekülasyon varlıklarının fiyatlarındaki işlem hacmindeki değişiklikleri açıklamada faydalı olabilir. Örneğin, ayrılma etkisi, büyük bir duyurudan önce düşük oynaklığı ve düşük işlem hacmini açıklayabilir. Ayrılma etkisi, büyük bir duyurudan sonra yüksek oynaklığın ve yüksek işlem hacminin anlaşılmasına yardımcı olmaktadır (Shiller R. , 1998).

2.1.1.6. Tutuculuk

Barberis, Shleifer ve Vishny'ye (1998) göre yatırımcıların maruz kaldığı önyargılardan biri de elde tutuculuk önyargısıdır. Tutuculuk eğilimi, yatırımcıların yeni gelişmelere olan güvenlerini tazelemede çok yavaş olmalarına neden olmaktadır. Tutuculuk önyargısı, yatırımcıların kısa vadede düşük tepki vermesine ve uzun vadede temsilcilik önyargıya geri dönmesine neden olur (Aigbovo & Euzem, 2018).

Barberis, Shleifer ve Vishny ayrıca tutuculuk yanlılığının yatırımcıların bilgiye yeterince tepki vermemesine neden olabileceğini tartışmaktalar. Edward'ın deneyleri tarafından belirlenen tutuculuk yanlılığı, yatırımcıların önceki bilgilerini tazelerken duydukları yeni bilgilere fazla dikkat etmedikleri anlamına gelir. Yatırımcılar bu şekilde davranırsa, verilere göre fiyatlar yavaş yavaş toparlanacak. Ancak bilgiler

fiyatlara tam olarak dahil edildiğinde hisse senedi getirileri hakkında daha fazla tahminde bulunmak mümkün değildir (Barberis & Thaler, 2002).

Örneğin şirketler belli bir dönemin sonunda mükemmel veya çok düşük kar/zarar rakamları yayınladıklarında piyasa bir süre bu bilgilere fazla dikkat etmeyecektir. Bu nedenle fiyatlar tam bilgiyi yansıtmada yavaş olacak, ancak bu orta vadede fiyatlara yansiyacaktır (Glaser, Nöth, & Weber, 2003).

2.1.1.7. Yükleme

İnsanlar başarılarını kişisel yeteneklerine ve başarısızlıklarını başkalarının eylemlerine veya başarısızlıklarına bağlar. Gervais ve Odean (2000), bu yükleme yanlılığının ticaret sırasında başarılı tüccarların aşırı güvenini artıracaklarını göstermektedir. Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam (1998), yükleme yanlılığının aşırı tepkiyi körükleyebileceğini ve hisse senedi fiyatlarında kısa vadeli ivmeye ve uzun vadeli tersine dönüşlere yol açabileceğini savunmuştur. Son dönemdeki başarılarının bir sonucu olarak kendine aşırı güvenen yatırımcılar, daha aktif ve daha spekülatif olarak ticaret yapacaklardır (Angner & Loewenstein, 2012).

Kendine aşırı güvenen yatırımcıların daha sık ticaret yaptığı görülmektedir. Barber ve Odean, kendi işleme becerilerine inandıkları ve ayrıca kişisel bilgilerinin değerini ve doğruluğunu abarttıkları için 1991 ve 1996 yılları arasında 60.000'den fazla kişi üzerinde çalışmıştır. Daha sık işlem yapanların, daha az işlem yapanlara göre piyasada geride kaldıklarını gözlemlemişler. Bu düşük performansın ana nedeni, yüksek işlem maliyetlerinden kaynaklanmaktadır (Montier, Behavioural finance: Insights into Irrational Minds and Markets, 2002).

Başka bir çalışmada, Barber ve Odean erkeklerin kadınlara göre işlem yapma olasılığının %45 daha fazla olduğunu bulmuşlardır. Bu, erkeklerin kadınlara göre aşırı özgüvenden daha fazla etkilendiğini ve yükleme yanlılığının erkeklerde kadınlara göre daha yüksek olduğunu göstermektedir (Thaler & Mullainathan, Behavioral economics, 2000).

Öğrenme sürecindeki bu önyargı, aşırı güvenin neden her zaman mevcut olduğunu açıklar. Böyle bir etki, yatırımcılar para kaybettiğinde bile aşırı güvenin dinamik kalmasını sağlar.

2.1.2. Zihinsel Önyargıların Türleri

Zihinsel önyargıların aşağıdaki türleri vardır: kayıptan kaçınma, pişmanlıktan kaçınma, zihinsel muhasebe, çerçeveleme etkisi vd.

2.1.2.1. Kayıptan Kaçınma

Kayıptan kaçınma, muhtemelen buna değecek olsalar bile küçük risklerden kaçınmaya neden olur. Enflasyon tasarruflarının değerini aşındıracak olsa da insanların yatırım yapmak yerine tasarruf etmelerinin nedeni budur ve birçok yatırım, yeterince uzun süre tutulduğunda karşılığını vermektedir. Kayıptan kaçınma, belirli bir kayıp için zihinsel cezanın aynı kazanç için zihinsel kazançtan daha büyük olabileceği düşüncesine dayanmaktadır (Brabazon, 2000). Kahneman ve Tversky, insanların kayıp olasılığına nasıl tepki verdiklerini incelemiştir. İnsanlara kesinlikle 7.500\$ kaybedecekleri veya 10.000\$ yatırdıklarında %25 kaybetme ve %75 kaybetmeme ihtimalinin olduğu söylenmiştir ve bu soru sorulmuştur. Garantili bir kayıp mı yoksa bir şans mı seçerdiniz? Katılımcıların çoğu ikinci seçeneği tercih etmiştir. Çünkü çoğu insan kayıplardan nefret eder ve şüpheli bir seçenek olduğunda burada kaybetmemeyi umar. Kahneman ve Tversky bu fenomeni kayıptan kaçınma gibi tanımlamışlar (Aksoy & Şahin, 2009).

2.1.2.2. Pişmanlıktan Kaçınma

Çoğu insan pişmanlıktan mümkün olduğunca kaçınmayı tercih eder ve pişmanlıktan kaçınmak için genellikle büyük ve bazen mantıksız kararlar verir. Bu noktada yatırımcı pozisyonunu satmamaya çalışır ve zarara kilitlenir ki yatırımcı pişmanlıkla uğraşmak zorunda kalmasın. Araştırmalar, çoğu yatırımcının karlarını kaybetme veya orijinal maliyetlerini kaybetme pişmanlığından kaçınmaya çalıştığını ve kazanan bir pozisyonu çok erken satma ve kaybeden bir pozisyonu çok geç satma ihtimalinin 1.5-2 kat daha fazla olduğunu göstermektedir (Abudu, 2016).

Pişmanlık, mevcut seçenekler arasından seçilenin en iyi seçim olmadığı fark edildiğinde hissedilen acı duygusudur ve insanlar hata ne kadar küçük olursa olsun pişmanlık duymaya programlanmıştır. Bu tür durumlar yatırımcının yatırım sürecinde önemli rol oynamaktadır. Eski hisse senetlerinin satılmasındaki gecikmeyi açıklamaya

yardımcı olan pişmanlık teorisi sayesinde yatırımcılar hisse senedi alıcılarından hızla kurtulabilirler. Pişmanlık teorisi, yatırımcıların hatalarını anlamamak ve pişmanlık duymamak için değer kaybeden hisse senetlerini satmaktan kaçınmaları şeklinde yorumlanabilir. Yatırımcılar, hisse senetleri düştüğünde pişmanlık duymamak için değeri yükselen hisse senetlerinden kurtulur (Shefrin H. , 2007). Kısacası, yatırımcılar pişman olacakları kararlardan kaçınmaya çalışırlar ve gurur duyacakları kararlar verme eğilimindedirler.

2.1.2.3. Zihinsel Muhasebe

İnsanların nereden geldiğine ve ne için kullanılması gerektiğini düşündüğüne bağlı olarak paraya farklı davrandığı kavramı ifade eden önyargı türü zihinsel muhasebedir. Zihinsel muhasebe, yatırımcıların finansal kararlarının sonuçlarını nasıl değerlendirdiklerini ifade etmektedir. Bu tür zihinsel muhasebe sistemlerinin varlığından dolayı yatırımcılar irrasyonel finansal kararlar verebilmektedir. Muhasebe sistemleri, büyük işletmelerde olduğu kadar bireylerin organizasyonlarında da mevcuttur. Muhasebe hesapları sayesinde her işletme finansal işlemlerinin kontrolünü elinde tutar. Bireyler, işletmeler gibi, kararlarını ayrı zihinsel hesaplara kaydeder. Bir seçimin sonucu zihinsel hesaba kaydedilir ve bu kayıt sonucun değerlendirilmesini etkiler. Böylece, insanların kararları zihinsel muhasebenin varlığından etkilenir (Thaler & Mullainathan, Behavioral Economics, 2008). Zihinsel muhasebenin altında yatan fikir, farklı hesaplarda karşılaştıkları farklı riskli iş türlerini ayırma ve daha sonra hesaplar arasındaki olası etkileşimlerden bağımsız olarak, beklenti teorisinin karar teorisi kurallarını her hesaba uygulama eğilimidir. Zihinsel hesaplar içeriğe veya zamana göre bölünebilir.

2.1.2.4. Çerçeveleme Etkisi

Çerçeve etkisi genel durumda, çok boyutlu nesneleri ve olguları doğru bir şekilde değerlendirememekten kaynaklanan algısal bir hatadır. Olayların ve nesnelerin doğru algılanabilmesi için bu olay ve nesneleri oluşturan durum ve mekânlar sınırlandırılmalıdır, yani onları karakterize eden ilişkilerin doğru anlaşılmasını sağlayan çerçevelere yerleştirmek gerekmektedir. Bu yapının oluşturulamaması, algıya ilişkin kavram yanılgılarının nedeni olarak görülmektedir (Abaan, 2002).

2.1.2.5. Sınırlı Dikkat Süresi

Binlerce hisse senedi arasından seçim yapmak için bireysel yatırımcının bu hisse senetlerinin her birini araştırmak için zamanı veya eğilimi yoktur. İnsanlar, ekonomist ve psikolog Herbert Simon'ın "sınırlı rasyonellik" dediği şeyle sınırlandırılmaktadırlar. Bu teoriye göre insanlar, toplayabildikleri sınırlı bilgilere dayanarak kararlar almaktadırlar. İnsanlar en verimli kararı vermek yerine en tatmin edici kararı verirler (Abramova & Aleksandrova, 2019). Bu sınırlamalar nedeniyle, yatırımcılar yalnızca web siteleri, finansal medya, arkadaşlar ve aile veya kendi araştırmalarının dışındaki diğer kaynaklar aracılığıyla dikkatlerine sunulan hisse senetlerini dikkate alma eğilimindedirler. Örneğin, bir biyoteknoloji stoğu gişe rekorları kıran bir ilaç için FDA onayı alırsa, haberler yatırımcıların dikkatini çektikçe yükseliş ivmesi artabilir. Aynı hisse senedi hakkında daha küçük haber bültenleri, haberler medyaya ulaşmadığı için daha az piyasa tepkisine yol açabilir.

2.1.2.6. Ankraj Önyargısı

Ankraj, birinin ilk bilgi parçasına sonraki yargılarda bulunamayacak kadar çok değer verdiği bir olgudur. Yatırımda bu, bir yatırımın ne zaman satılacağı veya satın alınacağı gibi bir menkul kıymetle ilgili karar vermeyi etkileyebilir. Birçok yatırım kararı, birden fazla karmaşık yargı gerektirdiğinden, ankraj yanlılığına karşı savunmasızdır (Özcan, 2011). Örneğin, bir kişi, satın aldığından daha yüksek fiyata "bağlandığı" için bir hisse senedini olması gerekenden daha uzun süre elinde tutabilir. Satın alma fiyatı, hisse senedinin gerçek değeri hakkındaki yargılarını saptırmaktadır.

2.1.2.7. Doğrulama (Onay) Yanlılığı

Onay yanlılığı, önceki inançları doğrulayan bilgilere odaklandıkça veya bu bilgilere diğer verilerden daha fazla önem verdikçe ortaya çıkar. Rasyonel bir yatırımcı, mevcut tüm bilgileri almalı, uygun şekilde tartmalı ve dengeli bir karar vermelidir. Kendilerine ortaya çıkan herhangi bir yeni bilgiyi yatırım vakasına dahil ederken "bu veriler bana ne söylemektedir ve bu temelde nasıl yatırım yaparım?" diye sormalıdırlar. Bir ön yargıya sahip oldukça sorunlar ortaya çıkar, örneğin, "Bir çöküşe doğru gitmekte olmaktan endişelenmektedirler." Kullanılabilir çok çeşitli veriler var, ancak cezbedici olan şey, teorini destekleyen verilere odaklanıp, desteklemeyenleri

göz ardı etmektir. Bu nedenle, yatırım yaparken diğer sonuçları göz önünde bulundurmak ve karşı bilgi aramak önemlidir (Aigbovo & Euzem, 2018).

