

T.C.
DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
FİNANSMAN PROGRAMI
YÜKSEK LİSANS TEZİ

YATIRIM KARARLARINDA DAVRANIŞSAL
ÖNYARGILARA YÖNELİK BİR İNCELEME

Selin Gülçin EKREN

Danışman
Prof. Dr. Göktuğ Cenk AKKAYA

İZMİR-2018

YEMİN METNİ

Yüksek Lisans Tezi olarak sunduğum “**Yatırım Kararlarında Davranışsal Önyargılara Yönelik Bir İnceleme**” adlı çalışmanın, tarafımdan, akademik kurallara ve etik değerlere uygun olarak yazıldığını ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

Tarih/....../.....

Selin Gülçin EKREN

İmza

ÖZET

Yüksek Lisans Tezi

Yatırım Kararlarında Davranışsal Önyargılara Yönelik Bir İnceleme

Selin Gülçin EKREN

Dokuz Eylül Üniversitesi

Sosyal Bilimler Enstitüsü

İşletme Anabilim Dalı

Finansman Programı

Bireylerin akılcı davrandıklarını ve karar alma aşamasında mevcut tüm bilgiyi dikkate alarak akılcı karar verdikleri varsayımına dayanan geleneksel finans teoremlerinin, yatırımcı davranışları açıklamada yetersiz kalması sonucunda davranışsal finans teoremleri geliştirilmiştir. Davranışsal finans teoremine göre, yatırımcılar her zaman rasyonel davranıp, rasyonel kararlar alamamaktadır. Yatırım kararlarında duygularının etkisi altında ve psikolojik önyargılar altında hareket edip, kararlar almaktadır.

Davranışsal finans, bilişsel psikolojiden faydalananak yatırımcıların karar verme aşamasında hangi yanılığların etkisi altında kalarak karar verdiğini, yatırımcıların nasıl bir karar mekanizması kullandığını analiz eder. Yatırım kararı alınması aşamasında yatırımcıların psikolojik yanılığların altında kalarak hareket ettiğı varsayımı ve yatırımcıların bilişsel ve duygusal yanılığların etkisi altında kalarak karar alması davranışsal finans modellerinin çerçevesini oluşturmuştur.

Çalışmanın amacı, yatırım kararlarında davranışsal önyargıların profesyonel ve bireysel yatırımcılar üzerindeki etkilerini incelemek ve yapılan anket çalışmasına yönelik bulguları değerlendirmektedir.

Anahtar Kelimeler: Davranışsal Finans, Yatırımcı Psikolojisi, Bireysel Yatırımcı, Profesyonel Yatırımcı.

ABSTRACT

Thesis Master Degree

A Research On Behavioural Biases In Investment Decisions

Selin Gülçin EKREN

Dokuz Eylül University

Institute of Social Sciences

Department of Management

Finance Program

As a result of inability of traditional finance theorems, that is based on the hypothesis that individuals behave and decides rationally by paying attention to all available information on the phase of decision-making, to explain investor behaviors, behavioral finance theorems have been developed. According to behavioral finance theorems, investors cannot always behave logically and make rational decisions. On their investment decisions, they take decisions by acting under their emotions and psychological prejudices.

Behavioral finance makes use of cognitive psychology to analyze under what misconceptions investors decide during their decision-making phase and how investors use decision-making mechanisms. The assumption that investors behave under their psychological misconceptions during their investment decision making phase and the decision making under the influence of investors' cognitive and emotional biases have constituted the frame of behavioral finance models.

The purpose of this study is to examine the effects of behavioral prejudices on professional and individual investors in their investment decisions and to assess the findings of the questionnaire survey.

Keywords: Behavioral Finance, Investor Psychology, Individual Investor, Professional Investor.

YATIRIM KARARLARINDA DAVRANIŞSAL ÖNYARGILARA YÖNELİK BİR İNCELEME

İÇİNDEKİLER

TEZ ONAY SAYFASI	ii
YEMİN METNİ	iii
ÖZET	iv
ABSTRACT	v
İÇİNDEKİLER	vi
KISALTMALAR	ix
TABLolar LİSTESİ	x
ŞEKİLLER LİSTESİ	xiii
EKLER LİSTESİ	xiv
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL YATIRIMLARDA KARAR MODELLERİ VE DAVRANIŞSAL FİNANSIN TEMELLERİ

1.1. YATIRIM VE FİNANSAL KARAR KAVRAMI	3
1.2. FİNANSAL YATIRIMDA KARAR MODELLERİ	4
1.2.1. Geleneksel Finans Kuramları	5
1.2.1.1. Beklenen Fayda Teorisi	6
1.2.2. Yatırımcı Davranışını Esas Alan Modeller	10
1.2.2.1. Davranışsal Finans Kavramı ve Ortaya Çıkışı	11
1.2.2.2. Beklenti Teorisi	13
1.2.2.3. Etkin Piyasalar Hipotezi İle Davranışsal Finans Arasındaki Farklılıklar	14

İKİNCİ BÖLÜM

YATIRIMCI PSİKOLOJİSİ VE FİNANS ARASINDAKİ İLİŞKİ

2.1. YATIRIMCI PSİKOLOJİSİ VE FİNANS	17
2.2. BİLİŞSEL YANILGILAR	18
2.2.1. Aşırı Güven Yanılgısı	19
2.2.2. Zihinsel Muhasebe Yanılgısı	22
2.2.3. Temsiliyet Yanılgısı	26
2.2.4. Çerçeveleme Yanılgısı	30
2.3. DUYGUSAL YANILGILAR	33
2.3.1. Pişmanlıktan Kaçınma Yanılgısı	34
2.3.2. Hedonik Düzeltme Yanılgısı	37
2.3.3. Bilişsel Çelişki Yanılgısı	39
2.3.4. Yansıma Etkisi	42

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

YATIRIM KARARLARINDA DAVRANIŞSAL ÖNYARGILAR FİNANS PROFESYONELLERİ VE BİREYSEL YATIRIMCILAR ARASINDA KARŞILAŞTIRMA

3.1. ARAŞTIRMANIN AMACI	45
3.2. ARAŞTIRMANIN METODU	45
3.3. ARAŞTIRMANIN HİPOTEZLERİ	46
3.4. ANKET FORMUNUN HAZIRLANMASI	48
3.5. ANKET DEĞERLENDİRİLMESİ VE BULGULAR	49
3.5.1. Katılımcıların Demografik Özellikleri ile İlgili Değerlendirmeler	49
3.5.2. Finansal Piyasalara Yönelik Değerlendirmeler	55
3.5.3. Yatırımcıların Finansal Risk Algısına Yönelik Değerlendirmeler	58

3.5.4. Yatırımcılara Yönelik Elde Edilen Bulguları	63
3.5.4.1. Demografik Faktörlere Yönelik Bulgular	63
3.5.4.2. Yanılgılara Yönelik Bulguların Karşılaştırılması Olarak Değerlendirilmesi	70
3.6. ARAŞTIRMANIN SONUÇLARI	85
SONUÇ	89
KAYNAKÇA	91
EKLER	



KISALTMALAR

BT	Beklenti teorisi
BFT	Beklenen Fayda teorisi
EPH	Etkin Piyasalar Hipotezi



TABLÖLER LİSTESİ

Tablo 1: Yatırımcıların Cinsiyete Göre Dağılımları	s. 49
Tablo 2: Yatırımcıların Kategorilere Göre Cinsiyet Dağılımı	s. 49
Tablo 3: Yatırımcıların Yaş Aralıklarına Göre Dağılımları	s. 50
Tablo 4: Yatırımcıların Kategorilere Göre Yaş Dağılımı	s. 50
Tablo 5: Yatırımcıların Medeni Duruma Göre Dağılımları	s. 51
Tablo 6: Yatırımcıların Kategorilere Göre Medeni Durum Dağılımı	s. 51
Tablo 7: Yatırımcıların Çocuk Sayılarına Göre Dağılımları	s. 52
Tablo 8: Yatırımcıların Kategorilere Göre Çocuk Sayısı Dağılımı	s. 52
Tablo 9: Yatırımcıların Eğitim Seviyelerine Göre Dağılımları	s. 53
Tablo 10: Yatırımcıların Kategorilere Göre Eğitim Seviyesi Dağılımı	s. 53
Tablo 11: Yatırımcıların Gelir Düzeylerine Göre Dağılımları	s. 54
Tablo 12: Yatırımcıların Kategorilere Göre Gelir Düzeyleri Dağılımı	s. 55
Tablo 13: Yatırımcıların Finansal Piyasalardaki Yatırım Sürelerine Göre Dağılımları	s. 56
Tablo 14: Kategorilere Göre Yatırımcıların Finansal Piyasalardaki Yatırım Süreleri Dağılımı	s. 56
Tablo 15: Yatırımcıların Portföylerini Gözden Geçirme Sıklıklarına Göre Dağılımları	s. 57
Tablo 16: Kategorilere Göre Yatırımcıların Portföylerini Gözden Geçirme Sıklıklarının Dağılımı	s. 57
Tablo 17: Yatırımcıların Risk Algısına Yönelik Dağılımları	s. 58
Tablo 18: Kategorilere Göre Yatırımcıların Risk Algısına Göre Dağılımlar	s. 58
Tablo 19: Yatırımcıların Kredili Hisse Alımı Algısına Yönelik Dağılımları	s. 59
Tablo 20: Kategorilere Göre Yatırımcıların Kredili Hisse Alımı Algısı Dağılımı	s. 59
Tablo 21: Yatırımcıların Portföy Risk Algısına Yönelik Dağılımları	s. 60
Tablo 22: Kategorilere Göre Yatırımcıların Portföy Risk Algısı Dağılımı	s. 60
Tablo 23: Yatırımcıların Kazanç Halinde Tercih Durumu Dağılımları	s. 61
Tablo 24: Kategorilere Göre Yatırımcıların Kazanç Halinde	

Tercih Durumu Dağılımı	s. 61
Tablo 25: Yatırımcıların Kayıp Halinde Tercih Durumu Dağılımları	s. 62
Tablo 26: Kategorilere Göre Yatırımcıların Kayıp Halinde Tercih Durumu Dağılımı	s. 62
Tablo 27: Risk Algısı- Cinsiyet İlişkisi (Profesyonel Yatırımcı)	s. 63
Tablo 28: Risk Algısı- Cinsiyet İlişkisi (Bireysel Yatırımcı)	s. 64
Tablo 29: Risk Algısı- Yaş İlişkisi (Profesyonel Yatırımcı)	s. 64
Tablo 30: Risk Algısı- Yaş İlişkisi (Bireysel Yatırımcı)	s. 65
Tablo 31: Risk Algısı- Medeni Durum İlişkisi (Profesyonel yatırımcı)	s. 65
Tablo 32: Risk Algısı- Medeni Durum İlişkisi (Bireysel Yatırımcı)	s. 66
Tablo 33: Risk Algısı- Sahip Olunan Çocuk Sayısı (Profesyonel Yatırımcı)	s. 66
Tablo 34: Risk Algısı- Sahip Olunan Çocuk Sayısı (Bireysel Yatırımcı)	s. 67
Tablo 35: Risk Algısı- Eğitim Seviyesi(Profesyonel Yatırımcı)	s. 67
Tablo 36: Risk Algısı- Eğitim Seviyesi(Bireysel Yatırımcı)	s. 68
Tablo 37: Risk Algısı- Gelir Düzeyi İlişkisi (Profesyonel Yatırımcı)	s. 69
Tablo 38: Risk Algısı- Gelir Düzeyi İlişkisi (Bireysel Yatırımcı)	s. 70
Tablo 39: Yatırım Süresi- Portföy Gözden Geçirme . İlişkisi (Profesyonel Yatırımcı)	s. 71
Tablo 40: Yatırım Süresi- Portföy Gözden Geçirme İlişkisi (Bireysel Yatırımcı)	s. 71
Tablo 41: Pişmanlıktan Kaçınma Yanılgısı- Risk Algısı İlişkisi (Profesyonel Yatırımcı)	s. 72
Tablo 42: Pişmanlıktan Kaçınma Yanılgısı- Risk Algısı İlişkisi (Bireysel Yatırımcı)	s. 73
Tablo 43: Temsiliyet Yanılgısı- Risk Algısı İlişkisi (Profesyonel Yatırımcı)	s. 74
Tablo 44: Temsiliyet Yanılgısı- Risk Algısı İlişkisi (Bireysel Yatırımcı)	s. 75
Tablo 45: Bilişsel Çelişki Yanılgısı- Risk Algısı İlişkisi (Profesyonel Yatırımcı)	s. 76
Tablo 46: Bilişsel Çelişki Yanılgısı- Risk Algısı	

İlişkisi (Bireysel Yatırımcı)	s. 77
Tablo 47: Çerçeveleme Yanılgısı- Risk Algısı	
İlişkisi (Profesyonel Yatırımcı)	s. 78
Tablo 48: Çerçeveleme Yanılgısı- Risk Algısı	
İlişkisi (Bireysel Yatırımcı)	s. 79
Tablo 49: Hedonik Düzeltme Yanılgısı- Cinsiyet	
İlişkisi (Profesyonel Yatırımcı)	s. 80
Tablo 50: Hedonik Düzeltme Yanılgısı- Cinsiyet	
İlişkisi (Bireysel Yatırımcı)	s. 81
Tablo 51: Zihinsel Muhasebe Yanılgısı- Cinsiyet	
İlişkisi (Profesyonel Yatırımcı)	s. 82
Tablo 52: Zihinsel Muhasebe Yanılgısı - Cinsiyet	
İlişkisi (Bireysel Yatırımcı)	s. 83
Tablo 53: Aşırı Güven Yanılgısı - Cinsiyet İlişkisi (Profesyonel Yatırımcı)	s. 84
Tablo 54: Aşırı Güven Yanılgısı - Cinsiyet İlişkisi (Bireysel Yatırımcı)	s. 85

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Yatırımcının Karar Verme Davranış Sistemi

s. 11



EKLER LİSTESİ

EK-1:Araştırmada Kullanılan Anket Formu

ek s. 1

EK-2:Araştırmanın Hipotez Sonuçları

ek s. 5





GİRİŞ

Bireyin karar verme davranışı finans biliminde de oldukça önemli bir yere sahiptir. Yatırımcı karar verme sürecinde çok sayıda finansal varlık arasından seçim yapıp karar verme durumundadır. Ayrıca finansal karar vermede sonuçlara ilişkin belirsizlikte söz konusudur. Risk ve belirsizlik altında bireylerin karar verme konusunda birbirinden farklı birçok kuramın geliştirildiği görülmektedir. Bu kuramlar geleneksel finans kuramları ve davranışsal finans olmak üzere iki başlık altında toplanmaktadır.

Geleneksel finans teoremleri insanların akılcı davrandıklarını ve rasyonel kararlar aldıklarını varsaymaktadır. İnsanların nasıl hareket ettiğinden çok nasıl hareket etmesi gerektiğine yönelik yaklaşımdır. Rasyonel yatırımcı davranışını tanımlamaktadır. Bireyi hata yapmayan bir varlık olarak ele alan ve yatırımcıların kararlarını açıklama da yetersiz kalması sonucu geleneksel finans teoremleri eleştirilmiştir. Bu eleştirilerin temel nedeni ise bireylerin aldığı kararlarda mantıktan çok duygularının etkisi altında hareket etmesidir.

Yatırımcıların finansal kararlarını hangi psikolojik faktörlerin etkisi altında kalarak aldığını ve bu psikolojik faktörlerin neler olduğunu, yatırımcı psikolojisini analiz etmeye yardımcı olan davranışsal finans, piyasaların en önemli faktörü olarak insanı ele almaktadır. Davranışsal finans, bireylerin karar alma mekanizmasının sosyal, bilişsel ve duygusal önyargılardan nasıl etkilendiğini ortaya koymaya çalışmaktadır.

Kahneman ve Tversky (1979) tarafından ortaya konan Beklenti Kuramı, davranışsal finansın temelini oluşturmaktadır. Beklenti kuramı, yatırımcıların her zaman rasyonel davranmadığı, insanların karar alırken matematiksel modeller kullanmak yerine kendisini tatmin edecek davranışlarda bulunduklarını ve karar alırken birçok psikolojik faktörün etkisi altında kaldığını varsaymaktadır.

Bu çalışmada, davranışsal finans literatüründe ortaya konulan temel bulgular çerçevesinde, yatırımcı davranışlarının tespitini amaçlamaktadır.

Tez çalışmamız üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde, finansal yatırımlarda karar modelleri ve davranışsal finansın temelleri konusunda genel bilgilere yer verilecektir.

İkinci bölümde, yatırımcı psikolojisi ve yatırımcı davranışlarını etkileyen yanlısamalar hakkında bilgi verilmiştir. Yatırımcı psikolojisi ve finans arasındaki ilişkiye yer verilecektir.

Üçüncü bölümde, yatırım davranışlarındaki finansal önyargılar profesyonel yatırımcılar ve bireysel yatırımcılar üzerinde karşılaştırılmalı olarak incelenmiş, anket çalışmasında elde edilen bulguların sonuçlarına yer verilecektir ve genel değerlendirmelerde bulunulacaktır.

Çalışma, yatırımcı davranışlarını etkileyen faktörlerin saptanması, yatırımcıların karar verme aşamasında hangi psikolojik faktörlerin etkisi altında kalarak karar verdiği ve yatırımcılar üzerinde davranışsal finans önyargılarının etkisinin gözlemlenebilmesi açısından önemlidir.

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL YATIRIMLARDA KARAR MODELLERİ VE DAVRANIŞSAL FİNANSIN TEMELLERİ

1.1. YATIRIM VE FİNANSAL KARAR KAVRAMI

İnsanların rasyonel olduğu ve karar alırken bilgiyi rasyonel olarak değerlendirdikleri varsayımı geleneksel finans teorilerinin temelinde yer almaktadır. Davranışsal finasta temel olarak insanları etkileyen psikolojik faktörler, yatırım kararı alınması sürecinde bireylerin rasyonel olmayan davranış ve tekrarlanan yargılama hataları gösterdiğine ilişkin birçok durum deneysel olarak ortaya konulmuştur. Bu bölümde son olarak davranışsal finansın temelleri üzerinde durulacaktır.

Yatırım genel olarak, yatırım yapılacak varlığa karar verildikten sonra, söz konusu varlık satın alınarak, gelecekte kar elde etmek amacı ile yapılmaktadır.

Yatırım; maddi veya manevi çıkar, kar, kazanç sağlamak için önceden yapılan harcama olarak tanımlanabilmektedir. Yatırım, bir kerede yapılabilen veya çeşitli zamanlara yayılarak da yapılabilir. Aynı durum, yatırım getirisinin tahsil edilmesinde de söz konusu olmaktadır. Yatırım, aynı zamanda, sahip olunan paranın değerini kaybetmesi riskinden korunma veya ödünç para ile yatırım yaptıktan sonra borcu faizi ile birlikte geri ödeyip kar etme gibi çeşitli amaçlarla yapılabilir (Özerol, 2013: 137).

Yatırımcı ise, bu yatırımı gerçekleştiren, denetleyen ve onun sahibi olan gerçek ya da tüzel kişidir (Güvemli, 2001: 5).

Yatırımcının yatırım kararı vermeden önce, ilk olarak kişisel amaçlarını belirlemeli ve buna uygun, bu amaçları gerçekleştirmeye yönelik bir yatırım planı oluşturması gerekmektedir.

Finansal karar, yatırımcıların veya işletmelerin planladıkları hedefe ulaşmasına yardımcı olan sürecin sonucudur.

Gelecekle ilgili olarak alınan tüm kararların, mutlaka finansal bir boyutu vardır. Bu bağlamda, gereksinim duyulan kaynakların en uygun yerden, en uygun koşullarda bulunması, en uygun yatırım alanına aktarılması ve sonucun kontrol edilmesi süreci olarak tanımlayabileceğimiz finans ve buna yönelik alınacak kararlar, finansal karar olarak nitelendirilebilir (Türko, 1999: 14).

Finans, para hakkında kararlar ile ilgili olmaktadır, daha uygun bir ifade ile nakit akımları ile ilgilidir. Finansal kararlar, paranın çoğalması ve iş hayatında, ülke yönetiminde ve gerekli olan her şeyde söz sahibidir. Finansal kararlar alınırken şunlar çok önemlidir (Besley&Brigham, 2012: 4):

- Daha fazla değer kazanmak, kaybetmeye tercih edilmelidir.
- Kısa vadede elde edilen para çok daha değerlidir.
- Az riskli varlıklar, çok daha riskli varlıklara tercih edilmelidir.

Finansal kararları etkileyen en önemli bir diğer faktör ise risk ve belirsizlik kavramlarıdır. Risk olgusu yatırım kararlarının oluşturulmasında önemli belirleyici faktörlerden birisidir. Risk kelimesi eski İtalyancada cüret etmek anlamında kullanılan risicare sözcüğünden gelmektedir. Bu anlamda risk kaderden çok bir seçimdir (Bernstein, 1998: 8).

Birçok alanda kullanılan risk kavramı, “gelecekte beklenmeyen bir durumun ortaya çıkma olasılığı, yaralanma, incinme ve zarara uğrama şansı” olarak tanımlanmaktadır (Korkmaz ve Ceylan, 2010: 470). Finansal açıdan risk ise, bir getirinin gelecekte ki olası durumlarına bağlı olması ve bu durumlardan en az birinin negatif ya da pozitif bir getiri ile sonuçlanabilmesi durumudur (Usta, 2014: 263).

Riskin yapısını ele aldığımız da riskin iki bileşeni olarak belirsizlik ve bu belirsizliğe maruz kalma durumunun ortaya çıktığı görülmektedir. Finansal piyasalarda belirsizlik ve risk ifadeleri sıklıkla birbiri yerine kullanılmaktadır. Geleceğe ilişkin olasılık tahmini sübjektif olarak yapılıyorsa belirsizlikten, objektif olarak yapılıyorsa riskten söz ediliyor demektir (Usta, 2014: 264).

1.2. FİNANSAL YATIRIMDA KARAR MODELLERİ

Bazı finans teoremleri bireyi tam bilgiye sahip rasyonel varlıklar olarak tanımlarken, bazı finans teoremleri bu teoremlere karşı olarak bireyi irrasyonel ve

sınırlı rasyonel olarak tanımlamaktadır. Bireylerin belirsizlik koşulları altında karar verebilmesi konusunda birbirinden farklı kuramların geliştirildiği görülmektedir ve bu kuramlar temelde iki başlık altında toplanmaktadır. Yatırımcıların rasyonelliği ön plana çıkaran geleneksel finans kuramları ilkidir, ikincisi ise davranışsal finans kuramıdır ve karar vericilerin karar aşamasında birçok önyargı altında kalarak hareket ettiğini savunmaktadır.

Geleneksel finans kuramları insanı her zaman rasyonel, rasyonel karar alan bireyler olarak kabul etmiştir. Geleneksel finans kurumlarına göre birey kişisel çıkarlarını maksimize etmeye çalışan ve sahip olduğu kaynakları en verimli şekilde kullanan varlık olarak tanımlanmaktadır. Bireyleri rasyonel kabul eden finans teorilerinin, finansal piyasalarda yer alan yatırımcıların kararlarını açıklamada yetersiz kalması sonucu, finansal ve ekonomik olayları, insan psikolojisi ve bilişsel süreçlerden yararlanarak anlama ve çözüme ihtiyacı ortaya çıkmıştır (Şenkesen, 2009: 4).