Doğrulama yanlılığı, yatırımcıların yatırım durumuyla ilgili yeni bilgileri kabul etmemesi durumunda da ortaya çıkabilir. İlk görüşleriyle çelişen herhangi bir yeni veriyi görmezden gelmek veya onu reddetmek için nedenler aramak cazip gelebilir. Örneğin, piyasaların yükseleceğini düşünen ancak olumsuz verileri gören bir yatırımcı, kötü hava koşulları veya endüstriyel grev eylemi gibi bahaneler arayabilir ve orijinal görüşlerine bağlı kalabilir. Sonuçta, kötü görünmek istememek veya hata yaptığını kabul etmek insan doğasıdır. Bunun yerine, yatırımcılar yeni bilgiler karşısında bir yatırımı yeniden değerlendirmeye hazırlıklı olmalı ve yatırım durumu değiştiğinde fikrini değiştirmekten korkmamalıdır.

2.2. DAVRANIŞ FİNANSININ UYGULANAN YÖNLERİ VE ETKİLERİ

Davranışsal Finans (BF - Behavioral Finance), irrasyonelliğin öngörülemeyen tezahürlerini dikkate alarak, klasik teorilerin sentezini ve sermaye piyasası dinamiklerinin yeni analiz, modelleme ve tahmin kavramlarını borsada dikkate alan "irrasyonel finans" araştırma yönüdür (Fedorov, 2007). Davranışsal finans, yatırımcıların davranışsal teori ve sınırlı rasyonalite ilkelerine göre kararlar aldıkları, finansal kaynakların dağıtımı ve kullanımı sürecinde finansal ilişkilerin uygulama ilkelerini genişlettikleri öncülüne dayanmaktadır. Denekler, başlangıçta fikirlerinde yanlış olabilecekleri gerçeğinden dolayı, karar vermede başlangıçta tam olarak rasyonel olarak görülmezler. Finans alanında öznel, bilgilerin analizinde önyargıların, stereotiplerin, duyguların ve hataların etkisi altında kararlar alır ve hareket eder.

2.2.1. Davranışsal Finansın Varsayımları ve Etkileri

Davranışsal finansı incelemek için iki yaklaşım vardır. İlki, belirli ekonomik koşullarda insan davranışını karakterize eden psikolojinin sonuçlarını bir başlangıç noktası olarak koyar. Bu sonuçlar, yeni ekonomik modeller oluşturmak ve mevcut olanları ayarlamak için kullanılır. Farklı bir yaklaşımda, ekonomistler geleneksel

modellerden ampirik sapmaları analiz ederler. Daha sonra, tespit edilen sapmalara açıklama bulmak için insan davranışının psikolojik yönleri incelenir.

Davranışsal finans varsayımları şunlardır (Abudu, 2016):

- finansal ve ekonomik faaliyet konusunun davranışı, rasyonel ve irrasyonel kararların bir kombinasyonudur;

– bilginin şekli ve yapısı finansal kararı etkiler;

- deneklerin irrasyonel davranışı, finansal yönetim sürecini ve finansal kaynakların fiyatlandırılmasını etkiler.

Rasyonellik kısıtlaması biçimleri veya davranışsal finansın etkileri aşağıdakileri içermektedir (Abramova & Aleksandrova, 2019):

1. Sezgisel- karmaşık bir problemin çözümü daha basit bir probleme indirgenir. Örneğin yatırımcılar, uzun bir süre boyunca oluşturulmuş önceden belirlenmiş kurallara göre hareket ederler. Aynı zamanda, kuralların ilk değişkenlerde çalıştığını, girdiler değiştiğinde davranışın ve dolayısıyla çözümün değişmesi gerektiğini anlamak önemlidir. Değişkenleri değiştirmek irrasyonel yatırım kararlarına yol açar.

2. Aşırı özgüven ¹ ve durumu kontrol etme yanılsaması- ilk model, yatırımcıların bilgi miktarını abartmaları gerçeğiyle ilgilidir. İkinci eğilim, ilkinden izler: piyasa katılımcıları, aslında olmasalar da, kontrolün kendilerinde olduğuna ikna olurlar. Bu bazen tasarruf etkisi yani yatırımcıların hatalarını kabul etmedeki isteksizliği olarak adlandırılır.

3. Kayıptan kaçınma etkisi ²– denekler kayıplara meyilli değildir, bu nedenle olası kayıplara fayda elde etme olasılığından daha keskin tepki verirler. İktisadi kuruluşlar, fayda ve zarar oranı bakımından aynı olan durumlara, kaybetmelerine veya kazanmalarına bağlı olarak farklı şekillerde tepki verirler. Kahneman ve Tversky,

¹ Davranışsal Önyargıda açıklanmıştır.

² Davranışsal Önyargıda açıklanmıştır.

refahtaki değişikliklere "asimetrik tepki" olarak adlandırdıkları bu fenomeni şu anlama gelmektedir: ekonomik birimler kayıplardan kaçınmak için risk almaya isteklidir, ancak kazanca yol açabilecek durumda değil.

4. Temsilcilik, gerçek bilgiye sahip olmadan rastgele olaylardaki eğilimleri arama, bir şeyi yargılama veya benzer durumlarla ilgili geçmiş deneyimlere dayanarak gelecek hakkında tahminlerde bulunma eğilimini karakterize etmektedir.

5. "Bilgi basamakları" ("Sürü davranışı teorisi") - etki, finansal piyasadaki en yaygın davranış klişesini karakterize eder. Bu durumda yatırımcılar bağımsız kararlar almak yerine akışla hareket etmeyi tercih etmektedir.

6. Davranış çerçevesi- farklı bir çözüm algoritması kullanırken diğer seçeneklerin seçilmesi mümkün olmasına rağmen, benzer problemler aynı şekilde çözülmektedir. Çerçeveleme süreci, eşdeğer bir sorunun, biçim olarak farklı ama anlamca eşit iki formülle sorulduğunda aynı cevabı üretip üretmeyeceğini inceleyerek karar vermedeki rasyonellik derecesinin değerlendirilmesidir. Bununla ilişkili olarak, haberlere piyasa tepkilerinin etkisidir. Benzer haberler, bilgi algısını etkileyen farklı formatlarda sunulabilir ve yatırımcı tarafından daha olumsuz veya daha olumlu olarak değerlendirilir.

7. Fiksasyon (koşullu reflekslerin gelişimi), önceki deneyimlere dayalı bir kararın benimsenmesidir. Sabitleme örnekleri, geçmişteki olaylar veya kaydedilen eğilimlerdir. Bir karar verirken, denekler ilk bilgilere önem verir, ilk yargıyı belirler ve ancak ondan sonra düzeltmeler yapar.

8. Farkındalık hakkında yanlış anlama - denekler zaten tanıdık bir fenomeni, olayı, nesneyi tercih ederler. Risk açısından bu, kişinin algısını değiştiren bir önyargıdır. Tehlikeli faaliyetleri değerlendirirken, denekler daha önceden belirli bir durum veya aktiviteye aşınaysa riske karşı daha toleranslıdır. Denekler daha önce karşılaştıkları risklere yenilerine göre daha toleranslıdır. Bununla ilgili olarak, yatırımcıların rasyonel bir temelde değil, güvenlik nedenleriyle, çoğu zaman kârlılığın zararına olmak üzere iç piyasaları yabancı piyasalara tercih ettikleri “yerli” tercihlerin etkisidir.

9. Yeterliliğin değeri- bilgi düzeyindeki değişiklikler risk algısını etkilemektedir: denek herhangi bir aktiviteyi "anlaması zor" olarak ne kadar algılsa, o kadar fazla endişe yaşar.

10. Piyasada bulunan bilgilerin değişkenliği- finansal piyasa katılımcıları her zaman tam bilgiye sahip değildir. Ayrıca yatırımcının nitelikleri mevcut olanı yorumlamak için yeterli olmayabilir. Bu fenomen Kahneman ve Tversky tarafından incelenmiştir.

11. Bilişsel uyumsuzluk- analistler, şirketin gelişimi, kurs dinamikleri vb. için düzenli olarak senaryoları tahmin eder. Ancak, gerçeklik çoğu zaman beklentilerle uyuşmaz. Bununla birlikte, mevcut tahminlere bağlılık, önemli bilgilerin hafife alınmasına yol açmaktadır. Bununla ilişkili olarak, aynı kaynak verilerden farklı sonuçların yanı sıra bilgiyi yorumlamaya yönelik farklı bir yaklaşım da vardır.

Bu ve diğer etkiler hem gelişmiş hem de gelişmekte olan pazarlarda ortaya çıkmaktadır.

2.2.2. Davranışsal Finansın Uygulamalı Yönleri

Karar verme, bilgiye, eksiksizliğine ve sonuç olarak belirsizliğe dayanmaktadır. Tüm kararlar belirsizlik altında alınmaktadır. Belirsizliğin riskten daha geniş bir kavram olduğu, onun için birincil, gerekli, ancak yetersiz bir koşul olduğu bilinmektedir. Risk, belirsizliğin sonucu olabilir veya olmayabilir. Davranışsal finansın kurucuları, riskin nesnel değil, her zaman öznel bir fenomen olduğuna inanma eğilimindedir. Sonuç olarak, finansal araçların riski, Sermaye Varlığı Fiyatlandırma Modeli (CAPM - Capital Asset Pricing Model) kullanılarak menkul kıymet getirilerinin beta veya oynaklık ölçümleriyle kapsamlı bir şekilde temsil edilemez. Değerleme teorisi, bir risk ölçüsü olan ve gelecekteki nakit akışlarını şimdiki ana getiren iskonto oranı kavramına dayanmaktadır. CAPM modeline göre hesaplanan oran, risksiz oran ve beta katsayısı ile düzeltilen risk primi olmak üzere iki unsurdan oluşmaktadır. Modeli kullanan gerçekçi olmayan tahminler, yeni yaklaşımlar arama ihtiyacını doğurmuştur. Özellikle 1998 yılında davranışsal boyutların risk analizine dahil edildiği “Yatırımcı Duyarlılık Modeli” makalesi yayınlanmıştır (Barberis, Andrei, & Robert , 1998). Daha ileri çalışmalar, davranışsal bir parametrenin

(yatırımcı duyarlılığı) seviyesinin kullanılmasının, 1 ila 3 yıllık bir süre için piyasa getirilerini (ve finansal varlıklar için fiyat dinamiklerini) oldukça doğru bir şekilde tahmin etmeyi mümkün kıldığını göstermiştir. Bir varlığın piyasa fiyatının gerçeğe uygun değerinden sapmasını açıklayan bu gerçektir (Charlie, David K., & Raymond, 2004).

Alman ve ABD pazarlarından elde edilen ampirik verilere dayalı olarak Duygusal Sermaye Varlık Fiyatlandırma Modeli (ECAPM - Emotional Capital Asset Pricing Model) geliştirilirken iskonto oranının davranışsal analizine yönelik bir girişimde bulunulmuştur. Araştırmacılar, bir yatırımcının finansal araçlarla sadece mekanik olarak işlem yapmakla kalmayıp, aynı zamanda işlemlere duygusal olarak tepki verdiğini, hayal kırıklığına uğradığını veya tatmin olduğunu göstermiştir. Bu, piyasa katılımcılarının duygusal bileşenini dikkate alacak ve dengeleyecek olan iskonto oranına ek bir prim dahil etme fikrine yol açmıştır (Gürünlü, 2011).

Şirketin satışlarının öngörülen ve geriye dönük büyüme dinamiklerine bağlı olarak yatırımcı davranışı çalışmaları, davranışsal bir varlık değerlendirme modelinin (Behavioral Asset Pricing Model - BARM) oluşturulmasına yol açmıştır. Modelin özü, psikolojik etki kavramının, yani yatırımcının bilinçaltında hızlı ve kendiliğinden ortaya çıkan bazı "kötü" ve "iyi" fikirlerinin tanıtılmasıdır. Etki, varlıkların gerçek değerinin dinamiklerinin bağlı olduğu yatırımcı duyarlılığının bir ölçüsü olarak hareket eder. Tüm araştırmacılar, kârlılığın etki parametresine bağımlılığı konusunda hemfikir değildir, ancak açıklanan ampirik modeller, iskonto oranının yapısının revizyonuna yol açmıştır. Beta katsayısı ile ölçülen nesnel riske ek olarak, öznel bir bileşen içermektedir (Statman, Fisher, & Anginer, 2008).