Davranışsal finansın temelini Kahneman ve Tversky tarafından geliştirilen (1979) Beklenti Teorisi (BT) oluşturmuştur. Geleneksel finans görüşüne karşı olarak geliştirilen BT, normatif olmayıp betimleyici analizi kullanılır ve olması gereken ile ilgilenmeyip olanla ilgilenir (Döm, 2003). Bu sebeple BT, bireylerin karar verme aşamasında rasyonel davranışlar sergileyip rasyonel kararlar alır gibi bir varsayımdan hareket etmek yerine; bireylerin yanlış inançları veya tercihleri nedeniyle tam olarak rasyonel olamayacağını ileri sürer (Ritter, 2003:430). Farkı bir söylemle, davranışsal finans savunucuları, insanların her zaman “rasyonel” davranamayabileceğini ama onların her zaman “insan” olduğunu savunur (Baker ve Nofsinger, 2002: 98).

Bölümün devamında rasyonaliteyi esas alan geleneksel finans kuramları ve yatırımcı davranışlarını esas alan karar modelleri incelenecektir.

1.2.1. Geleneksel Finans Kuramları ve Etkin Piyasalar Hipotezi

Geleneksel finans kuramlarına göre insan, son derece rasyonel, her türlü karmaşık hesaplamayı yapabilecek, karşılaştığı durumlar karşında rasyonel seçimler yapabilecek yapıda öngörülmüştür.

Sefil ve Çilingiroğlu'nun (2011) görüşüne göre, “insanların rasyonel olduğu ve bilgiyi rasyonel olarak değerlendirdikleri kabulü geleneksel finans teorilerinin merkezinde yer almaktadır. Bu bağlamda rasyonel yatırımcının temel aktör olduğu

piyasaların işleyişi ve finansal araçların geliştirilmesi, geleneksel finans teorilerinin temel ilgi alanı olmuştur.”

İnsanın rasyonellik dışı davranışlarını ve işin teorik yapısına uygun olmayabilecek davranışları göz ardı eden bu yaklaşım John VonNeumann ve Oscar Morgestern tarafından geliştirilen ve teorileştirilen “beklenen fayda teorisi (BFT) ” ile başlamıştır. Beklenen fayda teorisine göre, yatırımcılar akılcı davranarak önündeki seçenekler arasından kendisine maksimum faydayı sağlayacak olanı seçerler. Geleneksel finans kuramının amacını, yatırımcıların kazançlarını maksimum seviyeye çıkarıp riski minimuma indirmek, dağıtmak olarak aktarılabilir.

Geleneksel finans kurumları temel olarak, yatırımcıların akılcı davranarak riskli seçimler arasından kendisine en yüksek faydayı sağlayacak seçimlikleri yapacağını varsayan beklenen fayda teorisi ve yatırımcıların piyasadaki her türlü bilgiye anında ulaşabildiği ve menkul kıymetlere ait her türlü bilginin piyasaya anında yansıdığını varsayan etkin piyasalar hipotezi oluşturmaktadır.

1.2.1.1. Beklenen Fayda Teorisi

Beklenen fayda teorisi (BFT), insanların risk içeren kararlar verirken nasıl davrandıklarını gösteren normatif bir modeldir ve bireylerin riskli seçenekler arasındaki seçimlerinde beklenen faydayı maksimize etmeye çalıştıklarını öne sürmektedir. Bireyler, bireysel sonuçların faydalarını olasılıkları ile ağırlıklandırır ve en yüksek ağırlıklı toplama sahip alternatifi seçerler (Luce ve Raifa, 1989: 14).

Farklı bir ifade ile kişi, iki seçenek arasından seçim yapmak durumunda kaldığında öncelikle o eylemlerin sağlayacağı faydaları hesaplamak, daha sonrada o eylemlerin gerçekleşme olasılıklarını dikkate almak durumundadır. Bu hesaplamaları yaptıktan sonra değerleri birbiriyle çarparak beklenen değeri hesaplamalıdır ve eylemler arasında kendisine en yüksek beklenen faydayı sağlayanı tercih etmelidir, çünkü bu teoriye göre insan rasyonel varlıktır ve seçimlerinde duygularıyla hareket etmemekte akıyla hareket ederek kararlarında rasyonel davranmaktadır.

Beklenen fayda teorisinin dayandığı temel varsayımlar ise şu şekildedir (Özmen, 1997:2):

- Belirsizlik durumunu da insanlar, çeşitli eylemlerin gerçekleşme olasılığını Bayes teoremini kullanarak, objektif bir şekilde tespit ederler.
- İki seçenekten biri daha fazla fayda sağlıyorsa, bu iki seçenekten daha fazla fayda sağlayanı tercih edecektir.
- Karar verici karar verirken, faydasını maksimize edecek şekilde karar vermektedir.
- Azalan marjinal ayda kuralı geçerlidir ve dolayısıyla fayda fonksiyonu konveks bir yapı göstermektedir. Buna göre getiri arttıkça fayda artmakta, ancak azalan marjinal fayda kuralı gereği, fayda giderek daha az artmaktadır.

BFT, bir insanın nasıl hareket ettiğinden çok, nasıl hareket etmesi gerektiğine yönelik bir yaklaşımdır. Rasyonel yatırımcı davranışlarını tanımlamaktadır. Bu teoriye yöneltilen genel eleştiriler de, insanoğlunun bu derece rasyonel, bu derece fayda maksimizasyonu hesaplamaları yapan varlıklar olmadığı şeklindedir. Pek çok psikoloğa göre, akıl insani duyguların boyunduruğu altındadır ve mantıktan çok birçok duygunun etkisi altındadır.

Geleneksel finans kuramlarından bir diğeri ise etkin piyasalar hipotezidir. Etkin piyasalar, pazara düzensiz ve belirsiz aralıklarla ulaşan bilgilerin menkul kıymet fiyatlarına anında yansıdığı ve menkul kıymet fiyatlarının tüm bilgiyi yansıttığı bir pazar olarak tanımlanır. Bu teoriye göre menkul kıymetlerin değerinin uzun süre gerçek değerinden fazla veya az olmasının imkânsız olduğunu savunmaktadır.

Etkin piyasalar hipotezi (EPH) kavramı literatüre 1970 yılında Fama tarafından kazandırılmıştır. 1970’li yıllarda gelişimi hız kazanan “Etkin Piyasalar Hipotezi” menkul kıymet analizlerinde ekonomi ve finans çevrelerinde yaygın olarak kabul görmüştür. EPH, çıkış noktası olarak tam rekabet piyasasını göz önünde bulundurmuş ve bu piyasa kurallarını sermaye piyasalarına uyarlamıştır. Bu yaklaşım çerçevesinde, eğer her türlü bilgi piyasaya aktarılmış ve yansıtılmış ise, herhangi bir andaki menkul değer piyasa fiyatı o menkul değer gerçek değerine eşit olacaktır.

Etkin piyasalar hipotezi üç temel varsayım üzerinde durur (Shleifer, 2000: 2):

- Yatırımcılar rasyonel olduğu ve menkul kıymetleri rasyonel değerlendirirler.
- Rasyonel olmayan bazı yatırımcılar olsa bile, rasyonel davranmayan yatırımcıların davranışları birbirini dışlar ve böylece fiyatlar etkilenmemiş olur.
- Yatırımcılar aynı yönde rasyonel olmayan davranış sergilerlerse, piyasada var olan rasyonel arbitrajcılar, bu davranışların fiyatları etkilemesini izin vermezler.

Yatırımcılar hisselerin, gelecek nakit akımlarının risk durumuna göre bulacakları bir iskonto oranını kullanarak hisselerin fiyatlarını bugünkü değerine indirmek suretiyle temel değerini hesaplarlar. Piyasanın denge durumunda ise bulunan fiyat, hisse senedinin piyasada oluşan fiyatına eşittir. Nakit akımlarını ve risk durumunu etkileyecek haberlere karşı fazlasıyla duyarlı olan piyasa bu haberleri anında hisse senedi fiyatlarına yansıtır. Bu duruma bağlı olarak menkul kıymet fiyatları, neredeyse anında mevcut olan tüm bilgiyi bir araya getirir ve net bugünkü değer hesaplaması yaparak sonucu ortaya koyar (Shleifer, 2000: 2).

Etkin piyasa hipotezinin temel esasları Samuelson'a (1965) dayanmaktadır. Samuelson'a (1965) göre eğer tüm piyasa katılımcılarının bilgi ve beklentileri tamamen fiyatlara yansımışsa, bilgisel olarak etkin bir piyasada fiyat değişiklikleri tahmin edilemez. Fama (1970) bu varsayımı işlevsel hale getirmiş ve piyasa katılımcılarını mevcut üç farklı bilgi grubuna oturtarak, etkin pazar kuramının zayıf etkin, yarı güçlü etkin ve etkin pazar kuramı olmak üzere üç şeklini ortaya atmıştır (Döm, 2003, s. 2).

- i) **Zayıf Etkin Piyasa Hipotezi:** Yatırımcının geçmiş fiyat hareketini kullanarak, normalin üstünde getiri elde edemeyeceği vurgulanmıştır. Bu etkinlikte teknik analiz, zaman serileri ve benzer analizlerin hiçbir yararı bulunmamaktadır. Zayıf formda etkin olan bir piyasa da, menkul kıymet araçlarının geçmiş fiyat hareketlerine dayalı al-sat stratejisi oluşturmak ve ya diğer tarihi bilgilerine dayalı fazladan

bilgi elde etmek ve menkul kıymetlerin ileri dönemde ki fiyatını tahmin etmek mümkün değildir (Sezer, 2013: 47).

ii) **Yarı Güçlü Piyasa Hipotezi:** Sadece geçmiş fiyat hareketlerinin değil, kamuya açık her türlü bilginin de menkul kıymet fiyatlarına yansıdığı bir piyasayı ifade etmektedir. Böyle bir piyasada kamuya açık herhangi bir bilgiyi kullanarak normalin üstünde bir getiri sağlamak mümkün değildir. Bilgiler kamuya açıklandığında, tüm yatırımcılar bunu öğrenir ve buna göre pozisyon açar. Kamuya açık kaynaklardan elde edilen bilgilerle açılan pozisyonlarda, birçok kişi aynı anda aynı pozisyonu aldığı için anormal büyüklükte bir kar elde edemez.

iii) **Güçlü Etkin Piyasalar Hipotezi:** Böyle bir piyasada, oluşan fiyatlar sadece kamuya açıklanmış bilgileri değil, kamuya açıklanmamış özel her türlü bilgiyi de içermektedir. Etkinliğin tamamen sağlandığı, en gelişmiş durumdaki piyasa etkinliğidir. Bu piyasada, herhangi bir yatırımcının kamuya açıklanmış bilgilerin yanı sıra, özel bilgileri de kullanarak herhangi bir şekilde normalin üstünde bir getiri sağlaması mümkün değildir. Güçlü etkin bir piyasada, ortaklıkla ilgili özel bilgilere sahipolan yöneticilerin ve personelin dahi bu bilgilerden yararlanarak olağanüstü kar sağlamaları olanaklı değildir (Bolak, 1994: 96). Yani piyasa gerçekten etkinse, bütün bu bilgiler menkul kıymetlerin fiyatına yansımış durumda olduğu için bu özel bilgilerin hiçbir değeri yoktur.

Fama'ya göre (1970) menkul kıymet işlemlerinde işlem maliyetinin olmadığı, mevcut tüm bilgiler piyasa katılımcılarına maliyetsiz olarak ulaştığında, herkes cari fiyata ilişkin cari bilginin uygulaması ve gelecekteki fiyatlara dağılımı konusunda hemfikir ise, bu türden bir piyasada bir menkul kıymetin cari fiyatı mevcut tüm bilgiyi tamamen yansıtmaktadır. Fama'nın (1970) aksine, Grossman (1976),

Grossman ve Stiglitz (1980) bilgisel olarak tamamen etkin piyasaların imkânsızlığını ele almaktadır. Bu yazarlara göre, eğer piyasalar tamamen etkin ise, bilgi toplamaktan getiri elde etmeye çalışmak gereksiz çabalaradır. Bu anlamda, bilgiye dayalı işlem yapmak için çok az neden olacaktır. Alternatif olarak, piyasaların etkinsizlik derecesi yatırımcıların bilgi toplama ve bilgiye dayalı işlem yapma çabalarında belirleyici olacaktır. Bu nedenle piyasa dengesi sadece yatırımcıların işlem ve bilgi toplama maliyetlerini karşılayacak elverişli kar fırsatları, yani etkinsizlikler olduğu zaman ortaya çıkacaktır (Döm, 2003, s. 6–7).

1.2.2. Yatırımcı Davranışını Esas Alan Modeller

Rasyonaliteyi esas alan geleneksel finans kuramları, insanı rasyonel bir varlık olarak kabul etmiş ve karşılaştığı seçenekler arasında her zaman akılcı davranarak tutarlı, faydasını maksimize etmeye çalışan rasyonel varlıklar olarak varsaymıştır. Bireyi rasyonel hata yapmayan varlık olarak tanımlamasın nedeniyle yoğun bir şekilde eleştirilmiştir. Bu eleştirilerin temel nedeni ise bireylerin aldığı kararlarda mantıktan çok duygularının etkisi altında hareket etmesidir.

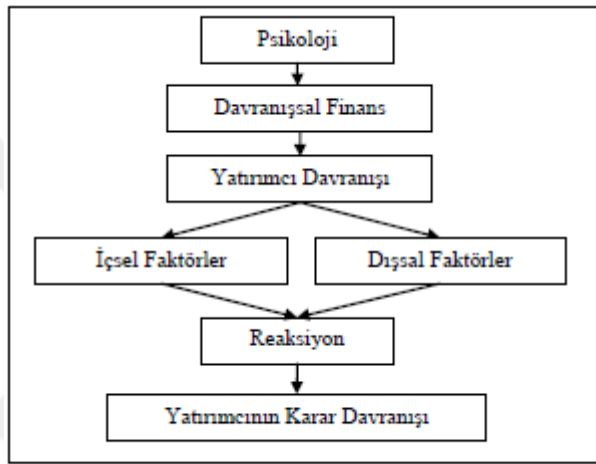
Farklı bir anlatımla birey, kendine has karaktere ve kişiliğe sahip bir varlıktır ve bu özgünlüğü davranışı üreten bilinç ve bilinçdışı süreçleriyle oluşturur. Her birey kendine özgü yaşam tarzına ve önyargılara sahiptir. Bireylerin birbirinden farklı davranış sergilemesine neden olan faktör bazen alışkanlıklar, bazen taklit ve bazen de sosyal normlar olmaktadır (Akyıldız, 2008: 38).

Yazında ilk olarak 1776’da Adam Smith “Ulusların Zenginliği” kitabında, ekonomik davranışların kişisel çıkar ya da bencillikle ilişkili olabileceğinden bahsetmiştir. Yine Adam Smith “Ahlaki Duygular” kitabında, ilk kez “kayıptan kaçınma” kavramı üzerinde durmuş ve bu kavramı “iyi bir durumdan kötü bir duruma düştüğümüzde hissettiğimiz acı, kötü bir durumdan iyi bir duruma yükseldiğimizde hissettiğimiz sevinçten daha fazladır” şeklinde ifade etmiştir. İzleyen süreçte Daniel Kahneman ve AmosTversky’nin çalışmaları, insan psikolojisinin önemini ve rolünü belirtmekte ve bireylerin karar verme davranışlarını ortaya koymaktadır. Bu çalışmalar, rasyonel birey varsayımının ve buna bağlı olarak rasyonel birey varsayımına dayanan teorilerin eleştirilmesine ve karar vermede çeşitli

bilişsel ve duygusal yanılgıların varlığının sorgulanmasına neden olmuştur ve bu sayede davranışsal finans ortaya çıkmıştır (Gazel, 2014: 4).

Veeraraghavan (2010: 109–110), davranışsal finansın rolü başlıklı çalışmada, yatırımcının karar verme davranışının ilk adımının, Şekil 5’te de görüldüğü üzere “psikoloji” olduğunu ifade etmiştir. Yatırımcının karar davranışı, içsel ve dışsal faktörlerden olumlu ya da olumsuz yönde reaksiyon verecek şekilde etkilenmektedir (Orçun, 2015: 31)

Şekil 1: Yatırımcının Karar Verme Davranış Sistemi



Kaynak: Veeraraghavan, 2010: 109-110.

Bilişsel psikoloji konusunda ki araştırmalarıyla AmosTversky ve Daniel Kahneman finans alanını da etki altına almıştır. Belirsizlik durumunda insanların karar verme davranışlarını inceleyerek, davranışsal finansın ortaya çıkmasına vesile olmuşlardır. Kahneman ve Tversky tarafından “beklenen fayda teorisine” karşıt olarak Beklenti Teorisi (BT) geliştirilmiştir. Beklenti teorisi, yatırımcı psikolojisi ile hisse senedi fiyatlarının tahmin edilebilirliği arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalarda yıllarca referans alınmıştır.

1.2.2.1. Davranışsal Finans Kavramı ve Ortaya Çıkışı

Davranışsal ekonominin bir alt dalı olan davranışsal finans, finans teorilerinin içinde yer alan psikolojik ve sosyolojik bulguları içerir. Davranışsal finans modelleri genellikle rasyonel modeller yeterli açıklama sağlamadığı zaman yatırımcı

davranışlarını ya da piyasa anomalilerini açıklamak için geliştirilmiştir (Glaser, Nöth, Weber, 2003: 2). Davranışsal finans, bilgisel piyasa etkinliğinden sapmaları, piyasa oyuncularının tam rasyonel olmayan davranışları ile açıklamaktadır (Ülkü, 2001: 101).

20. yüzyılın başları neo klasik yaklaşımın psikolojinin yerini iyiden iyiye aldığı dönemler olmakla beraber 1950’li yıllarda ortaya konan “Deneyisel İktisat” çalışmaları, Davranışsal Finansın köklerini oluşturan çalışmalardan olmuştur. Bu çalışmaların en önemlilerinden biri Nobel ödüllü Fransız İktisatçı Maurice Allais tarafından 1953 yılında ortaya konan Allais Paradoksudur.

Bu çalışmada 2 deney yapılmış, ilkinde A tercihinde %100 olasılıkla 1 milyon dolar kazanılacak, B tercihinde ise %89 ihtimalle 1 milyon dolar, %10 ihtimalle 5 milyondolar, %1 ihtimalle de hiç kazanılamayacaktır. İkinci deneyde ise C tercihinde %89 ihtimalle hiç kazanılamayacak, %11 ihtimalle de 1 milyon dolar kazanılacak, D tercihinde ise %90 ihtimalle hiç kazanılamayacak, %10 ihtimalle de 5 milyon dolar kazanılacaktır. Deneklerden tercihlerde bulunmaları istenince ilk deneyde A seçeneği, ikinci deneyde ise D seçeneği tercih edilmiştir. Oysaki her iki deneyde de ikinci seçenekler 390.000 dolar daha fazla beklenen getiri sağlamaktadır. Ancak bunun bir deneyde gözetilip diğerinde gözetilmemiş olması insanların rasyonel olmadığı ve Beklenen Fayda Teorisi ile çelişen bir çıkarım olarak tespit edilmiştir (Sönmez, 2010: 20).

Davranışsal Finans’ın gelişmesinde önemli figürlerden biri olan Richard Thaler, 1987-1990 yılları arasında düzenli olarak Journal of Economic Perspectives dergisinde Anomaliler isimli köşesinde geleneksel finansla çelişen örnekleri sergileyerek Davranışsal Finans’ın gelişimi açısından önemli bir katkı sağlamıştır.

Bütün bu çalışmalar neticesinde Daniel Kahneman 2002 yılında psikolojiyi iktisatbilimine entegre ettiği ve belirsizlik altında karar verme üzerine yaptığı çalışmalardan dolayı ekonomi dalında Nobel ödülüne layık görülmüştür.

Bu ödül, davranışsal finansın bilim dünyası tarafından tanındığını göstermektedir. Bundan dolayı bu alanda yapılan çalışmalar artmış ve bu olay, bu alanda çalışmak isteyen birçok akademisyeni cesaretlendirmiştir (Sefil & Çilingiroğlu, 2011: 254).

1.2.2.2. Beklenti Teorisi

Beklenen fayda teorisine ilişkin ileri sürülen varsayımlarda problemler ve eksiklikler olduğu ortaya çıkmıştır. 1953 yılında yapılan bir çalışmada beklenen fayda teorisinde ileri sürüldüğü gibi tercihlerin doğrusal olmadığı görülmüştür. Kahneman ve Tversky tarafından yapılan bir dizi deneysel çalışmada, hisse senetleri fiyatlarının yeni ve beklenmeyen bir bilgiye aşırı reaksiyon gösterdiklerini ortaya koymuştur. Belirli bir süre sonra hisse senedi normal seyrine dönmüştür. Yatırımcı davranışlarını açıklamada beklenen fayda teorisi yetersiz kalmaktadır (Döm, 2003: 13).

Beklenti teorisi karar almanın rasyonel bir süreç olduğunu ileri süren etkin piyasalar hipotezi ve buna dayanan diğer modellerin öngörmediği çeşitli davranış kalıplarını ortaya çıkarmıştır. Böylece finans literatüründe genel kabul gören beklenen fayda teorisinin eksik ve yetersizliklerini kapatmada yardımcı olmuştur. Belirsizlik altında insanların rasyonel hareket etmesi oldukça zordur. Kahneman ve Tversky bunu insanların yetersizliğine ve duygusal hareket etmesine bağlamaktadır. Duygular, insanların anlama ve çözümleme veya kapasite sınırı ile bilişsel çelişki yaşamaları rasyonel karar alma ve hareket etmeyi zorlaştırmaktadır (Şen, 2003: 85).

Geleneksel finans teorisine göre tüm yatırımcıların rasyonel beklentilere sahip olduğu varsayılmasına karşın insanın karar verme sürecinde sanıldığı gibi rasyonel davranmadığı görülmektedir. İnsanlar kazancı en üst seviyeye çıkarırken, kaybı en düşük düzeye indirmeyi sağlayacak kararlar alamazlar. Bu çerçevede insan zihni sınırlı ve hataya açıktır. Yapılan araştırmalarda insanların karar alırken matematiksel modeller kullanmak yerine kendisini tatmin edecek davranışlarda bulundukları belirlenmiştir. Bu beraberinde rasyonel tercihlerin yapılmasına engel teşkil etmektedir. İnsanların psikolojik ve duygu durumları rasyonel karar verme sürecini etkilemektedir (Örerler ve Taşpınar, 2006: 84).

Kahneman ve Tversky, araştırmalarında uyguladıkları seçim problemlerinde deneklerin tercihlerinin beklenen fayda maksimizasyonuna uymadığını belirlemişlerdir. Kahneman ve Tversky, ortaya attıkları beklenti teorisi ile insanların kazanç ve kayıp durumlarında farklı davrandıkları ve farklı olasılık durumlarında farklı sonuçlara ulaştıkları görülmüştür. Beklenti teorisi ile insanların kazanç ve

kayıplara farklı olasılık düzeylerinde farklı ağırlık verdikleri belirlenmiştir. Yapılan araştırmalarda insanların her zaman uygulamada tercihlerini optimize edemedikleri, rasyonel olarak riskten kaçamadıkları saptanmıştır (Döm, 2003: 1).

Kahneman ve Tversky tarafından gerçekleştirilen çalışmalar, beklenti teorisinin özünü oluşturan ve irrasyonel davranış şeklini açıklamaya yönelik çeşitli temel bulguları ortaya koymaktadır. Bu bulgulardan bazıları; kayıptan kaçınma, referans noktası belirleme ve demirleme, çerçeveleme, kesinlik etkisi ve benzeridir.

Finansal açıdan dikkat çeken bir bulgu, beklenti teorisinin bireylerin kazanç ve kayıp içeren kararlarda farklı davrandığını göstermesidir. Özellikle aynı sonucu vermesine karşın içinde olumsuzluk barındıran tercihler ile olumlu ifadeler bulunan tercihlerin karşıtlığını ortaya koymuştur. Deney sonuçları, insanların seçenekler kayıpla ilişkili olduğunda riskten kaçınmadıkları, riske açık bir tutum izlediklerini gösterirken, aynı olayda iki farklı sonucun elde edilmesi rasyonellikten uzaklaştırmaktadır (Şen, 2003: 85–86).

1.2.2.3. Etkin Piyasalar Hipotezi İle Davranışsal Finans Arasındaki Farklılıklar

Etkin piyasalar hipotezi, mevcut yatırım araçlarının tüm bilgileri yansıttığını iddia etmektedir. Finans dünyasında büyük ilgiyle karşılanırsa da insan ve piyasalar için sınırlamalar ve varsayımlar barındırmaktadır. Bu durum büyük eleştirileri de peşinde getirmiştir. Yapılan eleştiriler gözleme dayalı sonuçlarla desteklenmeye başladı ve yatırımcı davranışlarını esas alan davranışsal finans etkin piyasalar hipotezinin karşında yer aldı.

Davranışsal finans teorisine göre yatırımcıların her zaman rasyonel davranması ve kararlar alması çok güçtür. Davranışsal finansın bulgularına göre yatırımcılar yatırım alternatiflerini risk ve getirilerine göre tutarlı bir şekilde sıralayamamaktadır. Kahneman ve Tversky'nin birçok çalışması öncü nitelikte olup, davranışsal finansa ilişkin çalışmalara alt yapı olmuştur ve beklenti teorisi oluşmuştur.

Geleneksel finans kuramları beklenen fayda teorisinin varsayımlarına göre hareket ederken, Kahneman ve Tversky'nin oluşturduğu beklenti teorisi, beklenen fayda teorisine alternatif olmuştur.

Belirli bir kayba ilişkin acının aynı miktarda kazancın vereceği memnuniyetten daha büyük olduğu şeklinde basit bir varsayıma dayanan Beklenti Teorisi, Beklenen Fayda Teorisi ile çeşitli farklılıklar göstermektedir (Şen, 2003: 86). Bu farklılıklar aşağıdaki gibidir (Ding ve diğerleri, 2004: 426–427):

- i)** BFT, faydayı bireylerin servetlerinin son durumuna göre değerlendirmektedir. Servetlerin son hali bireyin önceki varlıklarının yanı sıra değerlendirilen seçeneğin sağlayacağı kazançları da içermektedir. Diğer taraftan BT ise ,değerlendirilen seçeneğin servette neden olacağı değişimle ilgilenmektedir.
- ii)** BFT, beklenen faydayı hesaplamada tespit edilmiş olasılıkları kullanmaktadır. Beklenen fayda ise, her bir seçeneğin muhtemel sonuçlarının olasılıkları ile ağırlıklandırılması ve toplanması suretiyle elde edilmektedir. Diğertaraftan BT ise, değer fonksiyonunu hesaplarken karar ağırlıklarını kullanmaktadır. Kahneman ve Tversky (1979) tarafından geliştirilen ağırlık fonksiyonunda kullanılabilecek karar ağırlıkları BFT'nin tespit edilmiş olasılıklarından daha düşük değerler almaktadır.
- iii)** BFT, yatırımcıların riskten kaçınan, riske karşı duyarsız veya riskten kaçınmayan olmak üzere üçlü bir sınıflandırmaya tabi tutulabileceğini öngörmektedir. Ayrıca bir yatırımcı aynı anda bu üç sınıfın özelliklerini taşıyamayacaktır. Diğertaraftan BT ise, servetlerinin düzeyine bağlı olmaksızın yatırımcıların kazançlar sözkonusu olduğunda riskten kaçınan, ancak kayıp söz konusu olduğunda riskten kaçınmayan kişilik özellikleri sergileyeceğini ileri sürmektedir.

Davranışsal finans kuramına göre yatırımcıların her zaman rasyonel davranıp, rasyonel kararlar alması çok güçtür. Yatırımcılar karar alma aşamasında çeşitli duyguların boyunduruğu altındadır. Çalışmanın ikinci bölümünde ilk olarak yatırımcı

psikolojisi ve finans arasındaki ilişki incelendikten sonra yatırımcı kararlarını etkileyen bilişsel yanlgılar ve duygusal yanlgılar incelenecektir.



İKİNCİ BÖLÜM

YATIRIMCI PSİKOLOJİSİ VE FİNANS ARASINDAKİ İLİŞKİ

2.1. YATIRIMCI PSİKOLOJİSİ VE FİNANS

İnsan beyninin nasıl çalıştığı sorusuna sinirbilimciler, psikologlar ve sosyologlar başta olmak üzere birçok bilim dalı yanıt aramaktadır. İnsan beyni oldukça karmaşık bir şekilde işleyebilmektedir ve bu durum bazı konularda çok becerikli, bazı durumlarda ise oldukça akılsız bir şekilde davranmamıza yol açabilmektedir (Thaler ve Sunstein, 2008: 19). Aynı anda hem akılsız hem de becerikli nasıl olabiliyoruz? Bilim insanları bunu "otonom" ve "rasyonel" sistem olarak ifade edilen iki farklı düşünsel sistem ile yapabildiğimizi söylemektedirler. Otonom sistem hızlı ve içgüdü temelli çalışırken, rasyonel sistemimiz bilinçli ve planlı bir şekilde çalışmaktadır (Thaler ve Sunstein, 2008: 19). Uyandığımızda yüzümüzü yıkadığımız, evden çıkarken kapıyı çektiğimiz de veya bir arkadaşımızı gördüğümüzde “merhaba” dediğimiz ve onun da bize “merhaba” şeklinde cevap verdiği durumlarda otonom sistemimizle hareket ederiz. Öte yandan pazardan alışveriş yaparken, bayram tatilinde ne yapacağımızı planlarken veya trafiğin çok olduğu bir günde eve en hızlı hangi yoldan gidebileceğimizi düşünürken “rasyonel” sistemimiz devreye girmektedir. Otonom sistemimizi birçok tekrar ve pratik yaparak geliştirmemiz mümkündür. Ancak bunu gerçekleştirebilmek için hem büyük gayret göstermemiz hem de bu işe oldukça fazla vakit ayırmamız gerekmektedir (Yalçın, 2012: 27)

İnsanlar tarafından karar alınırken bilişsel, güdüsel ve duygusal nitelikler ön plana çıkmaktadır. Bu nitelikler yaşadığımız dünyanın karmaşık yapısı içinde ayakta kalabilmek ve işlev gösterebilmek için önemlidir (Tor, 2008: 242). Her ne kadar bazı anlarda karşılaştığımız problemlerin çözümü için çok zaman ve çaba harcamamız gerekse de, bu çaba genellikle rasyonel seçim kuramının ileriye sürdüğü sonuçlarla örtüşmemektedir. İnsanlar bu gibi durumlarda “bilişsel yöntem” ve “eğilimler” göstererek rasyonalite önermesinin varsaydığı sonuçların oluşmamasına sebep olmaktadır. Böylece, varılan yargılar ve yapılan seçimler rasyonalite önermesinin

normatif kurgusundan sistematik ve tahmin edilebilir bir biçimde sapmaktadır (Tor, 2008: 243)

Geleneksel teoriler, bireylerin değişmeyen, doğru tanımlanmış tercihlere sahip olduğunu ve rasyonel olarak bu tercihlerini en büyükmeye çalıştıklarını varsaymaktadır. Ancak davranışsal yaklaşım, sınırlı rasyonellik ve tercihlerin yön değiştirmesine ilişkin sayısız bulgu ortaya koymuş olup, bunu bilişsel ve duygusal yanılıgılarla gerekçelendirmiştir (Döm, 2003: 43).

Bu bölümde yatırımcıların rasyonel karar almasını engelleyen bilişsel ve duygusal yanılıgılar incelenecektir.

2.2. BİLİŞSEL YANILGILAR

İnsan zihninin karar verme sürecinde yarattığı yanılıgılar, yanlış çıkarımlar yapılmasına neden olarak, bireyleri rasyonel davranıştan alıkoyan ya da diğer bir ifade ile onların irrasyonel davranışlar sergilemesine neden olan bir takım bozukluklar yaratabilmektedir. Elimine edilmesi çok zor olan bu bozukluklar, bilişsel yanılıgılar olarak adlandırılmaktadır (Sefil ve Çilingiroğlu, 2011: 255).

Karar vericilerin bilişsel kural ve önyargılardan etkilendiği görülmüştür. Psikolojik önyargılardan biri olan bilişsel kurallar, beynin bilgiyi depolaması, düzeltilmesi ve işlemesinden kaynaklanan algı hataları ya da karar probleminin formülasyonundaki hatalar sonucu ortaya çıkmaktadır. İnsan beyni belirsizlik altında karar verirken yetersiz kalmaktadır. Karmaşıklığı ortadan kaldırmak için beyin kısaca kestirme yol olarak adlandırılabilir. Bilişsel kuralları kullanmaktadır. Kestirme yollar, bir olayın hafızadaki mevcudiyeti veya temsiliyeti onun gerçekleşme olasılığı hakkında bir yargı, bir fikir sağlamaktadır. Öte yandan kısa yollar bilginin tamamen özümsemeden tahminler yapılmasına, hızla işlemesine yol açar. İşte belirsiz olayların ihtimalini değerlendirmede yararlanılan bilişsel kurallar, büyük miktardaki bilgiyi hızlı bir şekilde işlemeye yararken diğer yandan karar almada sistematik hatalara ve yanlış sonuçlara yol açabilmektedir (Döm, 2003: 44–46).

Gerçekte insanlar karşılaştıkları durumlar için bir takım kod ve kurallarla karşılaşmakta ancak, bunların birçoğuna dikkat etmemektedir. Çünkü bu kod ve kurallar düzgün bir şekilde sıralanmamıştır. Uygun kod ve kuralların olmayışı ve bulunmayışı olasılıklar hakkında önyargılara teslim olmaktadır. Kişiler olayları aynı olasılığa sahip olayları gruplandırdıktan sonra, olayların gerçekleşme oranlarını kaydederler. Ancak olayları yargısal olasılığa göre gruplandırmanın doğal olmaması ve zor olması nedeniyle kişi, gerçekleşmesi ihtimali yüksek olan olayların az bir kısmının (%50sinin) gerçekleştiğini farkına varamamaktadır (Tversky ve diğerleri, (1974: 1124–1128).

Bilişsel yanılığın, sadece eğitimsiz ve zeki olmayan insanlarla sınırlı olmayıp, toplumun bütün kesimlerini anlaşılamaz bir tutarlılık ve devamlılıkla etkilediği yapılan çalışmalar sonucunda ortaya konulmuştur (Hanson ve Kysor, 1999: 635; Döm, 2003: 60).

Edwards ve Winterfeldt (1986), yaptıkları çalışmalar sonucunda, bilişsel yanılığın oluşabilmesi için bazı koşulların var olması gerektiğini belirtmiştir (Barak, 2008: 106; Orçun, 2015: 31) . Bu koşullar;

- i) Yargı sonucu ortaya çıkan cevap ile doğru cevap arasında sistematik ayrılıkların var olması durumu
- ii) Soruların cevaplanması sırasında tamamen sezgilerden yararlanılması durumu, yani fiziki araçlardan yararlanmaksızın sezgiler yardımıyla cevap aranması durumu
- iii) Zihinsel bir soruya doğru cevabı belirlemede bazı formal ilkelerden yararlanma durumudur.

Davranışsal finans kapsamında bilişsel yanılığlar çeşitli başlıklar altında incelenmektedir. Bu bölümde, yatırımcıların rasyonel kararlar almasını engelleyen bilişsel yanılığlardan, aşırı güven, zihinsel muhasebe, temsiliyet yanılığı ve çerçeveleme yanılığı incelenecektir.

2.2.1. Aşırı Güven Yanılığı

Bilişsel psikoloji alanında ki araştırmalar, bireylerin kendilerini olduğundan daha yetenekli kabul etme eğiliminde olduklarını göstermiştir. Bu gibi durumları

psikologlar, bireylerin kendi bilgilerini yüksek, riskleri düşük görme ve çevresindeki olayları kontrol etme yeteneklerini abarttıklarını ifade etmektedir (Nofsinger, 2001: 13). Aşırı iyimserlik olarak tanımlayabileceğimiz bu durum kişilerin riske maruz kaldıklarında savunmasız kalmalarına sebep olmaktadır(Tor, 2008: .254–255).

Bireyin kendine inanması, aşırı güvenin nedenidir. Yatırımcılar arasında sıkça görülen bir eğilim olan aşırı güven, yatırımcıların başarılı oldukları durumda bunun kendi öngörülerinin bir sonucu olduğuna inanmaları ve başarısız olduklarında ise kötü şansa bağlamaları bir kural gibisürekli uygulanmaktadır. Bunun sonucunda yatırımcının kendisinin zeki olduğuhissine kapılmasına ve aşırı güven duygusuna sahip olmasına neden olacaktır.

Aşırı güven üzerine yapılan araştırmalar ilginç sonuçlar ortaya koymaktadır. Örneğin, belirli sayıda sürücü üzerinde yapılan bir deneyde, sürücülerin % 80'i kendilerini ortalamadan daha iyi sürücü olarak görmektedir. Boşanma oranın % 50 olduğu bir bölgede, yeni evlenen çiftlerin tamamına yakını bu oran içerisinde yer almayacaklarını öngörmektedirler (Cunningham, 2002: 783).Montier (2007), 300 profesyonel fon yöneticisi üzerinde gerçekleştirdiği çalışmasında, yöneticilerin % 74'ü performanslarını ortalamanın üzerinde bulurken; %26'sı ise ortalama düzeyde bulmaktadır. Bir bütün halde bakıldığında, yöneticilerin%100'ü performanslarını ortalama ya da ortalamanın üzerinde görmektedir. Fiili sonuçlar incelendiğinde ise yöneticilerin yalnızca % 50'si ortalama ve üzerinde performansa sahiptir (Orçun, 2015: 32–33).

Yatırımcılar genellikle zorlu görevleri başarılı bir şekilde yerine getirebilecek yetenekleri hakkında aşırı güvene sahiptir (Baker ve Nofsinger, 2002: 103). Kendine aşırı güvenen yatırımcı, kamuya açıklanmış, herkes tarafından bilinen bilgiler yerine kendi özel bilgilerine güvenmektedir ki; bu durum risklerin düşük tahmin edilmesine ve buna bağlı olarak da farklı portföy çeşitlendirmelerine neden olabilmektedir (Döm, 2003: 61).

İnsanların kendilerine duydukları aşırı güven düzeyini artıran üç temel neden bulunmaktadır. Bunlar; Yükleme önyargısı, bilgi yanılsaması ve kontrol yanılsamasıdır (Döm, 2003: 62).

“İnsanların başarılarını kişisel becerilerine, başarısızlıklarını ise kötü şansa ya da diğer bireylerin aksiyonları ile gerekçelendirme eğilimi yükleme önyargısı

olarak tanımlanmaktadır’’ (Miller ve Ross,1975:213). Örnek olarak güçlü bir boğa piyasasının yaşandığı konjonktürde piyasaya yeni giren yatırımcılar başarılarının kendi yeteneklerinden kaynaklandığını düşünerek daha riskli yatırımlara yönelebilmektedir.

Bireylerin bir konu hakkında daha fazla bilgiye sahip olmakla tahminlerinin doğruluğunun artacağına inanması bilgi yanılsamasıdır (Nofsinger, 2001:14). Bir konu üzerine edinilen fazla bilgi her zaman doğru tahminler ve ya sonuçlar çıkarmayabilir. Bu durum üç nedenden kaynaklanabilir (Nofsinger, 2001:15):

- Herhangi bir konu üzerine edinilen bilgiler her zaman doğru sonuçlara ve ya tahminlere yönlendirmediği gibi bazen hatalı yönlendirmeye bile neden olabilir.
- Gerekli eğitim, tecrübe veya yeteneklere sahip olmayan bireyler bilgiyi doğru şekilde yorumlamayabilir.
- Bireyler edindikleri yeni bilgiyi, önceki inançlarını doğrulama eğilimindedir ve yorumlamasına etki etmektedir.

Kontrol yanılsaması, insanların kontrol edilemez olaylar üzerinde etkiye sahip olduklarına inanmalarıdır. Birçok insan rastgele olayları kontrol edebileceğini öngörebileceğini veya bir şekilde etkileyebileceğine inanmaktadır. Kontrol yanılsamasının bir nedeni olarak, insanların çevrelerini kontrol altında tutmaya güdülü olması gösterilmektedir. Kontrol altında tutma güdüsüne ilaveten bir başka neden ise kontrol edilebilir ve kontrol edilemez olaylar arasında ayırım yapılamama eksikliğidir. Bu da insanların deneyimlerinde yetenek ve şans faktörlerinin çok yakından ilişkili olmasından kaynaklanmaktadır (Langer, 1982: 238). Kontrol yanılsaması yatırım yaparken de ortaya çıkar. Ortada bilgi bile olmamasına karşın, insanlar sahip oldukları hisse senetlerinin, sahip olmadıkları hisse senetlerine göre daha iyi performans göstereceklerine inanırlar. Bununla birlikte bir hisse senedine sahip olma, sadece hisse senedinin performansı üzerinde kontrol sahibiymiş yanılsaması verir (Bayar, 2012: 91).

Kendine aşırı güvenen yatırımcılar aşağıdaki hatalara düşebilirler (Pompain, 2006: 54).

- Kendine aşırı güvenen yatırımcılar, potansiyel bir yatırım olarak bir şirketi değerlendirme yeteneklerine gereğinden fazla güvenirler. Sonuç olarak, normalde hisse alımının gerçekleştirilmemesini veya hâli hazırda satın alınmış bir hissenin satılması gerektiğini gösteren uyarıcı bir işareti bildiren olumsuz herhangi bir bilgiyi göremeyebilirler.
- Kendine aşırı güvenen yatırımcılar, başkalarının sahip olmadığı özel bilgi birikimine sahip olduklarına inanarak aşırı alım-satım yapabilirler. Aşırı alım-satım davranışının zaman içinde düşük getirisi olduğu kanıtlanmıştır.
- Kendine aşırı güvenen yatırımcılar, tarihsel yatırım performansı istatistiklerini ya bilmedikleri, anlamadıkları ya da önemsemedikleri için, zararrisklerini küçümseyebilirler. Sonuç olarak, zayıf portföy performansına maruzkalabilirler.
- Kendine aşırı güvenen yatırımcılar, daha az çeşitlilikte portföy alırlar, dolayısıyla risk toleransı bakımından orantılı dağıtım olmaksızın daha fazla risk üstlenirler. Çoğu zaman, söz konusu yatırımcılar normalde tolere edebileceklerinden daha fazla risk kabul ettiklerinin farkında bile olmazlar.

2.2.2. Zihinsel Muhasebe Yanılgısı

Zihinsel muhasebe; alım satım işlemleri, yatırımlar, şansa bağlı işe girişmeler vb. işlemlerde bireylerin finansal sonuçları değerlemek ve kodlamak için kullandıkları zihni metotları ifade eder (Benartzi ve Thaler, 2005: 203). Şirketlerin nasıl ki gelirlerini takip ettiği, tasnif ettiği, sınıflandırma yaptıkları bir muhasebe sistemleri varsa, insanların benzer bir zihinsel muhasebe sistemi vardır. İnsanlar bu zihinsel hesaplarda verdikleri her bir kararın sonucunu ve etkisini ayrı bir zihinsel hesapta izlemektedir. Her hesap alınan bir kararın maliyetini ve faydasını içermektedir (Nofsinger, 2001: 43).

İlk kez Thaler (1980, 1985) tarafından zihinsel muhasebe kavramı ortaya atılmıştır. Bireylerin finansal işlemlerin, planlarken, değerlendirirken ve ya takip ederken izlediği bilişsel yolların tümü zihinsel muhasebedir (Thaler, 1985: 183). Her hangi bir işlem zihinsel hesaba kodlandığında, bu durumu farklı bir şekilde

değerlendirmek güçleşmekte ve bu durumun etkisi olarak bireylerin kararları beklenmedik bir şekilde etkilenmektedir (Nofsinger, 2001:79).

Zihinsel muhasebe ile ilgili yapılan bir çalışmada (Shermer, 2008: 85), bir grup insanla tiyatroya gitmek üzere yola çıkılmış ve daha sonra, önceden 100\$ vererek aldıkları biletlerinin çalınması halinde yeni bir bilet almak için para verip veremeyecekleri sorulmuş, diğer bir gruba ise yine tiyatroya yola çıkmalarından sonra, henüz daha bilet satın almamış durumdayken, ceplerinden bilet tutarı kadar olan 100\$'ın çalınması halinde yine de bilet alıp almayacakları sorulmuştur. Bilet alma tercihinde bulunanların oranı ikinci örnekleme grubunda ilk gruba göre çok daha yüksek çıkmıştır. Bunun nedeni kişilerin maddi kayıplarının aynı olmasına rağmen iki durumu kafalarında farklı sınıflandırıyor olmalarıdır. Bu fark, bileti kaybedip ardından yine bilet için para harcanmasının ikisini de kendi zihninde açmış olduğu “Tiyatro Bileti Hesabı” içinde değerlendirdiğinden, zihninde çifte kayıp olarak görmesinden kaynaklanmaktadır. Oysaki cebinden çalınmış olan nakit parayı “Tiyatro Bileti Hesabı” içinde görmediğinden ikinci kez bir bilet almakta tereddüt etmemektedir.

Konuyla ilgili Thaler tarafından verilen bir örnekte bir çift balık tutmaya gitmekte ve tuttukları balıkları kargoya vermekte, ancak çiftin kargosu yolda kaybolmaktadır. Kargo bunun karşılığında çifte 300\$ tazminat ödemesi yapmaktadır. Aldıkları tazminat ödemesi ile restoranda giden çift aldıkları paranın büyük bir bölümünü burada harcamaktadır. Bu çift daha önce bir restoranda hiç bu kadar para harcamamıştır. Örnekteki çift zihinsel muhasebe yapmaktadır. 300\$ beklenmedik bir olay sonrasında kazanılmıştır ve aslında çiftin bütçesine gelir kalemi olarak girememiştir. Dolayısıyla çiftin maaşında 150\$'lık bir artış olsaydı (toplamda 300\$) yiyeceğe yapılan bu ekstra harcamanın gerçekleşmeyeceği ifade edilecekti. İnsanlar her zaman, çalışarak kazandıkları parayla, beklenmedik bir şekilde cebine giren parayı farklı sınıflara sokarak değerlendirmektedir (Cherry, 2001: 606). Beklenmedik bir şekilde eline geçen para, çalışarak kazandığı paraya kıyasla çok daha harcanabilir olarak sınıflandırılmaktadır. Aynı şekilde kredi kartıyla harcanan para ve nakit olarak harcanan para da zihinsel muhasebede farklı sınıflara sokularak değerlendirilmektedir. İnsanlar, nakit olarak para harcarken çok daha temkinli bir yaklaşım içinde olurken, kredi kartıyla yaptıkları harcamalarda bu temkinli halin

dışında bir yaklaşım göstererek, daha gözü kara bir harcama ruhuna bürünebilmektedirler.