Uygulanan yönü ile davranışsal finans, döviz ticareti, portföy yatırımı, iş değerlemesi ve sermaye yapısının oluşumunun temeli olarak düşünülebilir. Yatırımcıların yatırımdan zarar görme riskini olumsuz olarak algıladıkları “kayıptan kaçınma” etkisi temelinde, menkul kıymetler piyasasında portföy optimizasyonunun davranışsal modellerinin çoğu inşa edilmiştir. Geleneksel portföy teorisi, risk ve getiri arasındaki doğrudan ilişkiye dayanmaktadır. Davranışsal açıdan bakıldığında, yatırım getirisi miktarı ile risk düzeyi arasında bir asimetri vardır. Kayıptan kaçınma etkisinin

dikkate alınması, modellerin daha bilinçli kullanılmasına yol açar ve beklentileri gerçeğe yaklaştırır.

Pratik psikoloji, deneklerin, gerçek gerçekleri algılamalarında önyargılı oldukları için klasik seçim teorisinin öngördüğünden sistematik olarak saptıklarını göstermektedir. Yatırımcının beklenti teorisine göre oluşturduğu portföy, araç setini beklenen fayda teorisine göre belirleyen geleneksel (rasyonel) yatırımcının portföyünden önemli ölçüde farklı olacaktır.

Genel anlamda, beklenti teorisi ve kümülatif beklenti teorisi, bireysel risk tercihleri sisteminde aşağıdaki kavramları tanımlamaktadır (Abramova & Aleksandrova, 2019): 1) yatırımcılar, varlıkları nihai getiriye göre değil, fayda ve zararlara göre değerlendirir; 2) denekler, kayıptan kaçınmanın etkisinden dolayı faydalardan etkilenenlere göre kayıplara daha az eğilimlidir; 3) denekler, kayıp alanında riske daha yatkındır ve kazanç alanında riskten kaçınır; 4) denekler düşük olasılıkları abartır ve yüksek olanları hafife alır.

Beklenti teorisinin bazı yönlerine dayanarak, sermayenin yapısını belirleyen karar verme modelleri oluşturmak mümkündür. Özellikle, piyasa izleme teorisi, şirketlerin optimal bir borç-özsermaye oranına sahip olmadığını, bunun değişmesine izin verdiğini ortaya koymuştur. Bu serbest dalgalanan borç-özsermaye oranı, sermaye maliyetinin piyasadaki yanlış fiyatlandırılmasından yararlanmak isteyen şirketlerden kaynaklanmaktadır. Piyasanın dinamiklerini takip etmek ve sermayenin mevcut düşük veya aşırı değerlendirilmesinden yararlanmak, optimal strateji olan sermaye yapısını belirler.

Beklenti teorisi, sermaye yapısının optimal yapının hesaplamaları temelinde seçilebileceğini veya farklı dönemlerde mevcut finansman kaynaklarına bağlı olarak oluşturulamayacağını, ancak başarılı şirketlerden kopyalanarak zaman kazandırılabilceğini söylemektedir. Yönetimsel yatırım özerkliği teorisi, yöneticilerin kararları ile yatırımcıların bu kararlara ilişkin beklenen algıları arasında bir ilişki kurmaktadır. Yöneticiler, yalnızca kendilerine göre yatırımcılar tarafından olumlu algılanacak ve bu nedenle işletmenin piyasa değerini olumlu yönde etkileyecek kararları uygular. Böylece sermaye yapısı daha çok arzuları yöneticiler tarafından

teşvik edilen yatırımcıların etkisi altında şekillenir. Son teori grubu, yöneticilerin kişisel niteliklerinin sermaye yapısının oluşumu üzerindeki etkisini dikkate almaktadır. Bu teoriler, aşırı güvenin, daha önce hiçbir geleneksel teori tarafından dikkate alınmayan, sermaye yapısının önemli bir belirleyicisi olduğunu göstermektedir.



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM.

DAVRANIŞSAL ÖNYARGILAR İLE KİŞİSEL YATIRIM KARARLARI ARASINDAKİ İLİŞKİNİN İNCELENMESİ: BİR ARAŞTIRMA

Bu bölümde davranışsal önyargılar ile kişisel yatırım kararları arasındaki ilişkinin incelenmesi nedeniyle yapılmış araştırmanın sonuçları verilmiştir.

3.1. DAVRANIŞSAL FİNANS İLE İLGİLİ YAPILMIŞ ÇALIŞMALAR.

Amos TVERSKY, Danile KAHNEMAN (1974), geçmiş tarihlerde davranışsal finans konusunda yapılan çalışmalara baktığımızda ilk akla gelen çalışma olmaktadır. Çalışmada yatırımcıların yatırım yaparken davranışları ele alınarak, belirsiz ve sonucu tam tahmin edilmeyen kararlarda, yatırımcıların zihinsel kısayollara başvurarak farklı basit bir yol bulup durumu sadeleştirmeyi amaçladıkları zaman, onların hangi zihinsel kısayollara başvurdukları araştırılmıştır. Sonuç olarak bunların Senaryolar ve durumlara ulaşabilirlik, temsil etme, düzeltme ve çapalama bulunmuştur.

Hers SHEFRİN, Meir STATMAM (2000), konumuzun en önemli çalışmalardan biri daha olan bu çalışmada davranışsal önyargı olan zihinsel muhasebe araştırılmaktadır. Araştırma sonunda iki tür zihinsel muhasebe eğiliminin olduğu tespit edilmiştir.

Serpil DÖM (2003), kişilerin yatırım davranışlarını, psikolojilerini ve profil yapılarını incelemeyi amaçladığı çalışmasında, anket yoluyla İzmir, İstanbul, Ankara, Mersin, Adana ve Gaziantep illerinde 50 günlük bir süre zarfında veri toplamıştır. Çalışma sonucunda katılımcıların yatırım kararları alırken duygusal eğilimlerden etkilendiği ve portföy yatırımları üzerinden risklerini minimuma indirmeye çalıştıkları görülmüştür.

Ban DURUKAN (2004), 1988 – 2003 arası dönemde İMKB (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası) verilerini kullanarak yatırımcıların karşılaştığı haberler sonucunda verdikleri tepkileri ölçmüştür. Sonuç olarak yatırımcıların iyi haberlere daha az, kötü

haberlere daha fazla tepki gösterildiği bulunmuş ve buna sebep kaybetme korkusunun olduğu gösterilmiştir.

Hale AKIN (2007), yaptığı çalışmasında davranışsal finansın İMKB’de ne kadar geçerliği olduğunu araştırmıştır. Sonuca göre yatırımcıların birçok eğilimlerden etkilenmekte oldukları bulunmuştur. Akın İMKB’de geleneksel finans teorisinden daha çok davranışsal finans teorisinin geçerliliğini savunmuş ve sonradan yapılan çalışmalarda bu savunma desteklenmiştir.

Türkay SÖNMEZ (2010), yaptığı çalışmasında 2001 – 2008 dönemi arasında İMKP verilerini kullanarak iki portföy kullanmıştır. Bu portföyler kazandıran ve kaybettiren olmaktadır ve amaç olarak portföylerin aşırı tepki eğiliminden etkilenip etkilenmediğini analiz etmektir. Sonuca göre dönem bazı incelendiğinde kazandıran portföyler ortalamanın altında, kaybettiren portföyler ise ortalamanın üzerinde getiri sağlamıştır, bu sonuçla aşırı tepki eğilimi desteklenmiş ve bu kayıp ve kazanç zamanlarında ters stratejiler kullanılarak kazanç elde etmeyi savunmuştur.

Nehir ÖKTEM (2021), adlı yaptığı çalışmada bireysel yatırımcı ile davranışsal finans arasında ilişki incelenmiştir. Veri olarak İstanbul ili üzerinde yatırımcılar arasında 250 kişiden anket yoluyla toplanmıştır. Sonuç olarak ankete katılan katılımcılar arasında eğitim durumu ve cinsiyet ile aşırı iyimserlik önyargısı arasında bir ilişki olmadığı, finans eğitimi ile tutuculuk eğilimi arasında anlamlı bir ilişki olduğu ve sürü davranışı ile anlamlı bir ilişki olmadığı bulunmuştur.

Saleh MEHDİYEYEV (2022), araştırma amacı olarak bilişsel, duygusal ve sosyal eğilimlerin yatırımcıların finansal kararlarında etkili olup olmadığı belirlemek olmaktadır. Veriler anket yöntemi ile toplanılmış ve 406 veri ile SPSS programında analiz edilmiştir. Araştırma sonucunda elde edilen bilgilere göre insanın ister yatırım ister başka bir ekonomik karar verirken birçok faktörden etkilendiği, yaş farkı, cinsiyet farkı, eğitim farkı ve gelirlerindeki farklılıklarında yaptığı ekonomik eylemler farklılık gösterdiği tespit edilmiştir.

3.2. ARAŞTIRMANIN AMACI, KAPSAMI VE ÖNEMİ

Finans biliminde sıcak konulardan biri olan davranışsal finans, yatırımcıların yatırım kararları verirken birçok faktörden etkilendiğini savunuyor. Benzer portföylere

sahip yatırımcıların farklı kararlar vermesi bu durumun bir göstergesidir. Davranışsal finansa göre, psikolojik faktörler nedeniyle yatırımcıların yatırım kararı aşamalarında rasyonel davranmadıklarını savunmaktadır. İnsanlar bu etkilerin farkında olmadıkları için aynı hata ve davranışları yapmaya devam ederler.

Bu tezde yatırımcılar yatırım kararları verirken; Demografik özelliklerin ve finansal okuryazarlık düzeylerinin davranışsal önyargılarla ilişkili olup olmadığı belirlenir. Araştırmada veri toplama yöntemi olarak anket kullanılmıştır. Katılımcıların demografik özelliklerini, finansal okuryazarlığını ve davranışsal önyargılarını ölçmek için 37 soru soruldu.

Literatür göz önüne alındığında, davranışsal finansın çok uzun bir geçmişi olmadığı için, davranışsal finansa daha geniş bir perspektiften bakmak için konuyu güncellemek ve araştırmak önemlidir.

3.3. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ

Davranışsal önyargılar ile kişisel yatırım kararları arasındaki ilişkiyi ölçmek için bir anket yöntemi kullanılarak veriler toplanmıştır. 14 Şubat – 4 Mayıs 2020 tarihleri arasında Google Documents aracılığıyla katılımcılara 530 anket gönderildi. Kontrol sorusuna ilişkin anket katılımcılarından 360 veri alındı. Anket verileri, sosyal bilimler için SPSS İstatistik Paket Programı (Statistical Package for the Social Scienses) kullanılarak analiz edildi.

Verilerin analize uygunluğunu belirlemek için SPSS paket programı kullanılarak Cronbach Alpha güvenirlik testi kullanılmıştır. Çalışmadan elde edilen verilerde Cronbach alfa katsayısı 0,873 olarak hesaplanmıştır. Dikkate alınan katsayı, oldukça yüksek bir güvenirlik seviyesini gösteren 0.80 ila 1 arasındadır. Elde edilen 0.873 katsayısının bilgisi, istatistiksel analiz açısından oldukça güvenilir olduğunu göstermektedir. Anket sonucunda yapılan analize göre kullanılan testler sonucu verilerin parametrik olmadığı gözetlendi ve Man Whitney U, Kruskall-Wallis H, Korelasyon, Ki-Kare testleri yapıldı. Bu, değişkenler arasında bir ilişki olup olmadığı kontrol edilerek doğrulandı.

Çalışma üç bölüme ayrılmıştır. Çalışmanın ilk bölümünde, yatırımcıların demografik özelliklerini analiz etmek amacıyla katılımcılara cinsiyet, yaş, medeni durum, mezuniyet diploması, aylık gelir ve birikim ile ilgili sorular sorulmuştur.

İkinci bölümde; Katılımcıların finansal okuryazarlık düzeylerinin ölçülmesi için 9 soru sorulmuştur.

Üçüncü bölümde; ankete katılan yatırımcıların yatırım yaparken onlara etki eden davranışsal önyargıların ortaya çıkarılabilmesi için biri kontrol sorusu olan 22 ifade kullanılmıştır. 5’li Likert ölçeklere göre; Kesinlikle Katılıyorum (5), Katılıyorum (4), Kararsızım (3), Katılmıyorum (2), Kesinlikle Katılmıyorum (1) olarak kodlanmıştır. 1,2 ve 17. ifadeler “temsil etme”, 3. ifade “kontrol sorusu”, 4,11,14 ve 18. ifadeler “tutuculuk”, 5,7 ve 20. ifadeler “kendine güven”, 6,10,15 ve 16. ifadeler “kendine yüklenme”, 8,9,12 ve 13.ifadeler “aşırı iyimserlik”, 19,21 ve 22. ifadeler “sürü davranışı” eğilimine yönelik hazırlanmıştır.

3.4. ARAŞTIRMANIN BULGULARI VE HİPOTEZLERİ

Bu bölümde, katılımcıların demografik özelliklerine, finansal okuryazarlıklarına yer verilerek davranışsal finans açısından incelenmiştir.

3.4.1. Araştırmaya Katılan Yatırımcıların Demografik Özellikleri ile İlgili Değerlendirmeler

Anket çalışmasına katılan yatırımcıların demografik özelliklerine ilişkin kriter, frekans ve yüzde dağılımları Tablo 3.1’de gösterilmiştir.

Tablo 3.1: Yatırımcıların Cinsiyete Göre Dağılımları

Cinsiyet	Frekans	Yüzde (%)
Erkek	205	56,9
Kadın	155	43,1
Toplam	360	100

Tablo 3.1 cinsiyet değişkeni açısından incelendiğinde araştırmaya katılan kişilerin 205’i (%56,9) erkek, 155’i (%43,1) kadın olduğu görülmektedir.

Tablo 3.2: Yatırımcıların Yaş Gruplarına Göre Dağılımları

Yaş Aralığı	Frekans	Yüzde (%)
18-25	163	45,3
26-33	139	38,6
34-41	32	8,9
42-49	17	4,7
50-57	9	2,5
Toplam	360	100,0

Tablo 3.2 Yaş değişkeni açısından bakıldığında 163'ü (%45,3) 18-25 yaş, 139'u (%38,6) 26-33 yaş, 32'si (%8,9) 34-41 yaş, 17'si (%4,7) 42-49 yaş, 9'u (%2,5) 50-57 yaş olduğu görülmektedir.

Tablo 3.3: Yatırımcıların Medeni Durumlarına Göre Dağılımları

Medeni Durum	Frekans	Yüzde (%)
Evli	119	33,1
Bekâr	241	66,9
Toplam	360	100,0

Tablo 3.3'e göre anket çalışmasına katılan yatırımcıların medeni durumlarını belirlemeye yönelik yapılan frekans analizine bakıldığında 119'u (%33,1) evli, 241'i (%66,9) bekâr olduğu görülmektedir.

Tablo 3.4: Yatırımcıların Mezuniyet Derecelerine Göre Dağılımları

Mezuniyet Derecesi	Frekans	Yüzde (%)
Ortaokul	5	1,4
Lise	51	14,2
Önlisans	35	9,7
Lisans	161	44,7
Lisansüstü	92	25,6
Doktora	16	4,4
Toplam	360	100,0

Tablo 3.4’de yapılan frekans analizine bakıldığında katılımcıların mezuniyet derecesi değişkeni açısından 5’i (%1,4) ortaokul, 51’i (%14,2) lise, 35’i (%9,7) önlisans, 161’i (%44,7) lisans, 92’si (%25,6) lisansüstü, 16’sı (%4,4) doktora mezunu olduğu görülmektedir.

Tablo 3.5: Yatırımcıların Meslek Değişkenine Göre Dağılımları

Meslek	Frekans	Yüzde (%)
İşçi Emeklisi	3	0,8
Memur Emeklisi	2	0,6
Ev Kadını Ek Geliri Yok	5	1,4
Ev Kadını Ek Geliri Var	13	3,6
Öğrenci	99	27,5
Kendi Hesabına Çalışıyor	26	7,2
Kamu Sektöründe İşçi	7	1,9
Özel Sektörde İşçi	67	18,6
Devlet Memuru	40	11,1
Uzmanlık Gerektiren Meslekler	18	5,0
Üst Düzey Yönetici	8	2,2
İşsiz	37	10,3
Diğer	35	9,7
Toplam	360	100,0

Tablo 3.5`de anket katılımcılarının meslek değişkenine göre frekans analizine bakıldığında, 3`ü (%0,8) işçi emeklisi, 2`si (%0,6) memur emeklisi, 5`i (%1,4) ev kadını ve ek geliri olmayan, 13`ü (%3,6) ev kadını ve ek geliri olan, 99`u (%27,5) öğrenci, 26`si (%7,2) kendi hesabına çalışıyor, 7`si (%1,9) kamu sektöründe işçi, 67`si (%18,6) özel sektörde işçi, 40`ı (%11,1) devlet memuru, 18`si (%5,0) uzmanlık

gerektiren meslekler, 8'i (%2,2) üst düzey yönetici, 37'si (%10,3) işsiz ve 35'i (%9,7) diğer meslek gruplarından olduğu görülmektedir.

Tablo 3.6: Yatırımcıların Aylık Gelir Değişkenine Göre Dağılımları

Aylık Gelir	Frekans	Yüzde (%)
0-3000 TL	222	61,7
3001-6000 TL	90	25,0
6001-9000 TL	33	9,2
9001-12000 TL	9	2,5
12001 TL ve üzeri	6	1,7
Toplam	360	100,0

Tablo 3.6'ya aylık gelir değişkeni açısından bakıldığında 222'si (%61,7) 0-3000 TL, 90'ı (%25,0) 3001-6000 TL, 33'ü (%9,2) 6001-9000 TL, 9'u (%2,5) 9001-12000 TL, 6'sı (%1,7) 12001 TL ve üzeri olduğu görülmektedir. Bu frekans analizinde katılımcılar, çoğunluk 0-3000 TL arası aylık gelire sahip oldukları görülmektedir.

3.4.2. Davranışsal Önyargı Ölçeği Alt Boyutlarının Demografik Özelliklere Göre İlişkilerinin İncelenmesi

Çalışmanın bu bölümü, davranışsal yanlılık ile demografik özellikler arasındaki ilişkiyi ölçmek için Kruskal-Wallis ve Mann Whitney analizlerinin sonuçlarını içermektedir. Buna göre analiz için hipotezler oluşturulmuş ve analize dahil edilmiştir. Testle ilgili genel hipotezler aşağıdaki gibidir.

H₀: Yatırımcıların tercihleri ve profilleri ile davranışsal önyargılar arasında ilişki yoktur.

H₁: Yatırımcıların tercihleri ve profilleri ile davranışsal önyargılar arasında anlamlı ilişki vardır.

Tablo 3.7: Davranışsal Önyargılar Ölçeği Alt Boyutlarının Cinsiyet Değişkenine Göre Mann Whitney U Testi Sonuçları

Alt Boyutlar	Cinsiyet	N	S.O	P
Temsil Etme	Kadın	155	165,81	,018*
	Erkek	205	191,60	
	Toplam	360		
Tutuculuk	Kadın	155	171,24	,140
	Erkek	205	187,50	
	Toplam	360		
Kendine Güven	Kadın	155	178,71	,774
	Erkek	205	181,86	
	Toplam	360		
Kendine Yüklenme	Kadın	155	173,98	,299
	Erkek	205	185,43	
	Toplam	360		
Aşırı İyimserlik	Kadın	155	175,32	,581
	Erkek	205	184,41	
	Toplam	360		
Sürü Davranışı	Kadın	155	181,50	,873
	Erkek	205	179,74	
	Toplam	360		

N= Katılımcı Sayısı, S.O= Sıra Ortalaması, p= Anlamlılık Değeri, $p<0,05^*$, $p<0,01^{**}$

Tablo 3.7 incelendiğinde, davranışsal önyargılar ölçeği alt boyutları cinsiyet değişkeni açısından bakıldığında tutuculuk alt boyutunda $p=0,140$, kendine güven alt

boyutunda $p=0,774$, kendine yükleme alt boyutunda $p=0,299$, aşırı iyimserlik alt boyutunda $p=0,581$, sürü davranış alt boyutunda $p=0,873$ değerle anlamlı bir fark olmadığı ve temsil etme alt boyutunda $p=0,018$ değerle erkekler lehine (S.O= 191,60), anlamlı bir fark olduğu görülmektedir.

Tablo 3.8: Davranışsal Önyargılar Ölçeği Alt Boyutlarının Yaş Değişkenine Göre Kruskal-Wallis H Testi Sonuçları

Alt Boyutlar	Yaş	N	S.O	P
Temsil Etme	18-25	163	173,67	,084
	26-33	139	194,68	
	34-41	32	186,80	
	42-49	17	128,00	
	50-57	9	161,83	
	Toplam	360		
Tutuculuk	18-25	163	178,27	,921
	26-33	139	181,92	
	34-41	32	194,17	
	42-49	17	170,59	
	50-57	9	169,00	
	Toplam	360		
Kendine Güven	18-25	163	175,71	,467
	26-33	139	176,58	
	34-41	32	199,20	
	42-49	17	211,85	
	50-57	9	202,06	

	Toplam	360		
Kendine Yüklenme	18-25	163	179,47	,253
	26-33	139	185,20	
	34-41	32	192,59	
	42-49	17	126,62	
	50-57	9	185,44	
	Toplam	360		
Aşırı İyimserlik	18-25	163	176,52	,081
	26-33	139	176,91	
	34-41	32	212,08	
	42-49	17	153,35	
	50-57	9	247,17	
	Toplam	360		
Sürü Davranışı	18-25	163	179,04	,126
	26-33	139	187,64	
	34-41	32	189,88	
	42-49	17	162,06	
	50-57	9	98,22	
	Toplam	360		

N= Katılımcı Sayısı, S.O= Sıra Ortalaması, p= Anlamlılık Değeri, p<0,05*, p<0,01**

Tablo 3.8 incelendiğinde, davranışsal önyargılar ölçeği alt boyutları yaş değişkeni açısından bakıldığında temsil etme alt boyutunda p=0,084, tutuculuk alt boyutunda p=0,921, kendine güven alt boyutunda p=0,467, kendine yük alt boyutunda p=0,253, aşırı iyimserlik alt boyutunda p=0,081, sürü davranış alt boyutunda p=0,126 değerle anlamlı bir fark olmadığı görülmektedir.

Tablo 3.9: Davranışsal Önyargılar Ölçeği Alt Boyutlarının Medeni Durum Değişkenine Göre Mann Whitney U Testi Sonuçları

Alt Boyutlar	Medeni Durum	N	S.O	P
Temsil Etme	Evli	119	172,91	,325
	Bekâr	241	184,25	
	Toplam	360		
Tutuculuk	Evli	119	187,92	,339
	Bekâr	241	176,83	
	Toplam	360		
Kendine Güven	Evli	119	193,40	,095
	Bekâr	241	174,13	
	Toplam	360		
Kendine Yüklenme	Evli	119	193,69	,090
	Bekâr	241	173,99	
	Toplam	360		
Aşırı İyimserlik	Evli	119	191,07	,173
	Bekâr	241	175,28	
	Toplam	360		
Sürü Davranışı	Evli	119	187,42	,372
	Bekâr	241	177,08	
	Toplam	360		

N= Katılımcı Sayısı, S.O= Sıra Ortalaması, p= Anlamlılık Değeri, $p<0,05^*$, $p<0,01^{**}$

Tablo 3.9 incelendiğinde, davranışsal önyargılar ölçeği alt boyutları medeni durum değişkeni açısından bakıldığında temsil etme alt boyutunda $p=0,325$, tutuculuk

alt boyutunda $p=0,339$, kendine güven alt boyutunda $p=0,095$, kendine yük alt boyutunda $p=0,090$, aşırı iyimserlik alt boyutunda $p=0,173$, sürü davranış alt boyutunda $p=0,372$ değerle anlamlı bir fark olmadığı görülmektedir.