Zihinsel muhasebe sisteminin işleyişi, ancak bireylerin davranışları gözlemlenerek anlaşılabilir. Bireylerin davranışlarına ilişkin söz konusu gözlemler sonucunda zihinsel muhasebenin üç temel bileşeni ortaya konulmuştur (Thaler, 1985:184):

a) Zihinsel muhasebe de ilk olarak alternatiflerin nasıl değerlendirilip tecrübelendirildiğine, karar aşamasında neye göre karar verildiğine ve verilen kararın nasıl değerlendirildiğine bakılır. Muhasebe sistemi, fayda-maliyet analizlerine dair geçmiş ve geleceğe ait veriler sağlar

b) Zihinsel muhasebe de ikinci olarak, bireylerin her bir faaliyeti ayrı bir zihinsel hesapta kaydetmesi vardır. Gerçek muhasebe kayıtlarında olduğu gibi kaynaklar ve bunların kullanımları, kişilerin zihinlerinde de ayrı ayrı kategorize edilir. Mesela yapılan harcamalar zihinde yemek giderleri, barınma giderleri, ulaşım giderleri gibi ayrıştırılır ve gelir kısıtınca sınırlandırılır. Gelirler de aynı şekilde maaş gelirleri, kira gelirleri, faiz gelirleri gibi ayrıştırılır.

c) Zihinsel muhasebe de üçüncü olarak, zihinsel hesapların ne süreyle hesaplandığı vardır. Zihinsel hesaplar günlük, haftalık, yıllık vb. şekilde derlenip, dar veya geniş zaman dilimlerinde tanımlanırlar.

Zihinsel muhasebe de bir diğer önemli unsur batık maliyet etkisidir. "Bireylerin geleceğe yönelik karar seçeneklerini değerlendirirken, geçmişte gerçekleşmiş ama mevcut karara etkisi olmayan maliyetleri de hesaba katma yanılgısı" batık maliyet etkisi olarak tanımlanmaktadır. Kararla ilgili olmayan maliyetlerin de değerlendirmeye eklenmesi, söz konusu karar seçeneğinin daha maliyetli ya da daha riskli gözükmesine neden olarak irrasyonel bir seçim yapılmasına neden olacaktır (Tomak, 2011: 79; Orçun, 2015: 45-46). Örneğin bir aile, evlerinden 60 mil uzaklıkta oynanacak olan bir basketbol maçı için 40 \$ ödeyerek bilet satın alır. Maçın oynanacağı gün kar fırtınası gerçekleşir, buna rağmen aile maça gitmeye karar verir. Fakat aile, maç biletlerine herhangi bir ücret ödemediği takdirde maçı elde edilecek keyiften mahrum kalacağını düşünerek durumu kayıp olarak algılamaktadır. Aile, bu kaybın vereceği üzüntüden kaçınmak için, kar fırtınasına rağmen maça gitmekte ısrarcıdır. Buna karşın, bilete ücret ödenmeden

sahip olunmuş olsaydı, zihinde farklı bir hesap açılmış olacak ve herhangi bir kayıp ya da fayda içermeyen bu hesap geri kapatılabilecektir (Sezer, 2013: 82). Bu durumda bilete ödenen bedel aynı olmasına rağmen ailenin olayı zihinde farklı hesaplarda topladığı için (ödeme hesabı ve hediye hesabı), farklı davranış sergilemekte olarak açıklanabilmektedir.

Zihinsel muhasebe eğilimi yatırımcıların aşağıdaki hataları yapmalarına neden olabilir (Pompain, 2006: 174–175):

a) Zihinsel muhasebe eğilimi, insanların, yatırımlarının ayrı gruplar veya hesaplarla ilgili olduğunu düşünmelerine yol açabilir. Söz konusu kategoriler arasında örneğin, okul fonu veya emeklilik parası yer alabilir. Fakat farklı hesaplarla mali amaçlar arasında mütakabiliyetin olduğunu düşünmek, yatırımcıların hesapları dengeleyen veya ilintilendiren pozisyonları göz ardı etmelerine yol açabilir. Bu da portföy performansının optimal olmayan bir şekilde oluşmasına yol açabilir.

b) Zihinsel muhasebe eğilimi, yatırımcıların mantıksız bir biçimde getiriden elde edilen kazançlar ile sermaye kazancı arasında ayırım yapmalarına yol açabilir. Birçok kişi sermaye (yani anapara) miktarlarını koruma ihtiyacı duyar ve kazancı sarf etmeyi tercih eder. Sonuç olarak, bazı yatırımcılar gelir akışlarını takip ederler ve süreç içinde farkında olmadan sermayeyi aşındırırlar. Örneğin, yüksek gelir getiren bir tahvil fonu veya tercihli hisse senedi, yüksek kar getirirse de zaman zaman faiz oranı dalgalanmalarına bağlı olarak sermaye kaybına maruz kalabilir. Zihinsel hesaplama yatırım araçlarını bu şekilde cazibeli hale getirebildiği halde uzun vadede yatırımcıya kazanç sağlamayabilir.

c) Zihinsel muhasebe eğilimi, işveren hisseleri dâhil olduğunda, yatırımcıların, varlıklarını farklı şekilde dağıtımlarına yol açabilir. Araştırmalar, bir seçenek olarak şirket hissesi sunmayan, şirket emeklilik planlarına katılanların öz sermaye ile sabit gelir araçları arasında dengeli bir şekilde yatırım yapmaya eğilimli olduklarını göstermektedir. Bununla birlikte, işveren hissesi bir seçenek olduğunda, çalışanlar genellikle, özsermaye ve sabit gelir yatırımları üzerinde eşit dağıtılmış bakiye ile birlikte şirket hissesine bir miktar katkı sağlayabilirler. Şirket hissesi sunulduğunda, toplam özsermaye dağıtımı çok yüksek olabilir ve bu da söz konusu yatırımcıların portföyünün büyük olasılıkla çeşitlendirilmemiş olmasına yol açar. Bu durum yersiz

bir durum oluşturabilir. Çünkü söz konusu yatırımcılar portföylerinde mevcut olan riski tamamen anlayamazlar.

d)Bağlanma (Saplanma) eğiliminde olduğu gibi, zihinsel muhasebe eğilimi de yatırımcıların ev parası etkisine bağımlı kalmasına yol açabilir. Burada, servet arttıkça risk alma davranışı da artar. Yatırımcılar, bütün paralarını geri alabilecekleri şeklinde bir davranış sergileyemediklerinden dolayı rasyonel olmayan bu davranışı rasyonel bir davranış gibi sergilerler. Bazı eğilimlerin etkisi altında finansal karar vermek doğal olarak bir portföyü tehlikeye atar.

e)Zihinsel muhasebe eğilimi yatırımcıların, vaktiyle önemli kazançlar sağlamış fakat zamanla değeri düşmüş yatırımları satmaktan çekinmelerine yol açabilir.1990’larda borsanın yükselmeye devam ettiği sürece, yatırımcılar sağlıklı, gerçekleşmemiş kazançlara alıştılar. Yatırımcıların pek çoğu piyasa düzeltme yaptığında hisselerin net değerlerinde düşüş yaşamışlardı. Fakat onlar küçük kar marjıyla pozisyonlarını satabilecekken satmaktan çekindiler. Bugün hala bu yatırımcıların pek çoğu kazanç durumunda hisselerini satmamaktan pişmandır. Yatırımcıların yapışıp kaldığı bir grup yatırım 1990’lı yıllardaki yükselişi izleyen dönemde neredeyse değersiz hale gelmiştir.

Zihinsel muhasebe sistemlerinin varlığı, bireylerin rasyonel olmayan finansal kararlar almasına neden olabilmektedir. Bireylerin farklı işlemleri zihinde farklı hesaplara kaydetmesi ve zihinsel hesapların birbiriyle ilişkilendirilememesi, birbirinden bağımsız olarak değerlendirilmesine neden olmaktadır. Bu duruma bağlı olarak yatırımcıların, yatırımlarının zamanlaması ve menkul kıymet seçimi gibi konularda hatalı kararlar almasına sebep olabilmektedir.

2.2.3. Temsiliyet Yanılgısı

İstatistikteki büyük sayılar kanununa göre bir örneklemin içinden çıktığı popülasyon hakkında bilgi verebilmesi için yeterince büyük olması gerekir. Psikolojideki küçük sayılar kanununa göre insanlar örneklem büyüklüğünü dikkate almadan popülasyon hakkında kanaat sahibi olurlar. Bu durum insanların küçük gözlemlerden büyük sonuçlar çıkarmalarına neden olur.Temsiliyet yanılgısı herhangi bir şeye ait olasılıkları kullanmaktan çok, bir şeye ne kadar çok benzediğini referans

olarak değerlendirme eğilimidir (Montier,2002:9). Bir diğer ifade ile bireyler konu olan karakterlerden ziyade basmakalıp düşünceleri dikkate alarak karar verme eğilimi içindedir(Taffler, 2002: 15). Bu çerçevede olay veya kişi, spesifik bir sınıfın temsilcisi olarak görülmekte ve olasılık kanunları ihmal edilmektedir.

İlk kez Kahneman ve Tversky (1972) tarafından öne sürülen ve yatırımcıların finansal kararlarını etkileyen yanılğılardan biri olarak temsiliyet, "insanların karar verme süreçlerinde belirli ön yargı kalıplarına (stereotiplerine) bağlı kalma eğilimi" olarak tanımlanmaktadır (Karan, 2004: 695).

Tversky ve Kahneman'nın 1974 çalışmasına göre; temsiliyet eğilimine sahipolan bir kişi, kesin olmayan bir olayla ilgili olasılıkları ya da örnekleme, kesinmiş gibialgılar ve yine aynı olay kendi sahip olduğu tecrübelerle örtüşüyorsa, söz konusu olasılığı çok fazla önemser ve kendisinin profesyonel davranış gösterdiği inancına kapılır. Yani söz konusu eğilim, yatırımcıların, yeni bilgiyi aşırı değerlemesine ve düşük istatistiki sonuçları olduğundan fazla önemsemesine neden olur (Nicholas ve diğerleri, 2005: 431).

Temsiliyet yanılğısı yazı tura örneği ile açıklamıştır. Buna göre, 5 Kez havaya atılan bir madeni para her defasında yazı gelmiştir. Madeni paranın, 6. defa havaya atıldığında yazı veya tura gelme ihtimali nedir? Diye sorulduğunda, olasılık %50 olmasına rağmen, bazı insanların tura gelme olasılığını daha yüksek olasılıkta tercih ettiği saptanmıştır (Shefrin 2007:4). Örnekte ki durum davranışsal finasta "kumarbaz yanılğısı" olarak tanımlanmaktadır ve temsiliyet yanılğısının bir ürünü olarak kabul edilmektedir.

İnsanlar genellikle uzun vadede yaşanan tecrübeler ve bu tecrübelerden elde edilen ortalama düşüncelere büyük önem vermektedir (Taner ve Akkaya, 2005: 50). Kahneman ve Tversky tarafından yapılan bir çalışmada Tom W. Adlı hayali bir kişinin profilini deneklere tanımlarlar. Buna göre; Tom W., yüksek bir zekaya sahip, ele aldığı her konuda detaycı ve titiz bir yaklaşım gösteren, yazı yazma becerisi çok gelişmemiş, diğer insanlarla etkileşimde bulunmaktan çok da keyif almayan, daha kendi içine dönük bir insan profili çizilmektedir. Bu şekilde bir profil çizildikten sonra, deneklerden Tom W.'nin eğitim gördüğü dal hakkında tahminlerde bulunmaları istenmiştir. Denekler, çok yüksek bir yüzdeyle TomW.'nin mühendis olduğuna hükmetmişlerdir. Herhangi bir sosyal bilim dalından mezun olduğuna dair tahminde bulunanların oranı çok düşük kalmıştır. Bu tahmini sadece kendi kafalarındaki mühendis tiplemesine uyan nitelikler sıralandığı için yapmış, o

dönemde mühendislik mezunlarının toplumda ki oranı gibi bir detayı dikkate almamışlardır. Mühendisliğin temsil edici özelliklerini dikkate alarak karar vermişlerdir. Dolayısıyla toplumdaki mühendis insan oranından çok daha yüksek bir oranda mühendis tahmininde bulunmuşlardır.

Yapılan bir diğer yanlış da büyük çıkarımlarda bulunmaya yetmeyecek derecede küçük örneklem gruplarından, büyük çıkarımlarda bulunmaktır. Psikolojide “küçük sayılarkanunu” diye adlandırılan bu durumda, insanlar örnek grubunun küçük bir bölümüne dayanarak tamamı için tahminlerde bulunurlar.

Küçük sayılar kanununu açıklamak üzere yapılan bir çalışmada deneklere içi bilye dolu iki siyah çuval sunulmuştur (Shermer, 2008: 82). Çuvallardan birinin içindeki bilyelerin üçte ikisi kırmızı, üçte biri beyaz, diğer çuvaldaki bilyelerin ise üçte ikisi beyaz, üçte biri kırmızıdır. Deneklerden hangi çuvaldakilerin kırmızı ağırlıklı hangisinin beyaz ağırlıklı olduğunu tahmin etmeleri istenmiştir. Deneklere bir numaralı çuvaldan beş, iki numaralı çuvaldan da 30 tane bilye seçmelerine izin verilmiştir. İlk çuvaldan yapılan seçimde beş bilyenin dördü kırmızı, biri beyaz çıkmıştır. İki numaralı çuvaldan yapılan seçimde de seçilen otuz bilyenin yirmisi kırmızı, onu beyaz olarak belirlenmiştir. Deneklere üçte ikisi kırmızı olan çuvalın hangisi olduğuna dair tahminleri sorulduğunda çoğunluk bir numaralı çuvalı seçmiştir. Bunun sebebi birinci torbada beş bilyeden dördünün kırmızı çıkması, bir başka ifadeyle oranın %80 olması, iki numaralı çuvalda seçilen otuz bilyenin yirmisinin kırmızı çıkması, oranın %66 olmasıdır. Kırmızı çıkma oranı daha yüksek olduğu için bir numaralı çuvalda kırmızı bilyelerin daha ağırlıkta olduğu düşünülmüştür. Oysaki daha akıllıca olan iki numaralı çuvalı seçmek olacaktır, çünkü örneklem grubu bir numaralı çuvalın örneklem grubuna göre çok daha büyüktür. Ancak insanlarda, küçük örneklem gruplarından hareketle bütün popülasyon için tahminlerde bulunmak eğilimi vardır.

Yatırımcıların “küçük sayılar kanunu”nun etkisi altında kalıp, hatalı kararlar verebilmeleri de söz konusu olabilmektedir. Buna göre, yatırımcı bir hisse senedi ya da yatırım fonu hakkında karar vereceği zaman, söz konusu hisse senedi ya da yatırım fonunun kısıtlı bir zaman dilimine rastlayan kısmını inceleyerek karar verebilmektedir. Örneğin, son üç aylık ya da bir senelik getirisine bakarak, söz konusu menkul kıymetin performansı hakkında bir fikir sahibi olmaya

kalkışmaktadır. Oysaki yapmış olduğu, kısmi verilerle genel sonuçlara ulaşmaktır. Bu da yatırımcı için aldatici bir sonuç doğurabilmektedir. Her türlü menkul kıymet için çeşitli yükselişler ya da düşüşler olabilir. Yatırımcı açısından yapılması gereken menkul kıymeti daha uzun vadeli bir incelemeden geçirmektir. Konu hakkında yapılan bir araştırmada 1989–2005 yılları arası Amerikan futbolu Finallerinin televizyondaki yayınları sırasındaki yayınlanan reklamların beğenilme dereceleri tespit edilmiş ve daha sonra bu beğenilen şirketlerin takip eden günlerdeki hisse senedi getirileri incelenmiştir (Changve diğerleri, 2009: 50). Yapılan inceleme sonucunda, yayın sırasında beğenilme dereceleri yüksek şirketlerin, takip eden günlerde yüksek hisse senedi getirileri sağladığı tespit edilmiştir.

Temsiliyet eğiliminin zararlı etkileri aşağıdaki şekilde özetlenebilir (Pompain, :67; Elmas, 2010: 76) :

Yatırımcılar için örnek büyüklüğü ihtimalinin zararlı etkilerinin örnekleri;

1. Yatırımcılar, bir yatırım uzmanının geçmiş performansını tahlil ederken önemli finansal hatalar yapabilirler. Yatırımcılar geçmiş birkaç çeyreklik dönemi ve yarıyı inceleyerek -ki bu istatistiki olarak yetersizdir- karar verirler. Oysa fonun performansı, kaynağın iyi dağıtımı ve/veya menkul değer seçiminin sonucudur.

2. Yatırımcılar, borsa analistlerinin geçmiş performanslarını incelediklerinde benzer hataları yaparlar. Örneğin, bir analistin son birkaç tavsiyesinin başarısına bakarak bu sınırlı veri örneği temelinde analistin yeteneğini hatalı bir biçimde değerlendirirler.

Yatırımcılar için temel oranları ihmal etmenin zararlı etkilerinin örnekleri;

1. A Şirketinin (ABC, çeşitli ticari güçlükler yasayan 75 yıllık çelik imalatçısı bir firmadır) C Grubundan (faaliyetine son veren şirketler) ziyade B Grubuna (büyük ihtimalle geri kazanılacak değerli hisse senetleri) ait olması ihtimali nedir? Bu soruyu yanıtlarken, yatırımcıların büyük çoğunluğu A'nın, B veya C'yi temsil etme derecesine göre değerlendirmeye çalışacaklardır. Bu durumda, bazı çelik şirketlerinin yakın zamanda iflas ettiğini gösteren bazı manşetler ABC Çelik firmasının daha çok C Grubunu temsil ettiği gibi görünmesini sağlar ve bazı yatırımcılar hisse senetlerini satmanın en doğru şey olduğuna karar verirler. Bununla birlikte, faaliyetine son verenlerden çok daha fazla çelik şirketinin faaliyetini sürdürdüğünü gösteren temel oranlarının gerçekliğini göz ardı ederler.

2. AAA- değerli A Belediye Tahvilinin (“şehir içi” ve ırksal açıdan bölünmüş bir il tarafından ihraç edilen) C Grubundan (güvenli belediye tahvilleri) ziyade BGrubuna (riskli belediye tahvilleri) ait olması olasılığı nedir? Bu soruyu yanıtlarken,yine yatırımcıların büyük çoğunluğu A’nın B veya C’yi temsil etme derecesini değerlendirmeye çalışacaklardır. Bu durumda, A Tahvilinin özelliği itibariyle, ilin “güvensiz” itibarından dolayı A Grubunun (riskli tahviller) temsilcisi gibi görünebilir.Fakat bu sonuç, AAA tahvillerinin temerrüt oranının, tarihsel olarak, aslında sıfır olduğunu gösteren temel oranlar olgusunu göz ardı eder.

2.2.4. Çerçeveleme Yanılgısı

Çerçeveleme yanılgısı “yatırımcıların karar verme sürecinde, olayların sunuluş şeklinden etkilenecek farklı ifade ediliş biçimlerine göre değişik tepkiler vermelerini anlatan bir bilişsel eğilim” olarak tanımlanmaktadır (Sefil ve Çilingiroğlu, 2011). İnsanların davranış şekli, karar vermeleri gereken sorunları nasıl çerçevelediğine bağlıdır. Benzer şekilde Tversky&Kahneman’ a göre çerçevelemede asıl önemli noktanın seçim problemlerinde karar vericinin sahip olduğu normlar, alışkanlıklar ve beklentiler yanında bu sorunun ne şekilde sunulduğudur. Bu durum seçeneğin özünden ziyade, şartlar ve çevre değiştirilerek karar sonucunun değişebileceği veya manipüle edilebileceği anlamını taşımaktadır (Barak, 2008: 86).

Çerçeveleme, kişilerin iki seçenekten birine değer atfettikleri sübjektif bir süreç olmaktadır. İki insan eşit ölçüde yanlış tercih yapmaktan korkuyor olsa bile, farklı şeyleri tercih edebilmektedirler. Bunun nedeni, her seçeneği farklı çerçevelemeleridir (30 Saniyede Ekonomi, 2010: 116).

Bir karar potansiyel kazanç içerdiğinde beynin ödül takip sistemi devreye girmektedir. Kayıp olasılığı içeren bir karar alındığında da kayıptan kaçınma sistemi etkinleşmektedir. Bu iki motivasyon sisteminin çalışmasını kişinin karara bakışı belirlemekte; bir başka deyişle, potansiyel fırsat mı yoksa risk mi gördüğüne bağlı olarak şekillenmektedir. Bir kararın farklı görüntülerine (kazanç mı yoksa kayıp mı içerdiği) “çerçeveleme” adı verilmektedir (Peterson, 2012: 263).

Bireyler seçim esnasında, tüm seçenekler üzerinde tutarlı rasyonel değerlendirmeler yapamamakta, bazı seçenekleri çerçeveyip onlar arasında kararını vermektedirler (Küden, 2014; 66).

Bu konuda ilk yapılmış olan çalışmalardan biri Kahneman ve Tversky tarafından 1984 yılında ortaya konmuş olan “Asya Salgını Problemi”dir (Kahneman ve Tversky, 1984: 341). Bu çalışmada denek grubu doktorlardan oluşmaktadır. Doktorlara, ABD’ye “Asya Salgını ”isimli tehlikeli bir hastalık salgınının yaklaşmakta olduğunu ve bu salgının 600 kişiyi öldürmesini beklediklerini belirtmişlerdir. Bu hastalıkla mücadele konusunda iki çözüm yolu bulunmaktadır. Eğer A çözümü uygulanırsa, 200 kişinin hayatı kurtulacaktır. Eğer B çözümü uygulanırsa 1/3 ihtimalle 600 kişinin hayatı kurtulacak, 2/3 ihtimalle kurtulan olmayacaktır. Bu iki çözüm arasında bir tercihte bulunmaları istenmiştir. Bu sorunun yöneltildiği doktorların %72’si A çözümünü tercih ederken, B çözümünü tercih edenlerin oranı %28 ‘de kalmıştır. İnsanlara soru “kurtarmak” çerçeveli bir şekilde sorulunca insanların tepkisi riskten kaçınan bir tavır olmuş ve bu konuda herkesi kaybetme riski alınamayarak, 200 kişinin kesin olarak kurtarılacağı çözüm tercih edilmiştir.

Aynı soru, daha sonra bir başka çalışmada bu defa soruluş çerçevesi değiştirilerek tekrar sorulmuş. Bu defa doktorlara, yine aynı şekilde bir hastalık salgınının yaklaşmakta olduğu ve 600 kişiyi öldürmesini bekledikleri belirtilerek, bu konuda iki çözüm olduğu söylenmiştir. Buna göre C çözümü seçilirse 400 kişi kaybedilecektir. Eğer D çözümü seçilirse 1/3 ihtimalle kimse kaybedilmeyecek, 2/3 ihtimalle 600 kişi kaybedilecektir. Doktorlardan bu iki çözüm arasında bir tercih yapmaları istendiğinde, doktorların %78’i D çözümünü tercih ederken, %22’si C çözümünü tercih etmişlerdir. Bu defa soru “negatif” bir çerçeveden yöneltince verilen cevap tam tersi istikamette çıkmıştır. Bunun sebebi insanların sorunun “negatif” çerçevesinden etkilenecek daha risk alır bir tavır göstermesidir.

Görüldüğü üzere her iki soruda da aslında beklenen değerin aynı olduğu, 600 hasta insandan 200’ünün kurtulacağı, 400’ünün ise kaybedileceği bu halde, insanların kararları, tamamen sorunun olumlu veya olumsuz çerçevelenış şekline etkilenecek, farklı olabilmektedir. Kazançlar ön planda tutulduğunda riskten kaçınan

bir tavır gösterilirken, kayıplar ön planda tutulduğunda risk kovalayan bir tavır ortaya çıkmaktadır.