Tablo 3.10: Davranışsal Önyargılar Ölçeği Alt Boyutlarının Mezuniyet Derecesi Değişkenine Göre Kruskal-Wallis H Testi Sonuçları

Alt Boyutlar	Yaş	N	S.O	P
Temsil Etme	Ortaokul	5	221,80	,647
	Lise	51	177,67	
	Önlisans	35	169,83	
	Lisans	161	188,48	
	Lisansüstü	92	169,14	
	Doktora	16	185,03	
	Toplam	360		
Tutuculuk	Ortaokul	5	228,50	,000**
	Lise	51	221,68	
	Önlisans	35	227,56	
	Lisans	161	174,84	
	Lisansüstü	92	149,90	
	Doktora	16	164,19	
	Toplam	360		
Kendine Güven	Ortaokul	5	259,30	,009*
	Lise	51	201,38	
	Önlisans	35	216,04	
	Lisans	161	178,36	

	Lisansüstü	92	153,99	
	Doktora	16	185,47	
	Toplam	360		
Kendine Yüklenme	Ortaokul	5	214,10	,002*
	Lise	51	225,23	
	Önlisans	35	196,20	
	Lisans	161	180,93	
	Lisansüstü	92	151,74	
	Doktora	16	154,09	
	Toplam	360		
Aşırı İyimserlik	Ortaokul	5	256,40	,139
	Lise	51	185,94	
	Önlisans	35	188,79	
	Lisans	161	185,88	
	Lisansüstü	92	157,83	
	Doktora	16	197,50	
	Toplam	360		
Sürü Davranışı	Ortaokul	5	249,90	,095
	Lise	51	209,86	
	Önlisans	35	184,01	
	Lisans	161	175,84	
	Lisansüstü	92	164,38	
	Doktora	16	197,19	
	Toplam	360		

N= Katılımcı Sayısı, S.O= Sıra Ortalaması, p= Anlamlılık Değeri, $p<0,05^*$, $p<0,01^{**}$

Tablo 3.10 incelendiğinde, davranışsal önyargılar ölçeği alt boyutları mezuniyet derecesi değişkeni açısından bakıldığında temsil etme alt boyutunda $p=0,647$, aşırı iyimserlik alt boyutunda $p=0,139$, sürü davranış alt boyutunda $p=0,095$ değerle anlamlı bir fark olmadığı görülmekte olup, tutuculuk alt boyutunda $p=0,000$ değerle ortaokul lehine (S.O= 228,50), kendine güven alt boyutunda $p=0,009$ değerle ortaokul lehine (S.O= 259,30), kendine yük alt boyutunda $p=0,002$ lise lehine (S.O= 225,23) anlamlı bir fark olduğu görülmektedir.

Tablo 3.11: Davranışsal Önyargılar Ölçeği Alt Boyutlarının Aylık Gelir Değişkenine Göre Kruskal-Wallis H Testi Sonuçları

Alt Boyutlar	Aylık Gelir	N	S.O	P
Temsil Etme	0-3000 TL	222	178,58	,667
	3001-6000 TL	90	188,27	
	6001-9000 TL	33	173,83	
	9001-12000 TL	9	204,61	
	12001 TL ve üzeri	6	135,50	
	Toplam	360		
Tutuculuk	0-3000 TL	222	184,32	,830
	3001-6000 TL	90	175,36	
	6001-9000 TL	33	180,55	
	9001-12000 TL	9	151,33	
	12001 TL ve üzeri	6	159,67	
	Toplam	360		
	0-3000 TL	222	184,32	

Kendine Güven	3001-6000 TL	90	170,99	,559
	6001-9000 TL	33	194,55	
	9001-12000 TL	9	152,00	
	12001 TL ve üzeri	6	147,33	
	Toplam	360		
Kendine Yükleme	0-3000 TL	222	187,35	,028 *
	3001-6000 TL	90	178,88	
	6001-9000 TL	33	168,89	
	9001-12000 TL	9	154,22	
	12001 TL ve üzeri	6	54,50	
	Toplam	360		
Aşırı İyimserlik	0-3000 TL	222	182,24	,750
	3001-6000 TL	90	180,15	
	6001-9000 TL	33	185,74	
	9001-12000 TL	9	140,83	
	12001 TL ve üzeri	6	152,08	
	Toplam	360		
Sürü Davranış	0-3000 TL	222	180,52	,460
	3001-6000 TL	90	189,57	
	6001-9000 TL	33	173,97	
	9001-1200 TL	9	155,89	
	12001 TL ve üzeri	6	116,58	

	Toplam	360		
--	---------------	-----	--	--

N= Katılımcı Sayısı, S.O= Sıra Ortalaması, p= Anlamlılık Değeri, $p<0,05^*$, $p<0,01^{**}$

Tablo 3.11 incelendiğinde, davranışsal önyargılar ölçeği alt boyutları aylık gelir değişkeni açısından bakıldığında temsil etme alt boyutunda $p=0,667$, tutuculuk alt boyutunda $p=0,830$, kendine güven alt boyutunda $p=0,559$, aşırı iyimserlik alt boyutunda $p=0,750$, sürü davranış alt boyutunda $p=0,460$ değerle anlamlı bir fark olmadığı görülmekte olup, kendine yük alt boyutunda $p=0,028$ değerle 0-3000 tl lehine (S.O= 187,35) anlamlı bir ilişki olduğu görülmektedir.

Tablo 3.12: Davranışsal Önyargılar Ölçeği Alt Boyutlarının Tasarruflarını Döviz Yatırımında Kullanan ve Kullanmayan Kişilerin Mann Whitney U Testi Sonuçları

Alt Boyutlar	Döviz Yatırımı	N	S.O	P
Temsil Etme	Hayır	227	181,36	,835
	Evet	133	179,03	
	Toplam	360		
Tutuculuk	Hayır	227	184,36	,355
	Evet	133	173,91	
	Toplam	360		
Kendine Güven	Hayır	227	180,34	,969
	Evet	133	180,77	
	Toplam	360		
Kendine Yüklenme	Hayır	227	184,86	,297
	Evet	133	173,06	
	Toplam	360		

Aşırı İyimserlik	Hayır	227	177,63	,492
	Evet	133	185,40	
	Toplam	360		
Sürü Davranışı	Hayır	227	184,83	,300
	Evet	133	173,11	
	Toplam	360		

N= Katılımcı Sayısı, S.O= Sıra Ortalaması, p= Anlamlılık Değeri, p<0,05*, p<0,01**

Tablo 3.12 incelendiğinde, davranışsal önyargılar ölçeği alt boyutları döviz yatırımı değişkeni açısından bakıldığında temsil etme alt boyutunda p=0,835, tutuculuk alt boyutunda p=0,355, kendine güven alt boyutunda p=0,969, kendine yük alt boyutunda p=0,297, aşırı iyimserlik alt boyutunda p=0,492, sürü davranış alt boyutunda p=0,300 değerle anlamlı bir fark olmadığı görülmektedir.

Tablo 3.13: Davranışsal Önyargılar Ölçeği Alt Boyutlarının Tasarruflarını Hisse Senedi Yatırımında Kullanan ve Kullanmayan Kişilerin Mann Whitney U Testi Sonuçları

Alt Boyutlar	Hisse Senedi Yatırımı	N	S.O	p
Temsil Etme	Hayır	301	181,06	,815
	Evet	59	177,64	
	Toplam	360		
Tutuculuk	Hayır	301	182,90	,321
	Evet	59	168,28	
	Toplam	360		
	Hayır	301	182,35	,443
	Evet	59	171,08	

Kendine Güven	Toplam	360		
Kendine Yükleme	Hayır	301	187,45	,004*
	Evet	59	145,03	
	Toplam	360		
Aşırı İyimserlik	Hayır	301	179,83	,782
	Evet	59	183,91	
	Toplam	360		
Sürü Davranışı	Hayır	301	183,50	,214
	Evet	59	165,19	
	Toplam	360		

N= Katılımcı Sayısı, S.O= Sıra Ortalaması, p= Anlamlılık Değeri, p<0,05*, p<0,01**

Tablo 3.13 incelendiğinde, davranışsal önyargılar ölçeği alt boyutları hisse senedi yatırımı değişkeni açısından bakıldığında temsil etme alt boyutunda p=0,815, tutuculuk alt boyutunda p=0,321, kendine güven alt boyutunda p=0,443, aşırı iyimserlik alt boyutunda p=0,782, sürü davranış alt boyutunda p=0,214 değerle anlamlı bir fark olmadığı görülmekte olup, kendine yük alt boyutunda p=0,004 değerle hisse senedi yatırımı kullanmayan kişiler lehine (S. O=187,45) anlamlı bir fark olduğu görülmektedir.

Tablo 3.14: Davranışsal Önyargılar Ölçeği Alt Boyutlarının Tasarruflarını Altın Yatırımında Kullanan ve Kullanmayan Kişilerin Mann Whitney U Testi Sonuçları

Alt Boyutlar	Altın Yatırımı	N	S.O	p
Temsil Etme	Hayır	194	183,00	,618
	Evet	166	177,58	

	Toplam	360		
Tutuculuk	Hayır	194	189,61	,071
	Evet	166	169,86	
	Toplam	360		
Kendine Güven	Hayır	194	191,33	,031*
	Evet	166	167,84	
	Toplam	360		
Kendine Yükleme	Hayır	194	194,71	,005*
	Evet	166	163,89	
	Toplam	360		
Aşırı İyimserlik	Hayır	194	190,14	,056
	Evet	166	169,24	
	Toplam	360		
Sürü Davranışı	Hayır	194	187,46	,168
	Evet	166	172,37	
	Toplam	360		

N= Katılımcı Sayısı, S.O= Sıra Ortalaması, p= Anlamlılık Değeri, p<0,05*, p<0,01**

Tablo 3.14 incelendiğinde, davranışsal önyargılar ölçeği alt boyutları altın yatırımı değişkeni açısından bakıldığında temsil etme alt boyutunda p=0,618, tutuculuk alt boyutunda p=0,071, aşırı iyimserlik alt boyutunda p=0,056, sürü davranış alt boyutunda p=0,168 değerle anlamlı bir fark olmadığı görülmekte olup, kendine yük alt boyutunda p=0,005 değerle altın yatırımı kullanmayan kişiler lehine (S.O=194,71) ve kendine güven alt boyutunda p=0,031 değerle altın yatırımı kullanmayan kişiler lehine (S.O=191,33) anlamlı bir fark olduğu görülmektedir.

Tablo 3.15: Davranışsal Önyargılar Ölçeği Alt Boyutlarının Tasarruflarını Devlet Tahvili Yatırımında Kullanan ve Kullanmayan Kişilerin Mann Whitney U Testi Sonuçları

Alt Boyutlar	Devlet Tahvili Yatırımı	N	S.O	P
Temsil Etme	Hayır	340	179,90	,650
	Evet	20	190,63	
	Toplam	360		
Tutuculuk	Hayır	340	179,52	,460
	Evet	20	197,13	
	Toplam	360		
Kendine Güven	Hayır	340	178,89	,221
	Evet	20	207,93	
	Toplam	360		
Kendine Yüklenme	Hayır	340	178,81	,202
	Evet	20	209,25	
	Toplam	360		
Aşırı İyimserlik	Hayır	340	179,59	,491
	Evet	20	195,98	
	Toplam	360		
Sürü Davranışı	Hayır	340	180,58	,953
	Evet	20	179,18	
	Toplam	360		

N= Katılımcı Sayısı, S. O= Sıra Ortalaması, p= Anlamlılık Değeri, p<0,05*, p<0,01**

Tablo 3.15 incelendiğinde, davranışsal önyargılar ölçeği alt boyutları devlet tahvili yatırımı değişkeni açısından bakıldığında temsil etme alt boyutunda $p=0,650$, tutuculuk alt boyutunda $p=0,460$, kendine güven alt boyutunda $p=0,221$, kendine yük alt boyutunda $p=0,202$, aşırı iyimserlik alt boyutunda $p=0,491$, sürü davranış alt boyutunda $p=0,953$ değerle anlamlı bir fark olmadığı görülmektedir.

Tablo 3.16: Davranışsal Önyargılar Ölçeği Alt Boyutlarının Hazine Bonusu Yatırımında Kullanan ve Kullanmayan Kişilerin Mann Whitney U Testi Sonuçları

Alt Boyutlar	Hazine Bonusu Yatırımı	N	S.O	P
Temsil Etme	Hayır	344	181,02	,657
	Evet	16	169,34	
	Toplam	360		
Tutuculuk	Hayır	344	179,79	,545
	Evet	16	195,81	
	Toplam	360		
Kendine Güven	Hayır	344	180,30	,866
	Evet	16	184,75	
	Toplam	360		
Kendine Yüklenme	Hayır	344	181,71	,303
	Evet	16	154,41	
	Toplam	360		
Aşırı İyimserlik	Hayır	344	181,52	,384
	Evet	16	158,47	
	Toplam	360		
	Hayır	344	180,67	

Sürü Davranışı	Evet	16	176,91	,887
	Toplam	360		

N= Katılımcı Sayısı, S. O= Sıra Ortalaması, p= Anlamlılık Değeri, $p<0,05^*$, $p<0,01^{**}$

Tablo 3.16 incelendiğinde, davranışsal önyargılar ölçeği alt boyutları hazine bonusu yatırımı değişkeni açısından bakıldığında temsil etme alt boyutunda $p=0,657$, tutuculuk alt boyutunda $p=0,545$, kendine güven alt boyutunda $p=0,866$, kendine yük alt boyutunda $p=0,303$, aşırı iyimserlik alt boyutunda $p=0,384$, sürü davranış alt boyutunda $p=0,887$ değerle anlamlı bir fark olmadığı görülmektedir.