Çerçeveleme yanılığına yönelik olarak Gachter ve diğerlerinin (2009: 443-444) gerçekleştirmiş oldukları bir başka çalışma, Tversky ve Kahneman'la benzer sonuçları vermektedir (Orçun, 2015; 49).

"Ekonomik Bilim Derneği'nin gerçekleştireceği bir toplantı öncesi, 120 kişiden oluşan bir katılımcı grubu ikiye ayrılmıştır. 59 kişiden oluşan ilk gruba belirlenmiş son kayıt tarihi olan 10.07.2006'dan sonra kayıt yaptırmaları halinde 50 \$ ceza uygulanacağına yönelik olarak bir mail gönderilmiş; diğer 61 kişiden oluşan gruba ise, bu tarihten önce kayıt yaptırmaları halinde 50 \$ indirim uygulanacağı belirtilmiş ve kayıtların tamamlanması beklenmiştir."

Sonuçlar incelendiğinde, kendilerine son tarihten sonra kayıt yaptırmaları halinde 50 \$ ceza uygulanacak olan katılımcıların % 86 oranında erken kayıt gerçekleştirdikleri gözlemlenmiştir. Diğer grupta ise kendilerine indirim uygulanmasına rağmen, erken kayıt yaptıranların oranı % 82 seviyesinde kalmıştır.

Çerçeveleme etkilerini esas olarak üçe sınıflandırmak mümkündür (Hasseldine ve Hite,2003: 518):

a) Atfetme Çerçeve Etkisi: Buna göre bir soru ya da durum olumlu bir çerçevede ifade edilerek olumlu bir izlenim edinilmeye çalışılmıştır. Bir testin sonuçlarından bahsederken yanlış yüzdesi yerine doğru yüzdesinin kullanılması ya da bir gıdadan bahsederken kalori miktarından bahsetmek yerine vitamin miktarından bahsetmek gibi. Bunun sebebi pozitif çerçevelemelerin insanlarda pozitif çağrışımlar, negatif çerçevelemelerin ise negatif çağrışımlar uyandıracak olmasıdır.

b)Hedef Çerçeve Etkisi: Bu tür çerçevelemede bir eylemi gerçekleştirmenin pozitif sonuçları ya da bir eylemi gerçekleştirmemenin negatif sonuçları ifade edilerek sonuç alınmaya çalışılmıştır. Negatif mesaj genelde insanlarda mevcut olan "kayıptan kaçınma "duygusu nedeniyle sonuca yönelik daha etkin sonuçlar verebilmektedir. Örneğin, kırmızı et tüketiminin azaltılmasının pozitif sonuçlarının anlatılmasının, kırmızı et tüketiminin azaltılmamasının yol açacağı negatif sonuçlarını anlatmanın çok daha etkili olacağı gibi.

c) Riskli Tercih Çerçeve Etkisi: Buna göre insanlar riskli bir tercihi, bu tercihin muhtemel sonuçlarının olumlu yada olumsuz olmasına bağlı olarak değerlendirmektedir. Bu etkiyle ilgili, en iyi örnek daha önce bahsedilmiş olan TverskyveKahneman'ın “Asya Salgını Problemi”dir. Bu çalışmada, doktorlar muhtemel sonuçlar negatif bir çerçevede ifade edildiğinde risk almaya dönük tercihlerde bulunmaktadır.

Bu noktaya kadar anlatılanlar ışığında, durum finansal piyasalar açısından ele alındığında ilk ele almamız gereken yatırımcının bir yatırım imkanının potansiyel getirileri “kazanç” çerçevesinden sunulduğunda daha bir riskten kaçınan tavır olarak karşımıza çıkmakta, potansiyel getiriler “kayıp” çerçevesinden sunulduğunda ise daha bir risk kovalayan tavır gözlemlenmektedir (Pompian, 2006: 243).

2.3. DUYGUSAL YANILGILAR

Shefrin (2000: 29)'e göre, bilişsel unsurlar insanların bilgiyi organize etme şekli ile ilgiliniken, duygusal faktörler insanların bilgiyi kaydederken hissetme yönünü ön plana çıkarmaktadır. Duygusal faktörlerin yatırımcı davranışları üzerindeki etkisinin yadsınamaz olmasıyla birlikte ölçülebilmeleri oldukça güçtür.

Bilişsel yanılgılarda önemli olan nokta, insanların bilgiyi organize etme şekliyen, duygusal yanılgılarda bu durum, insanların bilgiyi kaydederken hissettiklerini ön plana çıkartma şeklinde farklılaşmaktadır (Döm, 2003: 90).

Duygusal faktörlerin bireylerin davranışları üzerine etkilerini belirlemek, bilişsel faktörlere göre çok daha zordur. Bu duygusal faktörler karar verme mekanizmamızı etkileyebilir ve çeşitli sorunlar ortaya çıkarabilir. Buna duygusal yanılgılar denilir. İnsan duygusal bir varlıktır ve karar mekanizmaları bilişsel eğilimlerin olduğu kadar duygusal eğilimlerin de etkisi altında kalır. Kararlar vadelerine göre farklı eğilimlerden etkilenebilir. Genellikle kısa vadeli kararlarda bilişsel faktörler, uzun vadeli kararlarda duygusal faktörler etkili olmaktadır.

2.3.1. Pişmanlıktan Kaçınma Yanılgısı

Pişmanlık kavramı, tercih etmediğimiz diğer seçeneğin daha iyi bir sonucu olduğunu ve bunu değiştirmek için geç kaldığımızı anladığımız anda ki hissettiğimiz acı olarak tanımlanabilir (Statman, 2002). Diğer bir ifade ile pişmanlığı, farklı davranmış olsaydı, şu anki mevcut durumunun daha iyi olabileceğini düşündüğünde bireyde oluşan negatif duygu olarak tanımlamak mümkündür (Zeelenberg ve Pieters, 2004: 156). İki tür pişmanlıktan bahsedilebilir. Bunlar; bir şeyleri yapmaktan kaynaklanan pişmanlıklar ve bir şeyleri yapmamaktan kaynaklanan pişmanlıklardır.

Her ne kadar yazar Sidney J. Harris “Yaptığımız şeyler için duyduğumuz pişmanlık zamanla geçer, ne var ki yapmadığımız şeylere duyduğumuz pişmanlığın çaresi yoktur dese de yapılan araştırmalar insanların bir şeyler yaptıktan sonra duyduğu pişmanlığın, yapmamaktan kaynaklanan pişmanlıktan daha büyük olduğunu ortaya koymaktadır (Zeelenberg ve diğerleri, 2002: 314).

Bar-Hillel ve Neter (1996) yaptıkları deneyde insanların piyango biletlerini çekilişten önce bedelinden satmayı reddettiklerini bulmuşlardır. Bu davranışı şekillendiren şey pişmanlık hissinden kaçınmadır: ya büyük ikramiye bu bilete çıkarsa? Pişmanlıktan kaçınma, hisse senedi piyasasında yapılan işlemleri de etkiler. Yatırımcıların, değeri düşen hisse senetlerini satmayı geciktirmeleri ve değeri yükselen hisse senetlerini hızlı bir şekilde satmaları risk algısına etki eden duygusal faktörlerden biri olan “Pişman Olma Teorisi” ile açıklanmaktadır. “Yatırımcılar yatırımlarından para kazanma ümidini kaybetmek istemezler” (Şenkesen, 2009). Bireylerin pişmanlık duygusundan kaçmak için, değer kaybeden yatırımlarını çok uzun süreler ellerinde tutup, kazanan yatırımlarını ise daha çabuk elden çıkardıklarını belirtmiştir. Bunun nedenleri ise (Karan, 2004: 697; Özcan, 2011: 51);

- Yeniden dengeleme isteği; Yatırımcı kazanan senedini satarak, yeniden yatırıma girer ve böylece tekrar dengeleme ihtiyacı hisseder. Ancak yatırımcı kayıplarının farkına yılsonunda varır.
- Düşen yatırımlarının tekrar yükseleceği düşüncesi; Yatırımcı aldığı olumlu bir bilgi ile bir senet satın alıyor ve tüm bilginin fiyata yansıdığı düşüncesi ile senet yükseldiği an satıyor.

- Tüm menkul kıymetlerin ortalamaya döneceği düşüncesi; Yatırımcılar, portföylerinde var olmayan ancak yeni düşüş eğilimi göstermiş senetleri tekrar ortalamaya dönecek düşüncesi ile satın alma eğilimi gösterirler.

Psikolog Daniel Kahneman, “finansal karar alma mekanizması sadece parayla ilgili değildir. Pişmanlıktan kaçınmak veya gururlanmak gibi manevi güdülerle ilgilidir,” demektedir. Yatırımcı, pişmanlık içerisinde olmaktansa, güven içerisinde olmayı tercih etme refleksine sahip olma eğilimini tercih etmektedir (Zweig, 2011: 17).

Pompian'a göre (2006: 230–231) pişmanlıktan kaçınma yanılığı yatırım kararlarında çeşitli hatalara sebebiyet vermektedir:

a) Pişmanlıktan kaçınma yanılığı, yatırımcıların, yatırım tercihlerinde çok daha ihtiyatlı davranmalarına sebep olabilmektedir. Özellikle geçmişte yaşanmış kayıplar, yatırımcıların yeni cesur yatırım kararları almaktan kaçınmalarına yol açarak, onların düşük riskli pozisyon almalarını sağlar. Bu yanılık, uzun dönemde düşük performansla sebebiyet verebilir ve yatırım hedeflerini riske edebilir.

b) Pişmanlıktan kaçınma yanılığı, yatırımcıların gereksiz yere düşen piyasalardan kaçınmasına sebep olabilmektedir. Pişmanlıktan kaçınan bireyler, yatırımı gerçekleştirmeleri durumunda, piyasaların düşme eğilimine devam edeceğini düşünerek, satın aldıkları takdirde yaşayacakları pişmanlıktan dolayı kaygı duymaktadır. Oysaki durgun piyasalar, yatırımcılara uygun yatırım fırsatları sunar ve insanlar değeri düşük bu yatırımlardan fayda sağlayabilir.

c) Pişmanlıktan kaçınma yanılığı, yatırımcıların kaybeden pozisyonlarını çok uzun süre elde tutmalarına sebep olabilmektedir. İnsanlar yanlışlarını kabul etmekten hoşlanmaz ve kaybeden yatırımlarını uzun süre elden çıkarmaktan kaçınır. Bu yanılık, insanların servetleri açısından risklidir.

d) Pişmanlıktan kaçınma yanılığı, sürü davranışına sebep olabilmektedir. Çünkü bazı yatırımcılar, gelecekteki olası pişmanlıklarını sınırlandırabilmek için, diğer yatırımcılarla görüş birliği yaparak hisse senedi alım-satımı gerçekleştirebilir. Sürü davranışı (Altay, 2008: 28–29), "yatırımcıların yatırım kararlarını verirken kendi kişisel değerlendirmelerini göz ardı ederek diğer yatırımcıların kararlarını

taklit etmeleri" olarak tanımlanmaktadır. Sürü davranışının geçerli olduğu piyasalarda, yatırım kararını oluşturan asıl unsur, yatırımcıların kişisel bilgi kümesi ya da kişisel değerlendirmeleri değil, diğer yatırımcıların önceden öğrenilen kararıdır. Bir piyasada yatırımcıların benzer kararları almaları ve bu doğrultuda benzer işlemler yapmaları her zaman sürü davranışı ile açıklanmayabilir. Sahte sürü davranışı olarak adlandırılabilen bu durum, özellikle etkin bir piyasanın geçerli olduğu koşullarda görülebilmektedir. Etkin bir piyasada, bilgi hızla tüm yatırımcılara ulaşmakta ve rasyonel yatırımcılar bu bilgiyi doğru bir şekilde değerlendirerek benzer işlemler gerçekleştirebilmektedir. Söz konusu olgu, yatırımcıların diğer yatırımcıların davranışlarını taklit etme nedeniyle değil, varlıkların temel değerlerindeki değişimden kaynaklanmaktadır. Bu nedenle sahte sürü davranışının, irrasyonel yatırımcı davranışından ayrı tutulması gerekmektedir.

e) Pişmanlıktan kaçınma yanılgısı, yatırımcıların, eşit ya da daha yüksek seviyede getiri beklentisi mevcut bulunan alternatif hisse senetleri yerine, subjektif olarak seçilmiş iyi şirketlerin hisse senetlerini tercih etmelerine sebep olabilmektedir. Pişmanlıktan kaçınan yatırımcılar, riskli şirketlere yatırım yapmanın cesur bir karar gerektirdiğini düşünmektedir. Eğer gerçekleştirilen bu riskli yatırım başarısız olursa, güvenilir bir yatırıma oranla yatırımcı üzerindeki etkisi daha dramatik olabilecektir.

f) Pişmanlıktan kaçınma yanılgısı, düşük olasılıkla da olsa, kazandıran hisse senetlerini uzun süreli olarak elde tutmaya sebebiyet verebilmektedir. İnsanlar iyi performans gösteren hisse senetlerini satmaktan korkar. Buradaki en önemli tehlike, bütün yükselişlerin mutlaka bir inişinin mevcut olacağıdır.

Genel olarak insanlar olayların olumsuz sonuçlara yol açabilecek ve beklenmedik noktalarına odaklanıp düşünme eğilimindedir ve pişmanlıklarını olayların beklenmedik ve anormal yönlerine odaklamaktadır. Özelde ise, insanlar daha çok aksiyonlarında, yani yaptıklarından ya da yapmadıklarından pişmanlık duymaktadır. Bu eğilim bireylerin telafi etme davranışı ile ilgilidir. Telafi etme davranışı, bireylerin kayıpları ile barışık olamama eğilimidir. Yatırımcıların kayıpları kabul etmeme isteksizliği büyük miktarda kayıpları da beraberinde getirmektedir (Shefrin, 2000: 24).

2.3.2. Hedonik Düzeltme Yanılgısı

Hedonik düzeltme, “mevcut sonuçları önceki sonuçlarla birleştirme, her bir sonucu ayrı ayrı değerlendirme yerine toplamların değerlendirilmesidir” (Barak, 2008:199). Başka bir ifadeyle, insanların seçenekleri hoşnut olacağı ya da memnun edici gösterecek şekilde bahisleri düzeltmesidir (Thaler ve Johnson, 1990). Buna göre insanlar, verecekleri bir kararın muhtemel sonuçlarını daha önce verdikleri kararların sonuçlarıyla birleştirerek değer maksimizasyonuna gitmektedir (Karlsson ve diğ. ,1996:3; Kahyaoğlu, 2011: 98). Böylece her bir sonuç ayrı ayrı olarak değerlendirilmesinden ziyade mevcut sonuçlar öncekilerle birleştirilerek toplamlar değerlendirilmektedir.

Thaler ve Johnson (1996:647) değer maksimizasyonunun, yaptığı deneysel çalışmalarla ortaya koydukları dört ilkenin takibi ile mümkün olacağını belirtmişlerdir. Bunlar:

1. Kazançların ayrımı,
2. Kayıpların birleştirilmesi,
3. Küçük kazançların büyük kayıplardan ayrılması ve
4. Küçük kayıpların büyük kazançlarla birleştirilmesi.

Beklenen fayda kuramında belirsizlik altında karar verirken, her sonuca bir değer verilmekte ve en fazla toplam faydayı veren karar seçeneği tercih edilmektedir. Böylece tüm sonuçlar servetle ilişkilendirilmekte ve her bir seçenek nihai servet düzeyine katkısı ile değerlendirilmektedir. Bu kuramda problemin sunuluş şeklinin tercihi etkilemeyeceği öngörülmektedir. Hedonik düzeltmenin özü insanların seçenekleri hoşnut olacağı veya memnun edecek şekilde düzeltmeleridir (Thaler ve Johnson, 1990).

Literatürde yapılan çalışmalar, önceki deneyimlerin, ileri dönemde ki risk davranışlarını etkilediğini ve mevcut riskli kararı değerlendirmede, daha önce elde edilen sonuçlarla birleştirildiğini ortaya koymaktadır. Thaler ve Johnson (1990), yaptıkları deneylerde, önceki kazanç ve kayıpların risk alma davranışlarını nasıl

etkilediğini araştırmışlar ve araştırma sonucunda, karar vericiler, önceki kazançlardan sonra riske açık olurken, önceki kayıplardan sonra ise risk almaktan kaçındıkları saptanmıştır.

Cornell Üniversitesi öğrencileri üzerinde gerçekleştirmiş olan bir çalışmada öğrencilere, Bay A ve Bay B olmak üzere iki kişi hakkında farklı senaryo oluşturarak sorular sorulmuştur.

Birinci senaryoda, Bay A Kuzey Amerika'da gerçekleştirilecek olan beysbol şampiyonası için iki adet ikramiye biletine sahiptir. Sonuçlara göre, bir bileten 50 \$, diğerinden de 25 \$ ikramiye kazanmıştır. Bay B ise tek bir bilete sahiptir ve bu bilete göre, 75 \$ ikramiye kazanmıştır. Sizce hangisi daha mutludur?

İkinci senaryoda ise, Bay A'ya Amerikan Vergi Dairesi'nden gelen mektuba göre, Bay A gelir vergisinin hesaplanmasında küçük bir hata yapmıştır ve buna karşılık olarak kuruma 100 \$ borçlandırılmıştır. Aynı gün içerisinde aynı kurumdan gelen bir başka mektuba göre ise 50 \$ daha borçlandırıldığı belirtilmektedir.

Bay B'ye Amerikan Vergi Dairesi'nden gelen mektuba göre, Bay B gelir vergisinin hesaplanmasında küçük bir hata yapmıştır ve buna karşılık olarak kuruma 150 \$ borçlandırılmıştır. Bu hatasına karşılık herhangi bir başka borç çıkarılmamıştır. Sizce hangisi daha üzgündür?

Senaryolar ve sonuçları incelendiğinde, seçilen öğrenci grubunun temel prensibe uygun, benzer tercihlerde bulundukları görülmektedir.

Yatırımcılarda duygusal etkileşim sonucu karar verme sürecini etkileyen üç ayrı önyargı söz konusudur. Bunlar; kolay para etkisi, riskten kaçınma etkisi ve başa baş etkisidir (Nofsinger, 2001:58).

İnsanlar bir kazanç ya da kar elde ettiklerinde ve bu tecrübeye sahip olduklarında, daha fazla risk alma eğiliminde olur. Kumarbazlar bu duruma, kolay para etkisi adını vermektedir. Büyük kazançlar elde edildikten sonra, amatör kumarbazların bu yeni parayı kendilerinin sahip olduğu para olarak görmedikleri sonucuna, yapılan çalışmalarda ulaşılmıştır. Buna bağlı olarak da amatör kumarbazların, kazanmış oldukları bu paraları, kumarhanenin parası olarak gördükleri ve bahse bu şekilde girdikleri gözlemlenmiştir. Profesyonel kumarbazlar ise bu yanılgıdan etkilenmeyebilmektedir (Nofsinger, 2001: 58).Nofsinger (2001: 58), ekonomi bölümü öğrencileri üzerinde gerçekleştirdiği çalışmasında, öğrencilere,

“şu an 15 \$ kazandınız ve 4,5 \$ karşılığında para atma bahsi fırsatı ile karşı karşıyasınız, bu bahse girer misiniz?” sorusunu yöneltmiştir. Çalışmanın sonucunda, öğrencilerin % 77’si bu bahsi kabul etmiştir. Beklenmedik bir şekilde kazanılan 15 \$, öğrencilerin risk alan bir tavır sergilemelerine sebep olmaktadır. Diğer taraftan, herhangi bir ön kazancı olmayan bir öğrenci grubuna 4,5 \$ karşılığında para atma bahsine girip girmeyecekleri sorulduğunda ise, öğrencilerin yalnızca % 41’i bahsi kabul etmiştir(Orçun. 2015; 74).

Riskten kaçınma etkisi; yatırımcıların iki aşamalı karar problemlerinde, eğer önceki Kararları kayıpla sonuçlanmışsa, ikinci aşamanın kayıpla birleşerek ve takip eden kayıpların daha fazla sıkıntıya sebebiyet vermesinin sonucu olarak riskten kaçınmalarına yol açması olarak ifade edilmektedir. Bu durum genel olarak yatırım kararlarında karşımıza çıkmakla birlikte, özellikle varlıkların aşırı değerlendirildiği dönemlerin hemen ardından sonra yaşanması durumunda riskli varlıklardan topyekun kaçışı başlatarak finansal sistem üzerinde ciddi hasarlar bırakabilmektedir.

Yatırımcıların yatırımlarını en azından satın alma fiyatını buluncaya kadar elde tutma istekleri başa baş etkisi olarak tanımlanmaktadır. Bu duruma örnek olarak, at yarışı bahisleri gösterilebilir. Gün boyunca at yarışlarında bahis yapıp, para kaybeden bireylerin, günün sonuna doğru yüksek getiri sağlayabilecek (kazanma ihtimali düşük) atlara bahis oynadıkları yapılan çalışmalar sonucunda belirlenmiştir (Nofsinger, 2001: 59). Fakat bu durum çoğunlukla, uzun dönemde daha fazla zarara uğramalarına neden olmaktadır.

2.3.3. Bilişsel Çelişki Yanılgısı

Shiller, duygusal faktörler arasında değerlendirilen “Bilişsel Çelişki”yi, “hatalı inançlardan kaynaklanan bir tür pişmanlık duygusu” olarak tanımlamıştır. “Beyin uyumsuz iki şeyle uğraşmaktan kaçınmak için gelen bilgileri filtrelemektedir. Bilişsel çelişki düzeltme sürecinden önde gelen tutarsız akıl durumudur” (Şenkesen, 2009). Farklı bir ifade ile bilişsel çelişki kişinin düşünceleri, inançları ile davranışları arasında zıtlık ve uyumsuzluk olduğunda yaşadığı gerilimi ifade eder (Bem, 1967: 183).

Bilişsel Çelişki Kuramı LeonFestinger (1957) tarafından bilişler arasındaki ilişkilerin açıklanması amacıyla geliştirilmiştir. Bunun yanında Festinger (1957) çok sayıda psikolojik fenomeni de (dedikoduların iletimi, bilgi arama ve yorumlamadaki seçicilik vb.) bu kuram yardımıyla açıklamıştır.

Festinger (1957)'e göre, eğer iki biliş birbirleriyle ilgili ise ya uyumlu ya da çelişkili olmak durumundadır. Eğer iki biliş birbirleriyle tutarlı ise uyumlu, ters düşüyorsa çelişkili olmaktadır. Çelişkinin olması durumunda birey, psikolojik olarak rahatsız olmakta ve çelişen inanç ve değerlerin önemini azaltarak, uyuşanların değerini artırarak bu çelişkiyi azaltmaya çalışmaktadır(Erdoğan, 1999:54).

Çelişkiyi azaltma baskısının yoğunluğu çelişkinin büyüklüğüne göre oluşmaktadır. Çelişkinin büyüklüğünü etkileyen faktörler şunlardır (Döm, 2003:101):

- Bilişler arasındaki ayrılık derecesi arttıkça çelişki de artmaktadır,
- Tutarlı olmayan biliş sayısı,
- Uyumlu ve çelişkili bilişlere verilen göreceli ağırlık.