Tablo 3.17: Davranışsal Önyargılar Ölçeği Alt Boyutlarının Mevduat Yatırımında Kullanan ve Kullanmayan Kişilerin Mann Whitney U Testi Sonuçları

Alt Boyutlar	Mevduat Yatırımı	N	S. O	P
Temsil Etme	Hayır	302	182,88	,317
	Evet	58	168,12	
	Toplam	360		
Tutuculuk	Hayır	302	180,92	,860
	Evet	58	178,30	
	Toplam	360		
Kendine Güven	Hayır	302	180,70	,935
	Evet	58	179,48	
	Toplam	360		
Kendine Yüklenme	Hayır	302	182,36	,436
	Evet	58	170,80	
	Toplam	360		
	Hayır	302	183,99	

Aşırı İyimserlik	Evet	58	162,34	,145
	Toplam	360		
Sürü Davranışı	Hayır	302	182,91	,313
	Evet	58	167,95	
	Toplam	360		

N= Katılımcı Sayısı, S. O= Sıra Ortalaması, p= Anlamlılık Değeri, $p<0,05^*$, $p<0,01^{**}$

Tablo 3.17 incelendiğinde, davranışsal önyargılar ölçeği alt boyutları mevduat yatırımı değişkeni açısından bakıldığında temsil etme alt boyutunda $p=0,317$, tutuculuk alt boyutunda $p=0,860$, kendine güven alt boyutunda $p=0,935$, kendine yük alt boyutunda $p=0,436$, aşırı iyimserlik alt boyutunda $p=0,145$, sürü davranış alt boyutunda $p=0,313$ değerle anlamlı bir fark olmadığı görülmektedir.

Tablo 3.18: Finans Bilgisi ile Temsil Alt Boyutu Arasındaki Korelasyon Sonuçları

	Temsil Etme Alt Boyut		
	N	r	P
Finans Bilgisi	360	,046	,381

N= Katılımcı Sayısı, $p<0,05^*$

Tablo 3.18 incelendiğinde, katılımcıların, finans bilgisi ile temsil etme alt boyut arasında ($r=0.046$, $p=.381$) pozitif yönlü fakat anlamlı bir ilişki olmadığı görülmektedir.

Tablo 3.19: Finans Bilgisi ile Tutuculuk Alt Boyutu Arasındaki Korelasyon Sonuçları

	Tutuculuk Alt Boyut		
	N	r	P

Finans Bilgisi	360	- ,036	,499
-----------------------	-----	-----------	------

N= Katılımcı Sayısı, $p<0,05^*$

Tablo 3.19 incelendiğinde, katılımcıların, finans bilgisi ile tutuculuk alt boyut arasında ($r=-0.036$, $p=.499$) negatif yönlü ve anlamlı bir ilişki olmadığı görülmektedir.

Tablo 3.20: Finans Bilgisi ile Kendine Güven Alt Boyutu Arasındaki Korelasyon Sonuçları

	Kendine Güven Alt Boyut		
	N	r	P
Finans Bilgisi	360	,062	,238

N= Katılımcı Sayısı, $p<0,05^*$

Tablo 3.20 incelendiğinde, katılımcıların, finans bilgisi ile kendine güven alt boyut arasında ($r=0.062$, $p=.238$) pozitif yönlü fakat anlamlı bir ilişki olmadığı görülmektedir.

Tablo 3.21: Finans Bilgisi ile Kendine Yük Alt Boyutu Arasındaki Korelasyon Sonuçları

	Kendine Yük Alt Boyut		
	N	r	P
Finans Bilgisi	360	- ,070	,186

N= Katılımcı Sayısı, $p<0,05^*$

Tablo 3.21 incelendiğinde, katılımcıların, finans bilgisi ile kendine yük alt boyut arasında ($r=-0.070$, $p=.186$) negatif yönlü ve anlamlı bir ilişki olmadığı görülmektedir.

Tablo 3.22: Finans Bilgisi ile Aşırı İyimserlik Alt Boyutu Arasındaki Korelasyon Sonuçları

	Aşırı İyimserlik Alt Boyut		
	N	r	P
Finans Bilgisi	360	,075	,155

N= Katılımcı Sayısı, $p<0,05^*$

Tablo 3.22 incelendiğinde, katılımcıların, finans bilgisi ile aşırı iyimserlik alt boyut arasında ($r=0.075$, $p=.155$) pozitif yönlü fakat anlamlı bir ilişki olmadığı görülmektedir.

Tablo 3.23: Finans Bilgisi ile Sürü Davranışı Alt Boyutu Arasındaki Korelasyon Sonuçları

	Sürü Davranış Alt Boyut		
	N	r	P
Finans Bilgisi	360	-,106	,044*

N= Katılımcı Sayısı, $p<0,05^*$

Tablo 3.23 incelendiğinde, katılımcıların, finans bilgisi ile sürü davranışı alt boyut arasında ($r=-0.106$, $p=.044$) negatif yönlü ve anlamlı bir ilişki olduğu görülmektedir.

Tablo 3.24: Finans Bilgisi ile Davranışsal Önyargılar Arasındaki Korelasyon Sonuçları

	Davranışsal Önyargılar		
	N	r	P
Finans Bilgisi	360	,006	,917

N= Katılımcı Sayısı, $p<0,05^*$

Tablo 3.24 incelendiğinde, katılımcıların, finans bilgisi ile davranışsal önyargılar arasında ($r=-0.006$, $p=.917$) pozitif yönlü fakat anlamlı bir ilişki olmadığı görülmektedir.

Tablo 3.25: Cinsiyet ile Finans Bilgisi Arasındaki İlişki

		Finans Bilgisi		Toplam	χ^2	
		Var	Yok			
Cinsiyet	Kadın	55	100	155	1,549	0,213
	Yüzde	35,5%	64,5%	100,0%		
	Erkek	86	119	205		
	Yüzde	42,0%	58,0%	100,0%		
	Toplam	141	219	360		

(Ki kare testi-çapraz tablo)

Tablo 3.25 incelendiğinde cinsiyet ve finans bilgisi açısından anlamlı bir farkın olmadığı görülmektedir ($\chi^2=1,549$, $p=0,213$).

Tablo 3.26: Yaş ile Finans Bilgisi Arasındaki İlişki

		Finans Bilgisi		Toplam	χ^2	
		Var	Yok			
Yaş	18-25	61	102	163	1,928	0,295
	Yüzde	37,4%	62,6%	100,0%		
	26-33	52	87	139		
	Yüzde	37,4%	62,6%	100,0%		
	34-41	16	16	32		

	Yüzde	50,0%	50,0 %	100 ,0%		
	42-49	6	11	17		
	Yüzde	35,3%	64,7 %	100 ,0%		
	50-57	6	3	9		
	Yüzde	66,7%	33,3 %	100 ,0%		
	Toplam	141	219	360		

(ki kare testi-çapraz tablo)

Tablo 3.26 incelendiğinde yaş ve finans bilgisi açısından anlamlı bir farkın olmadığı görülmektedir ($\chi^2=4,928$, $p=0,295$).

Tablo 3.27: Medeni Durum ile Finans Bilgisi Arasındaki İlişki

		Finans Bilgisi		To plam	²	
		Var	Yok			
Mede ni Duru m	Evli	57	62	119	,689	,017 *
	Yüzde	47,9%	52,1 %	100 ,0%		
	Bekâr	84	157	241		
	Yüzde	34,9%	65,1 %	100 ,0%		
	Toplam	141	219	360		

(Ki kare testi-çapraz tablo)

Tablo 3.27 incelendiğinde medeni durum ve finans bilgisi açısından anlamlı bir farkın olduğu görülmektedir ($\chi^2=5,689$, $p=0,017$).

Tablo 3.28: Mezuniyet Derecesi ile Finans Bilgisi Arasındaki İlişki

		Finans Bilgisi		Toplam	χ^2	
		Var	Yok			
Mezuniyet Derecesi	Ortaokul	2	3	5	20,044	0,001*
	Yüzde	40,0%	60,0%	100,0%		
	Lise	10	41	51		
	Yüzde	19,6%	80,4%	100,0%		
	Önlisans	7	28	35		
	Yüzde	20,0%	80,0%	100,0%		
	Lisans	72	89	161		
	Yüzde	44,7%	55,3%	100,0%		
	Yüksek Lisans	40	52	92		
	Yüzde	43,5%	56,5%	100,0%		
	Doktora	10	6	16		
	Yüzde	62,5%	37,5%	100,0%		
	Toplam	141	219	360		

(Ki kare testi-çapraz tablo)

Tablo 3.28 incelendiğinde mezuniyet derecesi ve finans bilgisi açısından anlamlı bir farkın olduğu görülmektedir ($\chi^2=20,044$, $p=0,001$).

Tablo 3.29: Finans Bilgisi ile Döviz Yatırımında Kullanan ve Kullanmayan Yatırımcılar Arasındaki İlişki

		Finans Bilgisi		To plam	2	
		Var	Yok			
Tasarruflarınızı döviz yatırımında kullanır mısınız?	Hayır	72	155	227	4,308	000
	Yüzde	31,7%	68,3%	100,0%		
	Evet	69	64	133		
	Yüzde	51,9%	48,1%	100,0%		
	Toplam	141	219	360		

(Ki kare testi-çapraz tablo)

Tablo 3.29 incelendiğinde finans bilgisi ile döviz yatırımı açısından anlamlı bir farkın olduğu görülmektedir ($x^2=14,308$, $p=0,000$).

Tablo 3.30: Finans Bilgisi ile Tasarruflarını Hisse Senedi Yatırımında Kullanan ve Kullanmayan Yatırımcılar Arasındaki İlişki

		Finans Bilgisi		To plam	2	
		Var	Yok			
Tasarruflarınızı hisse senedi yatırımlarında kullanır mısınız?	Hayır	104	197	301	6,419	000
	Yüzde	34,6%	65,4%	100,0%		
	Evet	37	22	59		
	Yüzde	62,7%	37,3%	100,0%		
	Toplam	141	219	360		

(ki kare testi-çapraz tablo)

Tablo 3.30 incelendiğinde finans bilgisi ile hisse senedi yatırımı açısından anlamlı bir farkın olduğu görölmektedir ($\chi^2=16,419$, $p=0,000$).



SONUÇ VE ÖNERİLER

Geleneksel finans teorileri, yatırımcıların karar verme süreçlerinde piyasadan alabilecekleri tüm bilgileri dikkate alarak rasyonel davrandıklarını ve değer verdiklerini savunur. Ancak birçok çalışma, yatırımcıların rasyonel hareket etmediğini ve davranışsal önyargıların olduğunu göstermiştir. Finansal piyasalardaki psikolojik faktörler, finansal teorilerde bir boşluk oluşturmuştur ve davranışsal finansın ortaya çıkması bu faktörlerin açıklanmasında önemlidir.

Davranışsal finans teoremleri, yatırımcıların rasyonel davranmadıklarını göstermektedir. Yatırımcıların genellikle duygularından etkilendiğini ve yatırım kararlarında mantıksız kararlar aldıklarını öne sürüyor.

Birçok çalışma, yatırımcıların yatırım süreçlerinde sistematik olarak davranışsal önyargılarla ilişkili olduğunu bulmuştur. Bu çalışmada yatırımcıların kişisel yatırım kararları ile davranışsal önyargılar arasındaki ilişki incelenmiştir.

Çalışmada öncelikle davranışsal finansı ortaya çıkarmak için geleneksel finansı oluşturan teori ve modeller ile geleneksel finansın açıklayamadığı önyargılar tartışılmaktadır.

Ayrıca davranışsal finans yaklaşımını, kavramını, tarihsel gelişimini ve diğer disiplinlerle ilişkisini araştırır, teori ve modelleri tartışır ve yatırımcı yatırım kararlarında etkili olan psikolojik önyargıları dikkate alır.

Yatırımcıların demografik özellikleri, finansal bilgileri ve yatırımcıların üzerinde çok fazla görülen davranışsal önyargılardan “tutuculuk”, “temsil etme”, “kendine güven”, “kendine yüklenme”, “aşırı iyimserlik” ve “sürü davranışı” eğilimleri arasındaki ilişkiler incelenmiştir.

Çalışma 360 bireysel yatırımcı ile görüşülerek gerçekleştirilmiş ve aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır.

Ankete katılan bireysel yatırımcıların demografik verilerinin dağılımları incelendiğinde, %56,9'u erkek, %43,1'i kadın katılımcılardan oluşmuştur. Katılımcıların büyük çoğunluğu 18–25 yaş aralığında yer almış ve %66,9'u bekâr

katılımcılardan oluşmuştur. Anketi yanıtlayan yatırımcıların %44,7'si lisans eğitimi almış ve %27,5'i öğrencilerden oluşmaktadır. Katılımcıların %61,7'lik düzeyinin aylık geliri 0-3000 TL arasında olduğu görülmektedir.