Kişinin hafızasında yer eden önemli bir husus, kendisi ile ilgili olumlu imaj ve daha önce vermiş olduğu kararlardır. Kişi kendisini zeki, almış olduğu kararları dabaşarılı olarak görür. Öyle olmadığını gösteren kanıtlar, zihninde rahatsızlık uyandırır. Kişi, düşünceleri ve kararları ile çelişen bilgileri görmezden gelme, kabul etmeme veya minimize etme yoluna gider.

Örneğin, yeni bir otomobil alan birey, uzun yolculuklarda otomobilin konforlu olmadığını farkına varır. Uyumsuzluk, bireyde iyi bir otomobil aldığı kanısı ile iyi bir otomobilin konforlu olması gerektiği arasında ortaya çıkmaktadır.Otomobilin genellikle kısa yolculuklarda kullanılacağı kararı verilerek (bu şekilde uyumsuzluk yaratan inanın önemi azalmış olacaktır) ya da otomobilin görünüm, güvenlik, donanım vb. gibi güçlü yönlerine odaklanılarak uyumsuzluk ortadan kaldırılabilir (uygun fikirler geliştirilerek). Uyumsuzluk son olarak, otomobilin satımı yoluyla da ortadan kaldırılabilir. Fakat bu inancı değiştirerek bu davranışı gerçekleştirmek diğerlerine kıyasla daha zordur (Çankaya, 2009: 57; Orçun, 2015: 69–70).

Çelişki baskısından kurtulmanın üç yolu mevcuttur (Festinger, 1957:2):

a) Bilişleri değıştirme; Eğer iki biliş birbiri ile uyumlu değilse, bilişlerden biridiğeri ile tutarlı olmak üzere değıştirilebilmektedir.

b)Yeni bilişler ekleme; Eğer iki biliş belirgin büyüklükte bir çelişkiye neden oluyorsa, çelişkinin büyüklüğü bir ya da birden fazla uyumlu bilişler yaratılarak azaltılabilmektedir.

c)Önemi değıştirme; Tutarlı olmayan ya da uyumlu bilişler önemine göre ağırlıklandırıldığından, çelişkiyi azaltmanın diğer bir yolu da uyumlu bilişleri artırmaktır.

Örnek olarak, sigara içen birisi, sigaranın sağlığa çok zararlı olduğunu öğrendiğinde çelişki yaşayacaktır. Bu çelişkiden kurtulmanın ilk yolu sigarayı bırakmaktır (bilişideğıştirmek). Alternatif olarak kişi, sigara içmenin sağlık üzerindeki etkilerine ilişkin bilişini değıştirebilir. Örneğin uzun yıllar sigara kullanan ve hiçbir sağlık sorunuyaşamayan nadir örnekleri düşünerek sigaranın sağlık üzerindeki etkisini hafife alabilir ya da yok sayabilir. Kişi, çelişkiden kurtulmanın ikinci yolu olarak yeni bilişler ekleyebilir. Örneğin, sigara içerek stresten kurtulduğuna ve kilo almadığına inanarak pozitif etkiler üzerinde durabilir. Son olarak kişi, diğer ölüm riskleriyle kıyasladığında sigaranın sağlığa zararının ihmal edilebilir olduğunu düşünerek çelişkili bilişin önemini azaltabilir.

Finansal piyasalarda da bilişsel çelişki ağırlıkla yaşanan bir durumdur. Yatırımcılar düşünceleri ve davranışlarının sonuçları arasında bir uyumsuzluk gözlemlediklerinde çelişkiye düşmektedirler. Yine bu çelişkiden kendilerini kurtarmak için ya düşüncelerini ya davranışlarını değıştirmekte, yada davranışlarını haklı gösterecek bir mazeret bulmaktadırlar.

Hisse senedi yatırımcıları nezdinde bu konuda karşılaşılabilecek ağırlıklı ilk davranış şekli, kaybetmekte olan hisse senetlerinin ısrarla elden çıkarılmamasıdır. Önceden yüksek kazanç beklentisi ile alınan hisse senetlerinin mevcut durumda değerinin düşmesi, yatırımcıda bir bilişsel çelişki oluşturacaktır. Bu durumda çelişkiden kurtulmak isteyen yatırımcı, yatırım portföyünü değıştirmek yerine mevcut durumu açıklayacak "hisse senedi yeniden değer kazanacak, kayıp sadece geçici bir durum vb." gibi yeni bilişler yaratacaktır (Sönmez, 2010: 72). Bu tip sonradan yaratılan bilişler, yatırımcıların gelir beklentilerinin piyasalar tarafından karşılanamamasının sebepleri arasında gösterilebilir.

Psikologlar, insanların yatırım yaparak bir seçime bağlandıklarında, yatırımlarının anlamsız hale gelmesi durumunda dahi, sonraki yatırımlarının da bu seçimi destekleyecek yönde olacağını savunmuşlardır (Barak, 2008:117). Yatırım kararlarının doğruluğunu onaylayanın yollarından biri de bu yatırıma daha fazla kaynak bağlamaktır. Değeri düşen hisseyi elde tutma, daha fazla satın alma ve kayıpları sürdürme, önceden alınan kararı haklı göstermektedir (Şenkesen, 2009:267).

Pompian'a göre (2006: 888) bilişsel çelişki yanılması yatırım kararlarında çeşitli hatalara sebebiyet vermektedir:

- Bilişsel çelişki yanılması, yatırımcıların kaybeden menkul kıymet pozisyonlarını korumalarına sebep olabilmektedir. Çünkü yatırımcılar, menkul kıymetlerini satarak verdikleri yanlış kararların kendilerine yaşatacağı zihinsel acıdan kaçınmaktadır.
- Bilişsel çelişki yanılması, yatırımcıların, yatırım alternatiflerini objektif ve rasyonel bir şekilde tahminlemeden, değeri düşen menkul kıymetlerine yatırım yapmaya devam etmelerine sebep olabilmektedir.
- Bilişsel çelişki yanılması, yatırımcıların sürü davranışına kapılmalarına sebep olabilmektedir. Yatırımcılar, geçmişteki kararları ile çelişkili olan bilgilerden, bu bilgilerin kendilerini diğer yatırımcılarla ortak hareket edecek seviyeye getirinceye dek kaçınmaktadır.
- Bilişsel çelişki yanılması, yatırımcıların "bu defa farklı olacak" anlayışına inanmalarına sebep olabilmektedir. 1990'ların sonlarında yüksek kazanç sağlayan ve aşırı değerlenmiş hisse senetlerini satın alan insanlar, çok pahalı hisse senetlerini satın alarak, aşırı kazanç elde edilemeyeceğine ilişkin piyasada yer alan bilgileri ya da kanıtları göz ardı etmişti. Oysaki birçok aşırı değerli şirket günümüzde zirve noktalarındaki fiyat düzeylerinin çok altında işlem görmektedir.

2.3.4. Yansıma Etkisi

Beklenti Teorisi'nin varsayımlarından olan yansıma etkisine göre; bireylerin kazanca dayalı veya kayba dayalı alternatifler arasında seçim yapma durumlarında

riske yaklaşımları değişmektedir. Kazanca dayalı sonuçlar arasında seçim yapmak durumunda kalan bireyler riskten kaçınırken, kayba dayalı sonuçlar arasında seçim yapmak durumunda kalan bireyler risk alma eğilimi içinde olmaktadır. Yansıma etkisi kapsamında, BT'nin temel kavramlarından biri referans noktası kavramıdır. BT'ne göre karar vericiler, kazanç ve kayıp durumlarını belirli bir referans noktasına göre değerlendirirler. Bir başka deyişle, kazanç ve kayıp, karar vericinin mevcut durumunu yansıtan referans noktasına göre belirlenir ve referans noktasının altında kalan durumlar kayıp olarak değerlendirilirken, referans noktasının üstündeki durumlar kazanç olarak değerlendirilir. BT'nin varsayımına göre, referans noktasının altında kalan alternatifler arasında seçim yapma durumunda karar vericiler riski sever bir tutum içine girerlerken, referans noktasının üstünde kalan alternatifler arasında seçim yapma durumunda karar vericiler riskten kaçır bir tutum sergilerler (Süer, 2007; 98).

Bireylerin riske karşı tutumlarını belirleyen en önemli faktörlerden biri, karşılaştıkları durumları nasıl konumlandıklarıdır (kar/zarar). Örneğin, bir finans yöneticisi karar aşamasında, bir yatırıma dair nakit giderler, bir satıştan sağlanan brüt gelir, bir şirket birleşmesi sonucunda katlanılan maliyetler vb. verilere sahip olabilir. Bu verilerin finans yöneticisi tarafından nasıl kodlandığı, riske karşı tutumu belirleyecektir. Örneğin, maliyet unsuru kişinin mevcut varlığının azalmasına sebep olacaktır. Bu durumda, maliyetleri önalandaki tutulan yatırım alternatifleriyle karşı karşıya kalan bir yatırımcı, BT'ne göre riskiseverbir tutum sergileyecektir (Süer, 2007; 98).

Yansıma etkisine bağlı olarak referans noktasının altında kalan durumlar kayıp, üstündekalan durumlar ise kazanç olarak değerlendirmektedir. Referans noktası genellikle alış fiyatı olarak kabul edilir. Böylece yatırımcılar alış fiyatından daha düşük bir fiyat durumunda riski sever bir tutum, alış fiyatından daha yüksek bir fiyat durumunda ise riskten kaçır bir tutum sergilerler.

Yatırımcılar referans noktasının altında risk sever bir tutum içine girmeleri duygusal eğilimler olarak ifade edilen kayıptan kaçma, pişmanlıktan kaçma ve bilişsel çelişki eğilimleri ile açıklanmaktadır. Kayıptan kaçma eğilimiyle yatırımcılar telafi etme hastalığına müptela olarak yatırımlarının en azından alış fiyatına gelmelerini beklemek isterler. Telafi etme hastalığı, insanların kayıpları ile barışık

olmasındaki güçlükleri ifade etmektedir. Pişmanlıktan kaçma ve bilişsel çelişki eğilimleriyle yatırımcılar kötü bir yatırım yapmış olma hissinin verdiği üzüntü halini hissetmek istemezler.

Yatırımcılar referans noktasının üstünde ise; karını görmek isteme ve ileride hissenin geldiği fiyattan aşağı düşebileceği –ki bu da pişman olmaya sebeptir-sebebiyle riskten kaçır bir tutum sergileyerek bir an önce satma eğilimindedirler.

Yansıma etkisine göre; örneğin %100 olasılıkla 3000 TL ve %80 olasılıkla 4500 TL kazanma alternatifini sunan bir seçim problemi ile karşılaşan bireylerin çoğu, kesin getirinin söz konusu olduğu %100 olasılıkla 3000 TL kazanma alternatifini tercih etmektedir. Bu seçim problemleri, kazanma olasılıklarının kaybetme olasılığı şeklinde değiştirilmesi durumunda, yani %100 olasılıkla 3000 TL veya %80 olasılıkla 4500 TL kaybetme alternatiflerini içeren bir seçim problemi şeklinde sunulduğunda, bireylerin çoğu %80 olasılıkla 4500 TL kaybetme alternatifi tercih etmektedir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde yatırım kararlarına etki eden davranışsal ön yargıların finans profesyonelleri ve bireysel yatırımcılar üzerindeki etkisi karşılaştırmalı olarak incelenmiştir. İlk olarak çalışmaya yönelik temel bilgiler aktarıldıktan sonra davranışsal önyargıların finans profesyonelleri ve bireysel yatırımcılar üzerindeki etkisi incelenmiştir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

YATIRIM KARARLARINDA DAVRANIŞSAL ÖNYARGILAR FİNANS PROFESYONELLERİ VE BİREYSEL YATIRIMCILAR ARASINDA KARŞILAŞTIRMA

3.1. ARAŞTIRMANIN AMACI

Davranışsal finansa göre; yatırımcılar karar verme durumunda bir takım içsel güdülerin ve eğilimlerin etkisi altında kalmakta ve bu etkiler yatırımcıların sürekli aynı davranış ve hataları yapmalarına yol açmaktadır. Çalışmanın temel amacı davranışsal finans kapsamında finans profesyonelleri ve bireysel yatırımcı davranışlarına ilişkin olarak psikolojik bulgu ve eğilimlerin sınanmasıdır. Yatırımcıların demografik faktörleri, bilişsel ve duygusal yanılırlara göre farklılıklarının ve benzerliklerinin analiz edilmesidir.

Çalışmanın birinci bölümünde finansal yatırımlarda karar modelleri, yatırım ve yatırımcı kavramı üzerinde durulmuştur. İkinci bölümünde ise yatırımcı psikolojisi ve yatırım kararlarına etki eden davranışsal finans yanılırları incelenmiştir. Bu incelemeler çerçevesinde çalışmanın bu bölümünde finans profesyonelleri ve bireysel yatırımcılar üzerinde finansal yatırım karar modellerinden biri olan davranışsal finans, davranışsal finans yanılırları karşılaştırmalı olarak incelenmiş ve elde edilen bulgular değerlendirilmiştir.

3.2. ARAŞTIRMANIN METODU

Araştırma için gerekli verilerin elde edilip incelenebilmesi için Survey yöntemi anket tekniği kullanılmıştır. Veri toplama 10.01.2017 ve 16.03.2017 tarihleri arasında yapılmıştır. Çalışma da söz konusu anket profesyonel olarak finans eğitimi almış ve bireysel olarak yatırım yapan, piyasayı takip eden yatırımcılara uygulanmıştır. Çalışma da tesadüfî örneklem yönteminden yararlanılmıştır. Anket çalışması İzmir’de uygulanmış olup finans sektöründe çalışan ve bireysel yatırım yapan 184 katılımcıya ulaşılmıştır. Elde edilen veriler analiz edilmiştir.

3.3. ARAŞTIRMANIN HİPOTEZLERİ

Araştırmanın hipotezleri, profesyonel yatırımcının ve bireysel yatırımcının risk algısına yönelik olarak, demografik faktörler, bilişsel yanılgılar ve duygusal yanılgılar başlığı altında hazırlanmıştır.

H1: Profesyonel yatırımcının finansal risk algısı, cinsiyetine göre farklılık göstermektedir.

H2: Bireysel yatırımcının finansal risk algısı, cinsiyetine göre farklılık göstermektedir.

H3: Profesyonel yatırımcının finansal risk algısı, yaş aralığına göre farklılık göstermektedir.

H4: Bireysel yatırımcının finansal risk algısı, yaş aralığına göre farklılık göstermektedir.

H5: Profesyonel yatırımcının finansal risk algısı, medeni duruma göre farklılık göstermektedir.

H6: Bireysel yatırımcının finansal risk algısı, medeni duruma göre farklılık göstermektedir.

H7: Bireysel yatırımcının finansal risk algısı, sahip olunan çocuk sayısına göre farklılık göstermektedir.

H8: Bireysel yatırımcının finansal risk algısı, sahip olunan çocuk sayısına göre farklılık göstermektedir.

H9: Profesyonel yatırımcının finansal risk algısı, eğitim seviyesine göre farklılık göstermektedir.

H10: Bireysel yatırımcının finansal risk algısı, eğitim seviyesine göre farklılık göstermektedir.

H11: Profesyonel yatırımcının finansal risk algısı, eğitim seviyesine göre farklılık göstermektedir.

H12: Bireysel yatırımcının finansal risk algısı, gelir düzeyine göre farklılık göstermektedir.

H13: Profesyonel yatırımcının yatırım yapma süresi ile portföyünü gözden geçirme sıklığı arasında ilişki vardır.

H14: Bireysel yatırımcının yatırım yapma süresi ile portföyünü gözden geçirme sıklığı arasında ilişki vardır.

H15: Profesyonel yatırımcının kazanan hisseleri elden çıkarırken, kaybedenleri elde tutma eğilimi ile risk algısı arasında ilişki vardır.

H16: Bireysel yatırımcının kazanan hisseleri elden çıkarırken, kaybedenleri elde tutma eğilimi ile risk algısı arasında ilişki vardır.

H17: Profesyonel yatırımcının kamuoyunda bilinen şirketlerin hisseleri iyidir görüşü ile risk algısı arasında ilişki vardır.

H18: Bireysel yatırımcının kamuoyunda bilinen şirketlerin hisseleri iyidir görüşü ile risk algısı arasında ilişki vardır.

H19: Profesyonel yatırımcının geçmişte satın aldığı, değeri düşen bir finansal varlığı, çok daha fazla zarar ettirebileceği düşüncesi ile portföyünden çıkartım düşüncesi ile risk algısı arasında ilişki vardır.

H20: Bireysel yatırımcının geçmişte satın aldığı, değeri düşen bir finansal varlığı, çok daha fazla zarar ettirebileceği düşüncesi ile portföyünden çıkartım düşüncesi ile risk algısı arasında ilişki vardır.

H21: Profesyonel yatırımcının bir yatırımdan "%50 ihtimalle 6.000 TL kaybedip - %50 ihtimalle hiçbir şey kaybetmemek" yerine "kesin olarak 3.000 TL kaybetmeyi tercih ederim düşüncesi ile risk algısı arasında ilişki vardır.

H22: Bireysel yatırımcının bir yatırımdan "%50 ihtimalle 6.000 TL kaybedip - %50 ihtimalle hiçbir şey kaybetmemek" yerine "kesin olarak 3.000 TL kaybetmeyi tercih ederim düşüncesi ile risk algısı arasında ilişki vardır.

H23: Profesyonel yatırımcının A ve B olmak üzere iki ayrı finansal varlıktan toplamda 500 TL kazanç sağlamak (A'dan 300 TL ve B'den 200 TL), tek bir finansal varlığa yatırım yapıp 500 TL kazanç sağlamaya oranla beni daha fazla mutlu eder düşüncesi cinsiyete göre farklılık göstermektedir.

H24: Bireysel yatırımcının A ve B olmak üzere iki ayrı finansal varlıktan toplamda 500 TL kazanç sağlamak (A'dan 300 TL ve B'den 200 TL), tek bir finansal varlığa yatırım yapıp 500 TL kazanç sağlamaya oranla beni daha fazla mutlu eder düşüncesi cinsiyete göre farklılık göstermektedir.

H25: Profesyonel yatırımcının Yatırım kararı sonucunda karşılaştığım kayıpların verdiği üzüntü, elde ettiğim kazançların verdiği sevinçten daha fazladır düşüncesi cinsiyete göre farklılık göstermektedir.

H26: Bireysel yatırımcının yatırım kararı sonucunda karşılaştığım kayıpların verdiği üzüntü, elde ettiğim kazançların verdiği sevinçten daha fazladır düşüncesi cinsiyete göre farklılık göstermektedir.

H27: Profesyonel yatırımcının finansal yatırım kararı alırken, sahip olduğum bilgilerin diğer yatırımcıların bilgilerine oranla daha değerli olduğunu düşünürüm düşüncesi cinsiyete göre farklılık göstermektedir.

H28: Bireysel yatırımcının finansal yatırım kararı alırken, sahip olduğum bilgilerin diğer yatırımcıların bilgilerine oranla daha değerli olduğunu düşünürüm düşüncesi cinsiyete göre farklılık göstermektedir.

3.4. ANKET FORMUNUN HAZIRLANMASI

Araştırma için hazırlanan anket formu, yatırımcı anketi başlığı ile katılımcılarla paylaşılmış ve Ek-1 de gösterilmiş olup toplam 31 sorudan oluşmaktadır. Ankette yer alan soruların tutarlılığını ölçebilmek için öncelikle güvenilirlik analizi yapılmıştır. Güvenilirlik analizi, ölçeği oluşturan soruların birbiri ile ilişkisi, ölçeğin tutarlı, anlaşılabilir olması noktasında önemlidir. Uygulama için önce pilot çalışma yapılmış olup güvenilirlik oranı 0,727 olarak elde edilmiş olup sonra genel uygulamaya geçilmiştir.

Anketin ilk sorusunda finans profesyonelleri ve bireysel yatırımcıların ayrımı yapılmıştır. İkinci, dördüncü ve beşinci sorularda katılımcıların risk algısı ölçümlenmeye çalışılmıştır.

Anketin onuncu ve yirmi altıncı soruları arasında bilişsel ve duygusal yanılığa bireysel yatırımcıların maruz kalma düzeylerini ölçmeye yönelik olarak 5'li Likert ölçeği ile “kesinlikle katılmıyorum-kesinlikle katılıyorum” aralığında hazırlanmıştır. 10,14 ve 18. ifadeler “aşırı güven”, 15,19,23 ve 20. ifadeler “zihinsel muhasebe”, 11 ve 21. ifadeler “temsiliyet”, 13 ve 24. ifadeler “pişmanlıktan kaçınma”, 12 ve 22. ifadeler “çerçeveleme”, 17 ve 25. ifadeler “hedonik”, 16 ve 20.

ifadeler “bilişsel çelişki”, 3 ve 6. ifadeler “yansıma etkisi” yanılıısına yönelik olarak hazırlanmıştır.

Anketin diğler soruları ise bireylerin demografik özelliklerinin belirlenmesi ve finansal piyasalarda yer alma süreleri, araç tercihleri ve benzeri gibi konulara yönelik olarak hazırlanmıştır.

3.5. BULGULAR

Bu bölümde çalışmaya katılım gösteren yatırımcıların verdikleri cevaplara yönelik incelemelerde ve değerlendirmelerde bulunulacaktır. Anket sorularına verilen yanıtların genel olarak frekans ve nispi dağılımları belirlenmiştir, daha sonra birbirleri ilişkilerine ait görünümü ortaya koyulmaya çalışılmıştır.

3.5.1. Katılımcıların Demografik Özellikleri ile İlgili Değerlendirmeler

Araştırmaya katılan yatırımcıların cinsiyet, yaş ve eğitim seviyelerine ait demografik özellikler ile ilgili istatistikler bu bölümde incelenmiştir.

Tablo 1: Yatırımcıların Cinsiyete Göre Dağılımları

Cinsiyet	Frekans	Yüzde
Kadın	88	47,8
Erkek	96	52,2
Toplam	184	100

Tablo 2: Yatırımcıların Kategorilere Göre Cinsiyet Dağılımı

Kategori	Cinsiyet		Toplam
	Kadın	Erkek	
Finans veya banka profesyoneli	22	20	42
Profesyonel destek alan bireysel yatırımcı	26	24	50
Profesyonel destek almayan bireysel yatırımcı	40	52	92
	88	96	184

Tablo 1’de ankete katılan yatırımcıların cinsiyetlerine göre dağılımı verilmektedir. Buna göre katılanların %47,8’sini kadın, %52,2’sini ise erkek yatırımcılar oluşturmaktadır.

Tablo 2’de ise ankete katılan profesyonel yatırımcı ile bireysel yatırımcıların cinsiyet dağılımı gösterilmiştir. Ankete katılan 92 profesyonel yatırımcılardan 48’i kadın, 44’ü ise erkek yatırımcılardan oluşmaktadır. Ankete katılan 92 bireysel yatırımcının ise 40’ını kadın, 52’sini erkek oluşturmaktadır.