Anket katılımcılarının finansal okuryazarlık düzeylerini ölçmek için 8 sorudan oluşan finansal sorular sorulmuş ve 0-3. soruları doğru yanıtlayanların finansal bilgilerinin olmadığı, 4-8 arasındaki soruları doğru yanıtlayanların ise finansal bilgilerinin olduğu varsayılmıştır. Sonuç olarak, finansal okuryazarlık düzeyi ile davranışsal önyargılar arasındaki ilişki incelenmiştir.

Anket katılımcıları incelendiğinde erkek yatırımcıların kadın yatırımcılardan fazla olduğu görülmektedir. Piyasada yapılan yatırımcıların cinsiyet özellikleri arasında fark zaman zaman azalmakta ve kadın yatırımcılarının piyasada rolü artmakta olmaktadır. Genel olarak yapılan araştırmalara bakıldığı zaman aynı sonuca gelindiği görülmektedir.

Katılımcıların yaş ortalamasına baktığımız zaman %45,3 18 - 25 yaş , %38,6 26 – 33 yaş, %8,9 34 – 41 yaş aralığında olduğu görülmüştür. Bu da incelendiğinde piyasada yatırım yapan yatırımcıların yaş ortalamasının ortalamanın altında olduğu ve yaş ortalaması arttıkça piyasadaki işlem yapma hacminin azalmakta olduğu görülmektedir.

Araştırmamızda kullandığımız anket verilerini göz önünde bulundurursak, yatırımcıların medeni durumlarına göre dağılımları %33,1 evli, %66,9 bekarlardan oluşmaktadır. Anket verilerini incelediğimiz zaman, bekarların evlilerden daha fazla yatırım yaptığı görülmektedir.

Mezuniyet derecelerine göre dağılım verilerine baktığımız zaman, %1,4 ortaokul, %14,2 lise, %9,7 önlisans, %44,7 lisans, %25,6 lisansüstü, %4,4 doktora mezunlarından oluşmaktadır. Burada katılımcılara genel olarak baktığımızda (¾) %74,7 lisans, lisansüstü ve doktora mezunlarının payı daha yüksektir. Geride kalan %25,3 oranı ise ortaokul, lise ve önlisans mezunlarından oluşmaktadır.

Yatırımcıların meslek dağılımına baktığımız da katılımcıların yüksek oranın %27,5 öğrencilerden oluştuğunu görebiliriz. Katılımcıların diğer fazlalık gösterdiği

meslek değişkeni ise %18,6 özel sektörde işçilerden, %11,1 devlet memurlarından oluyor. Sebep olarak genel olarak dünyada şirket kùltürünün artmasını göstermek mümkündür. En az katılımcı oranını ise %0,6 memur emeklileri, %0,8 işçi emeklileridir. Katılımcıların emekli üyeleri en az yatırım yapan yatırımcı grubudur.

Anket katılımcılarının aylık gelir değişkenine göre dağılımına bakıldığında %61,7 oranının 0 – 3000 TL arasında geliri olduğu gör÷lmektedir. Diğer demografik özellikleri göz önünde bulundurduğumuz zaman katılımcıların çoğunun öğrencilerden olduğu bilinmektedir. Öğrencilerin aylık gelirlerinin 0 – 3000 TL aralığında olduğu bilinmektedir. şu sonuca varılmaktadır ki, gelir düzeyi (%86,7) 0-6000 TL arası olanlar daha fazla gelir elde etmek için yatırım yapmaktadırlar.

Davranışsal önyargılar ile demografik özellikler arasındaki ilişki incelendiğinde, temsile yönelik eğilim ile cinsiyet arasında anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna varılırken, diğer eğilimler ile cinsiyet değişkeni arasında anlamlı bir ilişkinin olmadığı gör÷lmüştür.

Davranışsal önyargılar ile yaş değişkeni arasındaki ilişki incelendiğinde ise temsil etme, tutuculuk, kendine güven, kendine yüklenme, aşırı iyimserlik ve sür÷ davranışları ile anlamlı bir ilişkinin olmadığı ortaya çıkmıştır.

Medeni durum değişkeni ile davranışsal yanlılık arasındaki ilişki incelendiğinde, temsil etme, tutuculuk, kendine güven, kendine yüklenme, aşırı iyimserlik ve sür÷ davranışları ile ilişkilerin anlamlı olmadığı gör÷lmüştür.

Kendine güven, tutuculuk, kendini yükleme eğilimi ve mezuniyet oranı arasında bir bağlantı olduğu gözlenirken, temsil edicilik, aşırı iyimserlik ve sür÷ davranışı ile mezuniyet oranı arasında bir ilişki bulunamamıştır.

Aylık gelirle davranışsal önyargılar arasında ilişkileri incelediğimiz zaman, kendine yüklenme eğilimi ile anlamlı bir ilişkinin olduğu, temsil etme, tutuculuk, kendine güven, aşırı iyimserlik, sür÷ davranışı ile ise davranışsal önyargılar arasında anlamlı ilişkiler bulunmamıştır.

Davranışsal önyargılarla tasarruflarını döviz yatırımında kullananlar arasında ilişkilere bakıldığında ölçtüğümüz önyargılarla anlamlı bir ilişkinin olmadığı görülmektedir.

Tasarruflarını hisse senedinde kullanan ve kullanmayan yatırımcılarla davranışsal önyargılar arasında ilişkiye baktığımızda, kendine yüklenme eğilimiyle tasarruflarını hisse senedinde kullanan ve kullanmayan katılımcılar arasında anlamlı bir fark olduğu, diğer önyargılarla farkın olmadığı sonucuna varılmıştır.

Kendine güven ve kendine yüklenme önyargıları ile tasarruflarını altın yatırımında kullanan ve kullanmayan yatırımcılar arasında ilişki olduğu, ölçtüğümüz diğer önyargılarla ise anlamlı bir ilişkinin olmadığı görülmüştür.

Tasarruflarını devlet yatırımında kullanan ve kullanmayan katılımcılarla önyargılar arasında ilişkiye bakıldığında, anlamlı bir ilişkinin olmadığı tespit edilmiştir.

Davranışsal önyargılar ölçeği alt boyutlarının tasarruflarını hazine bonosunda kullanan ve kullanmayan katılımcılarla anlamlı bir ilişkinin olmadığı bulunmuştur.

Temsil etme, tutuculuk, kendine güven, kendine yüklenme, aşırı iyimserlik ve sürü davranışı önyargıları ile tasarruflarını mevduat yatırımında kullanan ve kullanmayan yatırımcılar arasında anlamlı bir ilişkinin olmadığı görülmüştür.

Katılımcıların finans bilgisini ölçtüğümüz zaman %39,16 (141) kişinin finans bilgisi olduğu, %63,84 (219) kişinin finans bilgisi olmadığı bulunmuştur.

Finansal bilgi düzeylerini elimizde bulundurarak, finans bilgisiyle demografik özellikler ve davranışsal önyargılarla ilişkili olup olmadığını araştırdığımızda, finans bilgisinin sürü davranışı ile arasında anlamlı bir ilişkinin olduğu, temsil etme, tutuculuk, kendine güven, kendine yüklenme ve aşırı iyimserlik önyargılarıyla ise anlamlı bir ilişkinin olmadığı sonucuna varılmıştır. Genel olarak finans bilgisi ile davranışsal önyargılar arasında korelasyon sonuçlarına baktığımız zaman ise pozitif yönlü bir ilişkinin olduğu ama anlamlı bir ilişkinin olmadığı görülmüştür.

Tasarruflarınızı döviz yatırımında kullanır mısınız ve tasarruflarınızı hisse senedi yatırımında kullanır mısınız sorularıyla katılımcıların finans bilgileri arasında anlamlı bir farkın olduğu tespit edilmiştir.

Demografik özelliklerle finans bilgisi arasında anlamlı bir farkın olup olmadığını araştırdığımız zaman ise, katılımcıların medeni durumları ve mezuniyet derecesi ile finans bilgileri arasında anlamlı bir farkın olduğu bulunmuştur.

Yapılan araştırmada elde edilen sonuçlara göre insanların demografik özellikleriyle bile davranışsal önyargılar arasında anlamlı bir ilişkinin olduğu bulunmuştur. Ama bu bizim araştırmamıza göre doğru olsa bile eksik sunulan bir bilgi olarak varsayılmaktadır. Örneğin insanların mezuniyet derecesi ne kadar yüksek olursa olsun bu onun yatırım zamanı rasyonel davranacağı anlamına gelmemektedir ve davranışsal önyargılardan etkilenmeyeceği sonucuna varılmamaktadır. Bu sebepten davranışsal finans hakkında daha çok araştırılma yapılmalı ve insanlara doğru veriler sunulmalıdır. Davranışsal finans hakkında yapılan araştırmaların çoğu anket yoluyla yapılmış ve aynı sonuca ulaşılmıştır. Yapılan önemli araştırmalardan, her davranışsal önyargılara ait sorular toplanılarak test edilebilir, yatırımcının kendine hangi önyargıların daha çok etki ettiğini ölçmek için bir sistem kurula bilir ve yatırımcı yatırım yaparken bu verileri elde ederek buna uygun yatırımını gerçekleştirebilir. Böylece yatırımcı azda olsa irrasyonel yatırımcı olmaktan uzaklaşır ve yatırımını gerçekleştirirken risklerini minimize ederek rasyonel davranabilir.

Araştırmadan elde edilen tüm bulgular bir bütün olarak değerlendirildiğinde, yatırımcıların duygusal davranış düzeylerinin yatırım kararlarını önemli ölçüde etkilediği sonucuna varılmıştır. Bu çalışmadan elde edilen bulguların, bireysel yatırımcıların yatırım kararlarındaki başarı oranını artırmak için önemli ipuçları sağlayacağı umulmaktadır. Çeşitli yatırımcı davranışları ile yatırım kararlarının performansı arasındaki ilişki ve etkileşimin gelecekteki araştırmalarda daha fazla ayrıntılı olarak araştırılması önerilmektedir.

Şu anda çoğu yatırım internet üzerinden yapılmakta ve çeşitli borsalarda her dakika binlerce yatırım işlemi gerçekleştirilmektedir. Hisse senedi piyasalarına yatırım

yapmak için yatırımcıların davranışsal önyargılarının yatırım kararları üzerindeki etkisinin araştırılması ve incelenmesi de önerilmektedir.



KAYNAKÇA

- ABAAN, E. D.: **Fayda Teorisi ve Rasyonel Seçimler.** Ankara: TCMB Tartışma Tebliği No:2002/3, 2002.
- ABRAMOVA, M., ДЕНЬГИ, КРЕДИТ, БАНКИ. ДЕНЕЖНЫЙ И КРЕДИТНЫЙ
ALEKSANDROV RYHKI (Cilt 2). Moskova: Yurayt, 2019.
A, L.:
<https://urait.ru/book/dengi-kredit-banki-denezhnyy-i-kreditnyy-rynki-437032>
- ABUDU, K.: **Investor's behaviour in the financial market place.** Banking and Finance, 2016.
- AİGBOVO, O., Investor behavior: A comparison of cumulative prospect theory
EUZEM, M.: and radner theory. **Journal of Art, Business & Civic Advancement**, 46-54.
- AKİN, H.: Menkul Kıymet Portföy Yatırımlarında Davranışsal Finans Yönetiminin Kullanılması ve Bir Uygulama. **Selçuk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Yüksek Lisans Tezi, 2009, ss. 1-205.
- AKSOY, T., Belirsizlik Altında Karar Alma: Geleneksel ve Modern
ŞAHİN, İ.: Yaklaşımlar. **Turkish Economic Association**. 2009.
- ANGNER, E., Behavioral Economics. Handbook Of The Philosophy of
LOEWENSTEIN, Science. **Philosophy of Economic**, 2012, ss. 641-690
G.:
- ARIELY, D.: The effect of capital Structure on a firm's liquidation decision. **Journal of Financial Economics**, 2005, ss. 37-61.
- ARIELY, D.: **Predictably irrational: The hidden forces that shape our decision**, New York. Harper Perennial, 2010
- BAKER, M., Investor Sentiment and the Cross-Section of Stock Returns.
WUGLER, J.: **The Journal Of Finance**, 2006, ss. 1645-1680.
- BARBERIS, N., A Survey Of Behavioral Finance. Chicago: **The Handbook of the Economics Of Finance**, 2002.
THALER, R.:
- BARBERIS, N., A Model of Investor Sentiment. **Journal of Financial**
SHLEIFER A., **Economics**, 1998.
ROBERT V.:

- BARBERIS, N., THALER, R.: A Survey of Behavioral Finance. In G. Constantinides, M. Harris, & R. Stulz (Eds.), **Handbook of the Economics of Finance**. 2003. (pp. 1065–1074).
<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1574010203010276>
- BAZERMAN, M. H.: The Relevance of Kahneman and Tversky's Concept of Framing to Organizational Behavior. **Journal of Management**, 10(3), 1984, ss. 333–343.
<https://doi.org/10.1177/014920638401000307>
- BASIL, B.: **Pedagogy, symbolic control & identity theory**. London: Taylor and Francis. 1996.
- BELOLIPETSKY, V.: **Финансовый менеджмент**. Moskova: KNORUS. 2006.
- BENARTZI, S., THALER, R.: Heuristics and Biases in Retirement Savings Behavior. **Journal of Economic Perspectives**, 21(3), 2007, ss. 81–104
- BLACK, F.: Noise. **Journal of Finance**, 1986, ss. 529–543.
- BOGATIRYEV, S.: Развитие концепции поведенческих финансов в российской науке. **Финансы и кредит**(12), 2015, ss. 19–30.
- BONAR, J.: "The Theory of Moral Sentiments," By Adam Smith, 1759. **Philosophy**, 1(3), 1926, ss. 333–353.
<https://doi.org/10.1017/S0031819100023536>
- BOSTANCI, F.: Davranışçı finans. **Sermaye piyasası kurulu**. 2003.
- BOUWMAN, C.: Managerial optimism and earnings smoothing. **Journal of Banking & Finance**, 2014, ss. 283–303.
- BREALLY, R., MYERS, S.: **Principles of Corporate Finance**. McGraw-Hill, 2003.
- CAMERER, C., F., LOEWENSTEIN, G., PRELEC, D.: Neuroeconomics: Why economics needs brains. **Scandinavian Journal of Economics**, 106(3), 2004, ss. 555–579.
<https://doi.org/10.1111/j.0347-0520.2004.00377>
- ÇERNYAYEVA, İ.: Основы новой финансовой теории. **Економічний нобелівський вісник**, 2014, ss. 5–14.

- CEYLAN A., KORKMAZ T.: **İşletmelerde Finansal Yönetim**. Bursa: Ekin Yayınevi, 2013
- CEYLAN A., PARASIZ, İ. M. & BAŞOĞLU U.: **Finans; Teori, Kurum ve Araçlar**. Bursa: Ekin Basım Yayım Dağıtım, 2009.
- CHARLES C., MİCHAEL S.: Origins and functions of positive and negative affect. **A contro-process view**, 1990, ss.19-35.
- CHAROENWON G C., DİNG D. K., SEETOH R.: Prospect Theory, Analyst Forecasts, and Stock Returns. **Journal of Multinational Financial Management**, 2004, ss. 420-426.
- DANİEL K., HİRSHEİFER D., SUBRAHMANYAM A.: Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions. **Journal of Finance**. 1998, ss. 1839–1885.
<https://doi.org/10.1111/0022-1082.00077>
- DE BONDT, W., THALER, R.: Does The Stock Market Overreact? **The Journal of Finance**, 1985, ss. 793-805.
- DİMON, E., MARSH, P.: Murphy's Law and Market Anomalies. **Journal of portfolio management**. 1999.
- DÖM, S.: **Yatırımcı Psikolojisi** (1 b.). İstanbul: Değişim Yayınları. 2003
- ERDOĞAN, M., ELMAS, M.: Hisse Senedi Piyasalarında Görülen Anomaliler ve Bireysel Yatırımcı Üzerine Bir Araştırma. **Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 2010, ss. 279 - 300.
- FAMA, E. F.: Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. **Journal of Finance**, **25(2)**, 1970.
- FEDOROV, A.: **Osnovy finansovykh investitsii**. Saint Petersburg: Piter. 2007
- FİSHER, K. L., STATMAN, M.: Investor Sentiment and Stock Returns. **Financial Analysts Journal**, 56(2). 2000.
- GABAİX, X., LAİBSON, D., MOLOCHE, G., WEİNBERG, S.: Costly Information Acquisition: Experimental Analysis of a Boundedly Rational Model. **American Economic Review**, 2006, ss. 1043-1068.
- GLADÇENKO, A.: **Поведенческие финансы. О том, почему человек далеко не всегда принимает рациональные решения**. Moskova, Moskva, Rusiya. 2021.

- GLASER, M., Behavioral finance. **University Mannheim**, 2003, ss. 1-29.
NÖTH, M.,
WEBER, M.:
- GORETSKAYA, V.: Поведенческие финансы: использование теории перспектив в процессе принятия инвестиционных решений. **Российское предпринимательство (13)**, 2013, ss. 104-110.
- IBRAGİMOV, R. G.: **Корпоративные финансы. Финансовые решения и ценность фирмы**. Moskova: Yurayt. 2019.
- JAIN, V.: An Insight into Behavioral Finance Models, Efficient Market Hypothesis and Its Anomalies. **Journal Of Arts, Science And Commerce**, 2012, ss. 16-25.
- KAPUCU, H., **Pay senedi piyasasında yatırımcı davranışını belirleyen EMEKTAR, B.: güdülerin saptanmasına yönelik ampirik bir analiz (ĐМКВ örneği)**. 2009, ss. 197–231.
- KAHNEMAN, D.: **Thinking, fast and slow**. Farrar, Straus and Giroux. 2013.
- KAHNEMAN, D.: **Думай медленно... Решай быстро**. (English, Çev.) Moskova: ACT. 2015.
- KELLER, C., The role of the affect and availability heuristics in risk SİEGRİST, M., communication. **Risk Analysis**, 26(3), 2006, ss. 631–639.
GUTSCHER, H.: <https://doi.org/10.1111/j.1539-6924.2006.00773>.
- KOSORUKOVA, İ.: Некоторые аспекты применения поведенческих финансов в оценке бизнеса. **Имущественные отношения в Российской Федерации (8)**, 2013, ss. 52-59.
- KOVALEV, V.: **Финансовый менеджмент: теория и практика**. Moskova: Prospekt. 2007.
- KÜÇÜK, A.: “Bireysel yatırımcıların finansal yatırım kararına yönlendiren faktörlerin davranışsal finans açısından ele alınması: Osmaniye Örneği”. **Akademik Çalışmalar ve Araştırmalar Dergisi**, 2014, ss. 105 - 117.
- LEİ, Q., Time- Varying Informed and Uninformed. **Journal of Financial GUOJUN, W.: Markets**. 2005.
- LİNTNER, J.: The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. **Rev. of Economics a. Statistics.**, Volume 47(No 1), 1965, ss. 13-37.

- MARKOWITZ, H.: Portfolio Selection. **The Journal of Finance**, 1952, ss. 77-91.
- MİKHAİLENKO, M.: **Финансовые рынки и институты**. Moskova: Yurayt. 2019.
<https://urait.ru/book/finansovye-rynki-i-instituty-434361>
- MONTIER, J.: Behavioural finance: Insights into Irrational Minds and Markets. **Wiley Finance 1st Edition**. 2002.
- Morvan, C., Jenkins, B.: Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. **Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases**, 185(4157), 2017, ss. 1–92.
<https://doi.org/10.4324/9781912282562>
- NOFSINGER, J.: **The psychology of investing**. New Jersey: Prentice Hall. 2004.
- ÖZCAN, H.: Davranışsal Finansın Bireysel Yatırımcıların Karar Mekanizmaları Üzerindeki Etkileri: Finansal Yatırımcıların Değerlendirmelerine Yönelik Bir Araştırma. **Nevşehir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, 2011.
- ÖZEROL, G.: Evaluation of public participation towards sustainable water management: an institutional perspective. **Institutional Capacities and Learning**, 2012, ss. 137-153.
- PARK, J., KONANA, P., GU, B., KUMAR, A., RAGHUNATHA, R.: Information Valuation And Confirmation Bias In Virtual Communities: Evidence From Stock Message Boards. **Information Systems Research**, 24(4). 2013.
- READ, C.: **The Efficient Market Hypothesis**. Palgrave MacMillan. 2012.
- RICCIARDI, V., BAKER, H. K.: How Biases Affect Investor Behaviour. **European Financial Management**, March 2014.
- ROSENBERG, B., REID, K., LANSTEIN, R.: Persuasive Evidence Of Market Inefficiency. **The Journal of Portfolio Management**, 11(3). 1985.
- SABİR, S. A., MOHAMMAD, H.: The Role Of Overconfidence And Past Investment Experience In Herding Behaviour With A Moderating Effect Of Financial

- B., SHAHAR, H. Literacy: Evidence From Pakistan Stock Exchange. **Asian Economic And Financial Review**, 9(4). 2019.
- B. K.:
- SCOTT, B., **Principles of Finance**. Florida: Kindle Edition. 2012.
- EUGENE, B.:
- SEFİL, S., & DAVRANIŞSAL FINANSIN TEMELLERİ: KARAR VERMENİN ÇİLİNGİROĞLU, BİLİŞSEL VE DUYGUSAL EĞİLİMLERİ. **İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**. 2011.
- H. K.:
- SHARMA, A. J.: The Behavioural Finance: A Challenge or Replacement to Efficient Market Concept. The SIJ Transactions on Industrial, **Finance & Business Management (IFBM)**, 2(6), Ağustos 2014.
- SHEFRİN, H.: **Behavioral Corporate Finance**. Decisions that Create Value. New York: McGraw- Hill/Irwin, 2007
- SHİLLER, R.: Human Behavior and the efficiency of financial system. **National Bureau of Economic Research Working Paper**, 1998
- SHLEİFER, A.: **Inefficient Markets: An Introduction To Behavioral Finance**. New York: Oxford University Press Inc., 2000
- SHLEİFER, A., The Limits of Arbitrage. **The Journal of Finance**, 1997, ss. 35-55.
- ROBERT, V.:
- SİMON, G., Overconfidence, Compensation Contracts. **The Journal of Finance**, , 2011, ss. 1735-1776.
- HEATON J.B.,
- TERRANCE, O.:
- SİMON, H. A.: A behavioral model of rational choice. **The Quarterly Journal of Economics**, 1955, ss. 99-118.
- SİNGH, R.: Behavioural Finance Studies: Emergence And Developments. **Journal of Contemporary Management Research**, 2010, ss. 1-9
- STATMAN, M., Affect in a Behavioral Asset-Pricing Model. **Financial Analysts Journal**, 20, 2008, ss. 20-29
- FİŞHER, K. L.,
- ANGİNER, D.:
- TEKİN, B.: Bilişsel Önyargı ve Hevristik Bağlamında Finansın İnsani Boyutu Olarak “Davranışsal Finans”: Bir Literatür İncelemesi ve Derleme Çalışması. **Uluslararası İnsan Çalışmaları Dergisi**, 1(2), 2018, ss. 35–62.

<https://doi.org/10.35235/uicd.462794>

- THALER, R. H., MULLAİNATHA N, S.: Behavioral economics. **National Bureau of Economic Research** (7948), 2000.
- TOMAK, S.: Girişimci hevristikleri: Bir kavramsal çözümleme. **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 2009.
- TOMAK, S.: Girişimcilik ve Bilişsel Yanlılık. **Girişimcilik ve Kalkınma Dergisi**, 6(1), 2011, ss. 72–95.
- TVERSKY, A., KAHNEMAN, D.: Availability: A heuristic for judging frequency and probability. **Cognitive Psychology**, 5(2), 1973, ss. 207–232.
- [https://doi.org/10.1016/0010-0285\(73\)90033-9](https://doi.org/10.1016/0010-0285(73)90033-9)
- TVERSKY, A., & KAHNEMAN, D.: Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. **Econometrica**, 1979.
- USUL, H., KÜÇÜKSİLLE, E.: Bilişsel Önyargılar ve Yatırımcı Kararlarına Etkileri. **Yalova Sosyal Bilimler Dergisi**, 2, 2013, ss. 24–35
- WEBER, M., CAMERER, C., F.: The Disposition Effect In Securities Trading: An Experimental Analysis, 33(2). **Journal Of Economic Behavior & Organization**, 33(2), 1998.
- WİLKE, A., MATA, R.: Cognitive Bias. **Encyclopedia of Human Behavior**, 2012, ss. 531–535
- МОИСЕЕВ, А.: “Макрофинансовая политика экономического роста”, 2017 (Çevrimiçi) <https://ecfor.ru/wp-content/uploads/2017/08/moiseev-autoreferat.pdf>, 14 Mayıs 2022
- ОСЯНИН, И. К.: Асимметрия информации на рынке финансовых услуг. **Ярославский педагогический вестник**, 2012, ss. 92 - 95.
- ШУМПETER, Й. А.: **Теория экономического развития**. Москва: Директмедия Паблишн, 2008.