Tablo 3: Yatırımcıların Yaş Aralıklarına Göre Dağılımları

Yaş	Frekans	Yüzde
18–24	18	9,8
25–30	86	46,7
31–40	66	35,9
41–49	9	4,9
51–59	5	2,7
Toplam	184	100

Tablo 4: Yatırımcıların Kategorilere Göre Yaş Dağılımı

	Yaş					Toplam
	18–24	25–30	31–40	41–49	51–59	
Finans veya banka profesyoneli	2	22	14	1	3	42
Profesyonel destek alan bireysel yatırımcı	9	27	13	0	1	50
Profesyonel destek almayan bireysel yatırımcı	7	37	39	8	1	92
	18	86	66	9	5	184

Tablo 3’de katılımcıların yaş dağılımı gösterilmektedir. Buna göre, çalışmaya katılan yatırımcıların %9,8’i 18–24 yaş aralığında, %46,7’si 25–30 yaş arası, %35,9’u 31–40 yaş arası, %4,9’u 41–49 yaş arası ve son olarak %2,7’si 51–59 yaş aralığında olduğu görülmektedir. Çalışmaya katılım açısından yaş grupları değerlendirildiğinde, en yoğun katılımın %46,7’lik kısımla 25–30 yaş arasının ve %35,9’luk kısımla 31–40 yaş grubu yatırımcılardan olduğu görülmektedir.

Tablo 4’de ise ankete katılan profesyonel yatırımcı ile bireysel yatırımcıların yaş dağılımı gösterilmiştir. Tabloya göre, profesyonel yatırımcıların 18–24 yaş aralığında 11, 25–30 yaş aralığında 49, 31–40 yaş aralığında 27, 41–49 yaş aralığında 1, 51–59 yaş aralığında ise 4 katılımcısı bulunmaktadır. Bireysel yatırımcıları oluşturan grubun ise 18–24 yaş aralığında 7, 25–30 yaş aralığında 37, 31–40 yaş aralığında 39, 41–49 yaş aralığında 8, 51–59 yaş aralığında ise 1 katılımcısı bulunmaktadır.

Tablo 5: Yatırımcıların Medeni Duruma Göre Dağılımları

Medeni Durum	Frekans	Yüzde
Evli	75	40,8
Bekar	109	59,2
Toplam	184	100

Çalışmaya katılan bireysel yatırımcıların medeni durumlarına ilişkin bulgular Tablo 5’ de gösterilmektedir. Buna göre, ankete katılanların %40,8’i evli iken, %59,2’si bekadır.

Tablo 6: Yatırımcıların Kategorilere Göre Medeni Durum Dağılımı

Kategori	Medeni Durum		Toplam
	Evli	Bekar	
Finans veya banka profesyoneli	20	22	42
Profesyonel destek alan bireysel yatırımcı	16	34	50
Profesyonel destek almayan bireysel yatırımcı	39	53	92
	75	109	184

Tablo 6’da ise profesyonel yatırımcılara ait katılımcıların evli sayısı 36 iken bekar katılımcı sayısı 56’dır. Bireysel yatırımcıların ise 39’u evli iken bekar bireysel yatırımcı sayısı 53’dür.

Tablo 7: Yatırımcıların Çocuk Sayılarına Göre Dağılımları

	Frekans	Yüzde
Çocuğum yok	135	73,4
1	35	19,0
2	12	6,5
3 ve üstü	2	1,1
Toplam	184	100

Çalışmaya katılan yatırımcıların çocuk sayılarına ilişkin bulgular Tablo 7’de yer almaktadır. Buna göre, ankete katılanların %73,4’ ünün çocuk sahibi olmadığı, %19’unun 1 çocuğu olduğu, %6,5’inin 2, %1,1’inin ise 3 ve üstü çocuk sahibi olduğu görülmektedir.

Tablo 8: Yatırımcıların Kategorilere Göre Çocuk Sayısı Dağılımı

	Çocuk Sayısı				Toplam
	0	1	2	3 ve üstü	
Finans veya banka profesyoneli	27	10	4	1	42
Profesyonel destek alan bireysel yatırımcı	44	3	2	1	50
Profesyonel destek almayan bireysel yatırımcı	64	22	6	0	92
Toplam	135	35	12	2	184

Tablo 8 ‘de ise çalışmaya katılan profesyonel yatırımcılardan 71 yatırımcının çocuğu yok iken, 13 yatırımcının 1 çocuğu olduğu, 6 yatırımcının 2 çocuğu olduğu görülmektedir. Çalışmaya katılan bireysel yatırımcılardan 64 yatırımcının çocuğu yok iken, 22 yatırımcının 1 çocuğu olduğu, 6 yatırımcının 2 çocuğu olduğu anlaşılmaktadır.

Tablo 9: Yatırımcıların Eğitim Seviyelerine Göre Dağılımları

	Frekans	Yüzde
İlköğretim	1	0,5
Lise	11	6,0
Yüksekokul	18	9,8
Üniversite	117	63,6
Lisansüstü	37	20,1
Toplam	184	100

Çalışmaya katılan yatırımcıların eğitim seviyelerine göre dağılımları Tablo 9'da gösterilmektedir. Buna göre, ankete katılan yatırımcıların %0,5'i ilköğretim mezunu, %6'sı lise mezunu, %9,8'i yüksekokul mezunu, %63,6'sı üniversite mezunu ve %20,1', ise lisansüstü eğitim düzeyine sahiptir. Çalışmaya katılım açısından eğitim seviyesi değerlendirildiğinde, en yoğun katılımın %83,7'lik kısımla üniversite ve lisansüstü eğitim seviyesine sahip yatırımcılardan oluştuğu görülmektedir.

Tablo 10: Yatırımcıların Kategorilere Göre Eğitim Seviyesi Dağılımı

	Eğitim Seviyesi					Toplam
	İlköğretim	Lise	Yüksekokul	Üniversite	Lisansüstü	
Finans veya banka profesyoneli	0	3	5	30	3	42
Profesyonel destek alan bireysel yatırımcı	1	2	7	29	12	50
Profesyonel destek almayan bireysel yatırımcı	0	6	6	58	22	92
Toplam	1	11	18	117	37	184

Tablo 10'da ise çalışmaya katılan profesyonel yatırımcılardan 5 yatırımcının eğitim seviyesinin lise, 12 yatırımcının yüksekokul, 59 yatırımcının üniversite, 15 profesyonel yatırımcının eğitim seviyesinin ise lisansüstü olduğu anlaşılmaktadır. Bireysel yatırımcılardan ise 1 yatırımcının ilköğretim, 6 yatırımcının lise, 6

yatırımcının yüksekokul, 58 yatırımcının üniversite, 22 yatırımcının ise lisansüstü eğitim seviyesine sahip olduğu görülmektedir.

Tablo 11: Yatırımcıların Gelir Düzeylerine Göre Dağılımları

	Frekans	Yüzde
1.300 TL Altı	15	8,2
1.300–1.999 TL	35	19,0
2.000- 2.999 TL	51	27,7
3.000- 3.999 TL	46	25,5
4.000- 4.999 TL	19	10,3
5.000- 9.999 TL	14	7,6
10.000 TL ve Üstü	4	2,2
Toplam	184	100

Çalışmaya katılan yatırımcıların gelir düzeylerine göre dağılımları Tablo 11’de gösterilmektedir. Buna göre, katılımcıların; %8,2’si 1.300 TL ve altı gelir düzeyine sahipken, %19’u 1.300 TL–1.999 TL arası, %27,7’si 2.000 TL–2.999 TL arası, %25,5’i 3.000 TL–3.999 TL arası, %10,3’ü 4.000 TL–4.999 TL arası, %7,6’sı 5.000 TL–9.999 TL arası ve %2,2’si ise, 10.000 TL ve üstü gelir düzeyine sahiptir.

Tablo 12: Yatırımcıların Kategorilere Göre Gelir Düzeyleri Dağılımı

	Gelir Düzeyi							Toplam
	1.300 TL Altı	1.300–1.999 TL	2.000–2.999 TL	3.000–3.999 TL	4.000–4.999 TL	5.000–9.999 TL	10.000 TL ve Üstü	
Finans veya banka profesyoneli	2	6	18	8	3	5	0	42
Profesyonel destek alan bireysel yatırımcı	4	11	10	14	6	3	2	50
Profesyonel destek almayan bireysel yatırımcı	9	18	23	24	10	6	2	92
Toplam	15	35	51	46	19	14	4	184

Tablo 12’ye göre ise profesyonel yatırımcılardan 6 katılımcı 1.300 TL altı gelire sahip, 17 yatırımcı 1300 TL–1.999 TL arası, 28 yatırımcı 2.000 TL- 2.999 TL arası, 22 yatırımcı 3.000 TL- 3.999 TL arası, 9 yatırımcı 4.000 TL- 4.999 TL arası, 8 yatırımcı 5.000 TL–5.999 TL arası gelirse sahip iken 2 yatırımcı 10.000 TL ve üstü gelir seviyesine sahiptir. Bireysel yatırımcılardan ise 9 yatırımcı 1.300 TL altı, 18 yatırımcı 1.300 TL- 1.999 TL arası, 23 yatırımcı 2.000 TL -2.999 TL arası, 24 yatırımcı 3.000 TL- 3.999 TL arası, 10 yatırımcı 4.000 TL- 4.999 TL arası, 6 yatırımcı 5.000 TL- 5.999 TL arası gelire sahipken 2 bireysel yatırımcı 10.000 TL ve üstü gelire sahip olduğu görülmektedir.

3.5.2. Finansal Piyasalara Yönelik Değerlendirmeler

Bu başlık altında, araştırmaya katılan bireysel yatırımcıların finansal piyasalarda yatırım süreleri, yatırım portföylerini gözden geçirme sıklıklarına yönelik bulgular değerlendirilecektir.

Tablo 13: Yatırımcıların Finansal Piyasalardaki Yatırım Sürelerine Göre Dağılımları

	Frekans	Yüzde
1 yıldan az	50	27,2
1–3 yıl	46	25,0
4–6 yıl	47	25,5
7–9 yıl	14	7,6
10 yıl ve üstü	27	14,7
Toplam	184	100

Tablo 14: Kategorilere Göre Yatırımcıların Finansal Piyasalardaki Yatırım Süreleri Dağılımı

	Yatırım Süresi					Toplam
	1 yıldan az	1–3 yıl	4–6 yıl	7–9 yıl	10 yıl ve üstü	
Finans veya banka profesyoneli	9	14	9	3	7	42
Profesyonel destek alan bireysel yatırımcı	18	12	13	3	4	50
Profesyonel destek almayan bireysel yatırımcı	23	20	25	8	16	92
Toplam	50	46	47	14	27	184

Yatırımcıların finansal piyasalarda yatırım sürelerine göre dağılımları Tablo 13'de gösterilmektedir. Buna göre, yatırımcıların %27,2'si 1 yıldan az süreli finansal piyasalarda yer alırken, %25'i 1–3 yıl arası, %25,5'i 4–6 yıl arası, %7,6'sı 7–9 yıl arası ve %14,7'si ise, 10 yıl ve üstü süredir finansal piyasalarda yer almaktadır.

Tablo 14'de ise profesyonel ve bireysel yatırımcıların yatırım süreleri yer almaktadır. Profesyonel yatırımcılardan 27 yatırımcı 1 yıldan az süreli finansal piyasalarda yer alırken, 26 yatırımcı 1–3 yıl arası, 22 yatırımcı 4–6 yıl arası, 6 yatırımcı 7–9 yıl arası, 11 yatırımcı 10 yıl ve üstü süredir finansal piyasalarda yer almaktadır. Bireysel yatırımcılardan ise 23 yatırımcı 1 yıldan az süreli finansal

piyasalarda yer alırken, 20 yatırımcı 1–3 yıl arası, 25 yatırımcı 4–6 yıl arası, 8 yatırımcı 7–9 yıl arası, 16 yatırımcı 10 yıl ve üstü süredir finansal piyasalarda yer almaktadır.

Tablo 15: Yatırımcıların Portföylerini Gözden Geçirme Sıklıklarına Göre Dağılımları

	Frekans	Yüzde
Her gün	53	28,8
Haftada birkaç kere	52	28,3
Haftada bir kere	17	9,2
Ayda birkaç kere	26	14,1
Ayda bir kere	33	17,9
Diğer	3	1,6
Toplam	184	100

Tablo 16: Kategorilere Göre Yatırımcıların Portföylerini Gözden Geçirme Sıklıklarının Dağılımı

	Gözden Geçirme Sıklığı						Toplam
	Her gün	Haftada birkaç kere	Haftada bir kere	Ayda birkaç kere	Ayda bir kere	Diğer	
Finans veya banka profesyoneli	9	10	3	11	7	2	42
Profesyonel destek alan bireysel yatırımcı	11	22	4	6	7	0	50
Profesyonel destek almayan bireysel yatırımcı	33	20	10	9	19	1	92
Toplam	53	52	17	26	33	3	184

Yatırımcıların, yatırım portföylerini gözden geçirme sıklıklarına göre dağılımları Tablo 15'de gösterilmektedir. Ankete katılan yatırımcıların %28,8'i portföylerini her gün gözden geçirirken, %28,3'si haftada birkaç kere, %9,2'si haftada bir kere, %14,1'i ayda birkaç kere ve %17,9'u ayda bir kere ve %1,6'sı farklı zaman aralıklarında portföylerini gözden geçirmektedir.

Tablo 16’da ise profesyonel ve bireysel yatırımcıların portföylerini gözden geçirme sıklıkları incelenmiştir. Tabloya göre profesyonel yatırımcıların 20’si her gün gözden geçirirken, 32’si portföyünü haftada birkaç kere, 7 yatırımcı haftada bir kere, 17’si ayda birkaç kere ve 14’ü ayda bir kere ve 2 yatırımcı farklı zaman aralıklarında portföylerini gözden geçirmektedir. Bireysel yatırımcıların ise 33’ü portföyünü her gün gözden geçirirken, 20’si haftada birkaç kere, 10’u haftada bir kere, 9’u ayda birkaç kere ve 19’u ayda bir kere ve 1 bireysel yatırımcı farklı zaman aralıklarında portföylerini gözden geçirmektedir

3.5.3. Yatırımcıların Finansal Risk Algısına Yönelik Değerlendirmeler

Bu başlık altında, araştırmaya katılan bireysel yatırımcıların finansal risk algısına yönelik ve portföy risk algısına yönelik bulgular değerlendirilecektir.

Tablo 17: Yatırımcıların Risk Algısına Yönelik Dağılımlar

	Frekans	Yüzde
Evet	51	27,7
Bazen	113	61,4
Hayır	20	10,9
Toplam	184	100

Tablo 18: Kategorilere Göre Yatırımcıların Risk Algısına Göre Dağılımlar

	Riske Girme Tercihi			Toplam
	Evet	Bazen	Hayır	
Finans veya banka profesyoneli	13	26	3	42
Profesyonel destek alan bireysel yatırımcı	16	32	2	50
Profesyonel destek almayan bireysel yatırımcı	22	55	15	92
Toplam	51	113	20	184

Yatırımcıların, risk algısına göre dağılımları, “Riske girmeyi sever misiniz?” sorusuna verdiği cevaplar Tablo 17’de gösterilmektedir. Ankete katılan yatırımcıların %27,7’si evet cevabını verirken, %61,4’ü bazen, %10,9’u ise hayır cevabını vermiştir.

Tablo 18’de ise profesyonel ve bireysel yatırımcıların “Riske girmeyi sever misiniz?” sorusuna verdiği cevaplar yer almaktadır. Profesyonel yatırımcıların 29’u soruya evet cevabı verirken, 58’i bazen cevabını vermiş ve 5 yatırımcı hayır cevabını vermiştir. Bireysel yatırımcıların 22’si ise evet cevabını vermiş, 55’i bazen ve 15 bireysel yatırımcı hayır cevabını vermiştir.

Tablo 19: Yatırımcıların Kredili Hisse Alımı Algısına Yönelik Dağılımları

	Frekans	Yüzde
Evet	48	26,1
Hayır	136	73,9
Toplam	184	100

Tablo 19’da yatırımcıların “ Kredili olarak hisse alımı yapar mısınız” sorusuna verdiği cevapların dağılımı yer almaktadır. Ankete katılım gösteren yatırımcıların %26,1’i evet cevabı verirken %73,9’u hayır cevabını vermiştir.

Tablo 20: Kategorilere Göre Yatırımcıların Kredili Hisse Alımı Algısı Dağılımı

	Kredili Hisse Alımı Algısı		Toplam
	Evet	Hayır	
Finans veya banka profesyoneli	12	30	42
Profesyonel destek alan bireysel yatırımcı	14	36	50
Profesyonel destek almayan bireysel yatırımcı	22	70	92
Toplam	48	136	184

Tablo 20’de ise profesyonel ve bireysel yatırımcıların kredili hisse alımı algısına yönelik verdiği cevaplar yer almaktadır. Tabloya göre profesyonel yatırımcıların 26’sı evet cevabı verirken, 66 yatırımcı ise hayır cevabını vermiştir. Bireysel yatırımcıların ise 22’si evet derken, 70’i hayır cevabını vermiştir.

Tablo 21: Yatırımcıların Portföy Risk Algısına Yönelik Dağılımları

	Frekans	Yüzde
Düşük	31	16,8
Orta	107	58,2
Yüksek	31	16,8
Risksiz	15	8,2
Toplam	184	100

Tablo 21’de yatırımcıların “Portföy riskinizi nasıl tanımlarsınız” sorusuna verdiği cevap yer almaktadır. Yatırımcıların %16,8’i portföy risklerini düşük olarak tanımlarken, %58,2’si orta, %16,8’i yüksek olarak tanımlamış ve yatırımcıların %8,2’si risksiz olarak tanımlamıştır.

Tablo 22: Kategorilere Göre Yatırımcıların Portföy Risk Algısı Dağılımı

	Portföy Riski				Toplam
	Düşük	Orta	Yüksek	Risksiz	
Finans veya banka profesyoneli	7	23	8	4	42
Profesyonel destek alan bireysel yatırımcı	7	28	9	6	50
Profesyonel destek almayan bireysel yatırımcı	17	56	14	5	92
Toplam	31	107	31	15	184

Tablo 22’de ise profesyonel ve bireysel yatırımcıların portföy risk algısına yönelik bulgular yer almaktadır. Profesyonel yatırımcıların 14’ü portföy riskini düşük olarak tanımlarken, 51’i orta, 17’si yüksek, 10’u risksiz olarak tanımlamıştır. Bireysel yatırımcıların ise 17’si portföy riskini düşük olarak tanımlarken, 56’sı orta, 14’ü yüksek, 5 bireysel yatırımcı ise risksiz olarak tanımlamıştır.

Tablo 23: Yatırımcıların Kazanç Halinde Tercih Durumu Dağılımları

	Frekans	Yüzde
A(%80 ihtimalle 2000 TL kazanç)	109	59,2
B (%100 ihtimalle 1000 TL kazanç)	75	40,8
Toplam	184	100

Tablo 23’de yatırımcıların kazanç halinde tercih durumunu belirten bulgular yer almaktadır. Yatırımcıların %59,2’si %80 ihtimalle 2000 TL kazanç durumunu tercih ederken %40,8’si %100 ihtimalle 1000TL kazanç durumunu tercih etmiştir. Buna göre yatırımcıların çoğu kesin 1000 TL kazanmak yerine, kazancı daha fazla olan A durumunu tercih etmiştir.

Tablo 24: Kategorilere Göre Yatırımcıların Kazanç Halinde Tercih Durumu Dağılımı

	Kazanç Halinde Tercih Durumu		Toplam
	A(%80 ihtimalle 2000 TL kazanç)	B (%100 ihtimalle 1000 TL kazanç)	
Finans veya banka profesyoneli	24	18	42
Profesyonel destek alan bireysel yatırımcı	33	17	50
Profesyonel destek almayan bireysel yatırımcı	52	40	92
Toplam	109	75	184

Tablo 24’ de ise profesyonel ve bireysel yatırımcıların kazanç durumundaki tercih durumunu göstermektedir. Profesyonel yatırımcıların 57’si A seçeneğini tercih ederken, 35’i B seçeneğini tercih etmiştir. Bireysel yatırımcıların ise 52’si ise A durumunu tercih ederken, B seçeneğini tercih eden bireysel yatırımcı sayısı 40’dır. Profesyonel ve bireysel yatırımcıların birçoğu kesin kazanç olan 1000 TL yerine kazancı ve riski daha fazla A seçeneğini tercih etmişlerdir.

Tablo 25: Yatırımcıların Kayıp Halinde Tercih Durumu Dağılımları

	Frekans	Yüzde
A(%80 ihtimalle 2000 TL kayıp)	70	38,0
B (%100 ihtimalle 1000 TL kayıp)	114	62,0
Toplam	184	100

Tablo 26: Kategorilere Göre Yatırımcıların Kayıp Halinde Tercih Durumu Dağılımı

	Kazanç Halinde Tercih Durumu		Toplam
	A(%80 ihtimalle 2000 TL kayıp)	B (%100 ihtimalle 1000 TL kayıp)	
Finans veya banka profesyoneli	20	22	42
Profesyonel destek alan bireysel yatırımcı	18	32	50
Profesyonel destek almayan bireysel yatırımcı	32	60	92
Toplam	70	114	184

Yatırımcıların kayıp halinde tercih durumunu gösteren bulgular Tablo 25’de yer almaktadır. Katılımcıların %38’i A durumunu tercih ederken, %62’si B durumunu tercih etmiştir. Yatırımcılar %80 ihtimalle 2000 TL kayıp yerine risk almayarak %100 ihtimalle 1000 TL kayıp durumunu tercih etmişlerdir.

Tablo 26’da ise profesyonel ve bireysel yatırımcıların kayıp durumunda ki tercihlerini gösteren bulgular yer almaktadır. Profesyonel yatırımcıların 38’i A durumunu tercih ederken, 54’ü B seçeneğini tercih etmiştir. Aynı şekilde bireysel yatırımcıların 32’si A seçeneğini tercih ederken, 60 bireysel yatırımcı kesin kayıp olan B seçeneğini tercih etmiştir. Profesyonel ve bireysel yatırımcıların birçoğu risk içermeyen, kesin kayıp olan 1000 TL kayıp durumunu tercih ederken, %80 ihtimalle 2000 TL kayıp durumunu tercih eden yatırımcı sayısı daha az olmuştur.

Yatırımcıların kazanç/kayıp durumun da tercih dağılımını gösteren tablolardan anlaşıldığı üzere yatırımcılar kayıp durumun da daha fazla kayıp riskini göze almayarak kesin kaybı tercih etmiştir. Yatırımcılar kazanç durumunda ise kesin kazanç olan seçeneği tercih etmeyip, daha fazla kazanç sağlayacak riskli seçeneği

tercih etmiştir. Tablolardan elde edilen bulgulara göre yatırımcılar kazanç durumunda risk alabilirken, kayıp durumunda daha temkinli davrandıklarını göstermektedir.

3.5.4. Yatırımcılara Yönelik Elde Edilen Bulguları

Çalışmanın bu başlığı içerisinde, anket katılımcılarının finansal risk algılarının demografik faktörlere göre farklılaşma düzeyleri incelenecektir. Çalışmada değişkenlere yönelik verilen incelenmesin de ki-kare testi uygulanmıştır. Araştırma sonucunda elde edilen bulgular, 0,05 hata payına göre değerlendirilmiştir.

3.5.4.1. Demografik Faktörlere Yönelik Bulgular

“H₁: Profesyonel yatırımcının finansal risk algısı, cinsiyetine göre farklılık göstermektedir.”

Tablo 27: Risk Algısı- Cinsiyet İlişkisi (Profesyonel Yatırımcı)

Cinsiyet (%)	Risk Algısı			χ^2	p
	Evet	Bazen	Hayır		
Kadın	12,4	74,2	13,5	7,365	,025
Erkek	25,4	70,4	4,2		

Yatırımcıların cinsiyet ile risk algısı arasındaki p değeri 0,05’ ten küçük olduğu için anlamlı sonucu ulaşılmıştır. Ki-kare testi sonucunda, profesyonel yatırımcıların finansal risk algısı, cinsiyetine göre fark göstermektedir hipotezi kabul edilmektedir ($p < 0,05$). Elde edilen sonuç genel yazında yer alan, “kadın yatırımcıların finansal risk algısı erkek yatırımcılara göre daha düşüktür” görüşünü desteklemektedir.

“H₂: Bireysel yatırımcının finansal risk algısı, cinsiyetine göre farklılık göstermektedir.”

Tablo 28: Risk Algısı- Cinsiyet İlişkisi (Bireysel Yatırımcı)

Cinsiyet (%)	Risk Algısı			χ^2	p
	Evet	Bazen	Hayır		
Kadın	7,5	70,0	22,5	4,793	,091
Erkek	16,5	55,7	27,8		

Ki-kare testi sonucunda, p değeri 0,05’ ten büyük çıkmıştır. Elde edilen p değeri bireysel yatırımcıların finansal risk algısı, cinsiyetine göre fark göstermektedir hipotezi reddedilmektedir ($p > 0,05$).

“H3: Profesyonel yatırımcının finansal risk algısı, yaş aralığına göre farklılık göstermektedir ”

Tablo 29: Risk Algısı- Yaş İlişkisi (Profesyonel Yatırımcı)

Yaş (%)	Risk Algısı			χ^2	p
	Evet	Bazen	Hayır		
18–24	15,8	84,2	0,0	41,287	,000
25–30	12,2	77,8	10,0		
31–40	34,1	58,5	7,3		
41–49	0	0	100		
51–59	14,3	85,7	0,0		

H3 hipotezi kapsamında, anket katılımcılarının yaş aralıklarına göre risk algısı istatistikleri Tablo 29’da yer almaktadır. Ki-kare testi sonucunda, p değeri 0,05’ ten küçük çıkmıştır. Elde edilen p değeri ile profesyonel yatırımcının finansal risk algısı, yaş aralığına göre farklılık göstermektedir hipotezi kabul edilmektedir ($p < 0,05$).

“H4: Bireysel yatırımcının finansal risk algısı, yaş aralığına göre farklılık göstermektedir ”

Tablo 30: Risk Algısı- Yaş İlişkisi (Bireysel Yatırımcı)

Yaş (%)	Risk Algısı			χ^2	P
	Evet	Bazen	Hayır		
18–24	16,7	83,3	0,0	9,473	,304
25–30	9,6	65,8	24,7		
31–40	13,3	58,7	28,0		
41–49	20,0	40,0	40,0		
51–59	0,0	100,0	0,0		

H4 hipotezi kapsamında, anket katılımcılarının yaş aralıklarına göre risk algısı istatistikleri Tablo 30’da yer almaktadır. Ki-kare testi sonucunda, p değeri 0,05’ ten büyük çıkmıştır. Elde edilen p değeri ile profesyonel yatırımcının finansal risk algısı, yaş aralığına göre farklılık göstermektedir hipotezi reddedilmektedir ($p > 0,05$).

“H5: Profesyonel yatırımcının finansal risk algısı, medeni duruma göre farklılık göstermektedir ”

Tablo 31: Risk Algısı- Medeni Durum İlişkisi (Profesyonel Yatırımcı)

Medeni Durum (%)	Risk Algısı			χ^2	p
	Evet	Bazen	Hayır		
Evli	25,4	64,4	10,2	3,654	,161
Bekar	13,9	77,2	8,9		

H5 hipotezi kapsamında katılımcıların risk algısı ve medeni durum ilişkisi ki-kare ile test edilmiş ve elde edilen istatistikî bilgiler Tablo 31’de yer almaktadır. Ki-kare testi sonucunda p değeri, 161 olarak elde edilmiştir. Elde edilen p değeri profesyonel yatırımcının finansal risk algısı, medeni duruma göre farklılık göstermektedir hipotezi reddedilmektedir. ($p > 0,05$).

“H6: Bireysel yatırımcının finansal risk algısı, medeni duruma göre farklılık göstermektedir ”

Tablo 32: Risk Algısı- Medeni Durum İlişkisi (Bireysel Yatırımcı)

Medeni Durum (%)	Risk Algısı			χ^2	p
	Evet	Bazen	Hayır		
Evli	14,9	56,8	28,4	1,638	,441
Bekar	10,7	66,0	23,3		

H₆ hipotezi kapsamında katılımcıların risk algısı ve medeni durum ilişkisi ki-kare ile test edilmiş ve elde edilen istatistikî bilgiler Tablo 32’de yer almaktadır. Ki-kare testi sonucunda p değeri, 441 olarak elde edilmiştir. Elde edilen p değeri bireysel yatırımcının finansal risk algısı, medeni duruma göre farklılık göstermektedir hipotezi reddedilmektedir. (p>0,05).

“H₇: Profesyonel yatırımcının finansal risk algısı, sahip olunan çocuk sayısına göre farklılık göstermektedir.”

Tablo 33: Risk Algısı- Sahip Olunan Çocuk Sayısı (Profesyonel Yatırımcı)

Çocuk Sayısı (%)	Risk Algısı			χ^2	p
	Evet	Bazen	Hayır		
Çocuğum yok	13,3	79,7	7,0	24,340	,000
1	35,0	50,0	15,0		
2	30,0	40,0	30,0		
3 ve üstü	100,0	0,0	0,0		

H₇ hipotezi kapsamında risk algısı ve sahip olunan çocuk sayısı arasındaki ilişki test edilmiş olup elde edilen sonuçlar Tablo 33’de yer almaktadır. Ki-kare testi sonucunda p değeri, 000 olarak elde edilmiştir. Profesyonel yatırımcının finansal risk algısı, sahip olunan çocuk sayısına göre farklılık göstermektedir hipotezi elde edilen p değeri sonucunda kabul edilmektedir (p<0,05).

“H₈: Bireysel yatırımcının finansal risk algısı, sahip olunan çocuk sayısına göre farklılık göstermektedir.”

Tablo 34: Risk Algısı- Sahip Olunan Çocuk Sayısı (Bireysel Yatırımcı)

Çocuk Sayısı (%)	Risk Algısı			χ^2	p
	Evet	Bazen	Hayır		
Çocuğum yok	20,3	62,5	17,2	8,314	,081
1	36,4	54,5	9,1		
2	16,7	50,0	33,3		

H₈ hipotezine ait istatistikî bilgiler tablo 34’de yer almaktadır. Ki-kare testi sonucunda p değeri, 081 olarak elde edilmiştir. Elde edilen p değeri sonucuna göre bireysel yatırımcının finansal risk algısı, sahip olunan çocuk sayısına göre farklılık göstermektedir hipotezi reddedilmektedir (p>0,05).

Sahip olunan çocuk sayısı ve risk algısı arasındaki ilişkiye yönelik kurulan hipotez, profesyonel yatırımcılar için kabul edilirken, bireysel yatırımcı için kabul edilememektedir. Sahip olunan çocuk sayısı profesyonel yatırımcının risk algısına etki ederken, bireysel yatırımcı için aynı sonuca ulaşılamamaktadır.

“H₉: Profesyonel yatırımcının finansal risk algısı, eğitim seviyesine göre farklılık göstermektedir.”

Tablo 35: Risk Algısı- Eğitim Seviyesi(Profesyonel Yatırımcı)

Eğitim Seviyesi(%)	Risk Algısı			χ^2	P
	Evet	Bazen	Hayır		
İlköğretim	100,0	0,0	0,0	16,192	,040
Lise	40,0	60,0	0,0		
Yüksekokul	33,7	66,7	0,0		
Üniversite	27,1	64,4	8,5		
Master/Doktora	40,0	60,0	0,0		

Tablo 35’de profesyonel yatırımcının eğitim seviyesi ile risk algısına yönelik istatistikî bilgiler yer almaktadır. Ki-kare testi sonucunda p değeri 0,040 olarak elde edilmiştir. Elde edilen p değeri sonucunda profesyonel yatırımcının finansal risk algısı, eğitim seviyesine göre farklılık göstermektedir hipotezi kabul edilmektedir ($p<0,05$).

“H₁₀: Bireysel yatırımcının finansal risk algısı, eğitim seviyesine göre farklılık göstermektedir.”

Tablo 36: Risk Algısı- Eğitim Seviyesi(Bireysel Yatırımcı)

Eğitim Seviyesi(%)	Risk Algısı			χ^2	P
	Evet	Bazen	Hayır		
İlköğretim	0,0	0,0	0,0	50,365	,000
Lise	33,3	66,7	0,0		
Yüksekokul	50,0	50,0	0,0		
Üniversite	20,7	53,4	25,9		
Master/Doktora	22,7	77,3	0,0		

Bireysel yatırımcının eğitim seviyesi ve risk algısına yönelik istatistikî bilgiler tablo 36’da yer almaktadır. Ki-kare testi sonucu p değeri, 000 olarak elde edilmiş ve elde edilen p değeri sonucuna göre bireysel yatırımcının finansal risk algısı, eğitim seviyesine göre farklılık göstermektedir hipotezi kabul edilmektedir($p<0,05$).

“H₁₁: Profesyonel yatırımcının finansal risk algısı, gelir düzeyine göre farklılık göstermektedir.”

Tablo 37: Risk Algısı- Gelir Düzeyi İlişkisi (Profesyonel Yatırımcı)

Eğitim Seviyesi(%)	Risk Algısı			χ^2	P
	Evet	Bazen	Hayır		
1.300 TL Altı	0,0	100,0	0,0	19,276	,082
1.300–1.999 TL	29,4	70,6	0,0		
2.000–2.999 TL	32,1	64,3	3,6		
3.000–3.999 TL	40,9	50,0	9,1		
4.000–4.999 TL	33,3	55,6	11,1		
5.000-9.999 TL	25,0	62,5	12,5		
10.000 TL ve Üstü	50,0	50,0	0,0		

Tablo 37’de risk algısı ve gelir düzeyi arasındaki ilişkiye yönelik istatistikî bilgiler yer almaktadır. Ki-kare testi sonucunda p değeri, 082 olarak elde edilmiştir. Profesyonel yatırımcının finansal risk algısı, gelir düzeyine göre farklılık göstermektedir hipotezi reddedilmektedir ($p>0,05$).

“H₁₂: Bireysel yatırımcının finansal risk algısı, gelir düzeyine göre farklılık göstermektedir.”

Tablo 38: Risk Algısı- Gelir Düzeyi İlişkisi (Bireysel Yatırımcı)

Eğitim Seviyesi(%)	Risk Algısı			χ^2	P
	Evet	Bazen	Hayır		
1.300 TL Altı	22,2	77,8	0,0	50,804	,000
1.300–1.999 TL	22,2	66,7	11,1		
2.000–2.999 TL	26,1	60,9	13,0		
3.000–3.999 TL	16,7	62,5	20,8		
4.000–4.999 TL	20,0	60,0	40,0		
5.000-9.999 TL	50,0	16,7	33,3		
10.000 TL ve Üstü	50,0	0,0	50,0		

Bireysel yatırımcının gelir düzeyi ve risk algısı arasındaki ilişkilere yönelik istatistikî bilgiler tablo 38’de yer almaktadır. Ki-kare testi sonucunda p değeri, 000 olarak elde edilmiştir. Bireysel yatırımcının finansal risk algısı, gelir düzeyine göre farklılık göstermektedir hipotezi kabul edilmektedir ($p<0,05$).

3.5.4.2. Yanılgılara Yönelik Bulguların Karşılaştırılmalı Olarak Değerlendirilmesi

Çalışmanın bu bölümünde, yanılgılara yönelik bulgular karşılaştırılmalı olarak değerlendirilecektir. Bu kapsamda öncelikli olarak, yanılgılara yönelik hipotez oluşturulmuş ve ardından bu hipoteze ilişkin test sonuçları tablolastırılmıştır.

“H₁₃: Profesyonel yatırımcının yatırım yapma süresi ile portföyünü gözden geçirme sıklığı arasında ilişki vardır .”

Tablo 39: Yatırım Süresi- Portföy Gözden Geçirme İlişkisi (Profesyonel Yatırımcı)

Yatırım Yapma Süresi (%)	Portföyü Gözden Geçirme Sıklığı						χ^2	P
	Her Gün	Haftada Birkaç Kere	Haftada Bir kere	Ayda Birkaç Kere	Ayda Bir Kere	Diğer		
1 yıldan az	11,1	40,7	0,0	18,5	29,6	0,0	34,157	,025
1-3 yıl	30,8	50,0	7,7	3,8	7,7	0,0		
4-6 yıl	13,6	27,3	9,1	27,3	18,2	4,5		
7-9 yıl	16,7	16,7	16,7	50,0	0,0	9,1		
10 yıl ve üstü	45,5	9,1	18,2	18,2	0,0	9,1		

Profesyonel yatırımcının yatırım yapma süresi ile portföyünü gözden geçirme sıklığı arasında ilişki olduğunu ileri süren H₁₃ hipotezi ki-kare testi ile test edilmiş ve elde edilen, 025 p değeri sonucunda kabul edilmektedir.

“H₁₄: Bireysel yatırımcının yatırım yapma süresi ile portföyünü gözden geçirme sıklığı arasında ilişki vardır .”

Tablo 40: Yatırım Süresi- Portföy Gözden Geçirme İlişkisi (Bireysel Yatırımcı)

Yatırım Yapma Süresi (%)	Portföyü Gözden Geçirme Sıklığı						χ^2	P
	Her Gün	Haftada Birkaç Kere	Haftada Bir kere	Ayda Birkaç Kere	Ayda Bir Kere	Diğer		
1 yıldan az	17,4	34,8	13,0	17,4	17,4	0,0	29,647	,076
1-3 yıl	30,0	40,0	5,0	10,0	10,0	5,0		
4-6 yıl	48,0	12,0	12,0	4,0	24,0	0,0		
7-9 yıl	50,0	12,5	25,0	12,5	0,0	0,0		
10 yıl ve üstü	43,8	0,0	6,3	6,3	43,8	0,0		

Bireysel yatırımcının yatırım yapma süresi ile portföyünü gözden geçirme sıklığı arasında ilişki olduğunu ileri süren H₁₄ hipotezi ki-kare testi ile test edilmiş ve elde edilen p değeri, 076 olarak elde edilmiştir. Elde edilen p değeri sonucunda H₁₄ hipotezi reddedilmektedir.

“H₁₅: Profesyonel yatırımcının kazanan hisseleri elden çıkarırken, kaybedenleri elde tutma eğilimi ile risk algısı arasında ilişki vardır.”

Tablo 41: Pişmanlıktan Kaçınma Yanılgısı- Risk Algısı İlişkisi (Profesyonel Yatırımcı)

Pişmanlıktan Kaçınma Yanılgısı 1	Risk Algısı			χ^2	P
	Evet	Bazen	Hayır		
Kesinlikle Katılmıyorum	25,0	60,0	15,0	26,647	,001
Katılmıyorum	9,5	76,2	14,3		
Ne Katılıyorum Ne katılmıyorum	9,1	90,9	0,0		
Katılıyorum	25,5	74,5	0,0		
Kesinlikle Katılıyorum	17,1	57,1	25,7		

1: “A ve B olmak üzere iki finansal araçtan oluşan bir portföyde, acil para ihtiyacımı karşılayabilmek için, %15 zararda olan A yerine, %15 karda olan B varlığını satarım ”

Tablo 41’ de profesyonel yatırımcının pişmanlıktan kaçınma yanılgısı ile risk algısı arasındaki ilişkiye dair bulgular yer almaktadır. H₁₅ hipotezi elde edilen p değeri sonucunda kabul edilmektedir.

Yatırımcıların kazanç sağladıkları hisseleri çok çabuk elden çıkarma eğiliminde iken; kaybeden zarar ettikleri hisseleri ise elde tutma, en azından hisseyi satın aldığı fiyata gelinceye kadar bekleme eğiliminde olmaktadır.

“H₁₆: Bireysel yatırımcının kazanan hisseleri elden çıkarırken, kaybedenleri elde tutma eğilimi ile risk algısı arasında ilişki vardır.”

Tablo 42: Pişmanlıktan Kaçınma Yanılgısı- Risk Algısı İlişkisi (Bireysel Yatırımcı)

Pişmanlıktan Kaçınma Yanılgısı 1	Risk Algısı			χ^2	P
	Evet	Bazen	Hayır		
Kesinlikle Katılmıyorum	21,7	52,2	26,1	15,232	,055
Katılmıyorum	9,1	63,6	27,3		
Ne Katılıyorum Ne katılmıyorum	2,8	72,2	25,0		
Katılıyorum	12,1	72,4	15,5		
Kesinlikle Katılıyorum	18,4	42,1	39,5		

1: “A ve B olmak üzere iki finansal araçtan oluşan bir portföyde, acil para ihtiyacımı karşılayabilmek için, %15 zararda olan A yerine, %15 karda olan B varlığını satarım”

Bireysel yatırımcının kazanan hisseleri elden çıkarırken, kaybedenleri elde tutma eğilimi ile risk algısı arasında ilişki ki-kare testi ile test edilmiştir. Ki-kare testi sonucunda p değeri, 055 ($p>0,05$) olarak elde edilmiş ve H_{16} hipotezi reddedilmektedir.

Profesyonel yatırımcılara yönelik bulgularda pişmanlıktan kaçınma yanılgısı ile risk algısı arasındaki ilişki doğrulanabilirken, bireysel yatırımcılarda aynı sonuca ulaşılamamıştır.

“H₁₇: Profesyonel yatırımcının kamuoyunda bilinen şirketlerin hisseleri iyidir görüşü ile risk algısı arasında ilişki vardır.”

Tablo 43: Temsilîyet Yanılgısı- Risk Algısı İlişkisi (Profesyonel Yatırımcı)

Temsilîyet Yanılgısı 1	Risk Algısı			χ^2	P
	Evet	Bazen	Hayır		
Kesinlikle Katılmıyorum	12,5	50,0	37,5	21,310	,006
Katılmıyorum	23,8	76,2	0,0		
Ne Katılıyorum Ne katılmıyorum	18,4	81,6	0,0		
Katılıyorum	17,1	65,7	17,1		
Kesinlikle Katılıyorum	16,7	83,3	0,0		

1: “ “Kamuoyunda bilinen şirketlerin hisseleri iyidir.” Görüşüne katılıyor musunuz?”

H₁₇ hipotezine ait istatistiki bilgiler tablo 43’ de yer almaktadır. Elde edilen bulgulara göre p değeri, 006 olarak bulunmuştur. P değeri sonucuna göre profesyonel yatırımcının kamuoyunda bilinen şirketlerin hisseleri iyidir görüşü ile risk algısı arasında ilişki vardır hipotezi kabul edilmektedir.

Yatırımcılar kamuoyunda bilinen şirketlerin hisselerinin iyi olduğuna inanma eğiliminde olmaktadırlar. Büyük şirketlerin hisselerini iyi yatırımlar olarak görmektedirler.

“H₁₈: Bireysel yatırımcının kamuoyunda bilinen şirketlerin hisseleri iyidir görüşü ile risk algısı arasında ilişki vardır.”

Tablo 44: Temsilîyet Yanılgısı- Risk Algısı İlişkisi (Bireysel Yatırımcı)

Temsilîyet Yanılgısı 1	Risk Algısı			χ^2	P
	Evet	Bazen	Hayır		
Kesinlikle Katılmıyorum	14,3	42,9	42,9	12,000	,151
Katılmıyorum	4,3	69,6	26,1		
Ne Katılıyorum Ne katılmıyorum	6,3	65,6	28,1		
Katılıyorum	17,6	58,8	23,5		
Kesinlikle Katılıyorum	24,0	64,0	12,0		

1: “ “Kamuoyunda bilinen şirketlerin hisseleri iyidir.” Görüşüne katılıyor musunuz?”

Tablo 44’ de bireysel yatırımcının temsiliyet ve risk algısı arasındaki ilişkiye ait istatistiki bilgiler yer almaktadır. H₁₈ hipotezi ki-kare ile test edilmiş ve p değeri, 151 olarak elde edilmiştir. Elde edilen p değeri ile bireysel yatırımcının kamuoyunda bilinen şirketlerin hisseleri iyidir görüşü ile risk algısı arasında ilişki vardır hipotezi reddedilmektedir.

Profesyonel yatırımcının temsiliyet yanılgısı ile risk algısı arasında ilişki bulunurken, bireysel yatırımcı da ilişki kurulamamıştır.

“H₁₉: Profesyonel yatırımcının geçmişte satın aldığı, değeri düşen bir finansal varlığı, çok daha fazla zarar ettirebileceği düşüncesi ile portföyünden çıkartırım düşüncesi ile risk algısı arasında ilişki vardır.”

Tablo 45: Bilişsel Çelişki Yanılgısı- Risk Algısı İlişkisi (Profesyonel Yatırımcı)

Bilişsel Çelişki Yanılgısı 1	Risk Algısı			χ^2	P
	Evet	Bazen	Hayır		
Kesinlikle Katılmıyorum	50,0	50,0	0,0	20,782	,008
Katılmıyorum	21,1	63,2	15,8		
Ne Katılıyorum Ne katılmıyorum	9,8	85,2	4,9		
Katılıyorum	20,4	74,1	5,6		
Kesinlikle Katılıyorum	27,3	45,5	27,3		

1:“Geçmişte satın aldığım, değeri düşen bir finansal varlığı, çok daha fazla zarar ettirebileceği düşüncesi ile portföyümden çıkartırım.”

Tablo 46’ da profesyonel yatırımcının bilişsel çelişki ve risk algısına yönelik istatistiki bilgiler yer almaktadır. H₁₉ hipotezi ki-kare ile test edilmiştir ve p değeri, 008 olarak bulunmuştur. Elde edilen p değerine göre profesyonel yatırımcının geçmişte satın aldığım, değeri düşen bir finansal varlığı, çok daha fazla zarar ettirebileceği düşüncesi ile portföyümden çıkartırım düşüncesi ile risk algısı arasında ilişki vardır hipotezi kabul edilmektedir.

“H₂₀: Bireysel yatırımcının geçmişte satın aldığım, değeri düşen bir finansal varlığı, çok daha fazla zarar ettirebileceği düşüncesi ile portföyümden çıkartırım düşüncesi ile risk algısı arasında ilişki vardır.”

Tablo 46: Bilişsel Çelişki Yanılgısı- Risk Algısı İlişkisi (Bireysel Yatırımcı)

Bilişsel Çelişki Yanılgısı 1	Risk Algısı			χ^2	P
	Evet	Bazen	Hayır		
Kesinlikle Katılmıyorum	25,0	0,0	75,0	16,362	,037
Katılmıyorum	16,7	66,7	16,7		
Ne Katılıyorum Ne katılmıyorum	9,1	63,6	27,3		
Katılıyorum	10,3	69,0	20,7		
Kesinlikle Katılıyorum	14,3	61,2	24,5		

1:“Geçmişte satın aldığım, değeri düşen bir finansal varlığı, çok daha fazla zarar ettirebileceği düşüncesi ile portföyümden çıkartırım.”

H₂₀ hipotezine ait istatistiki bulgular tablo 46’da yer almaktadır. Ki-kare testi sonucunda p değeri, 037 olarak elde edilmiş ve bireysel yatırımcının geçmişte satın aldığım, değeri düşen bir finansal varlığı, çok daha fazla zarar ettirebileceği düşüncesi ile portföyümden çıkartırım düşüncesi ile risk algısı arasında ilişki vardır hipotezi kabul edilmektedir.

Bir yatırıma ilişkin kaybetme “ yatırım kaybediyor” bilişi yaratmakta ve bu biliş “kar elde etmek için yatırım yapıyorum” ya da “ben yetenekli ve başarılı bir yatırımcıyım” türünden bilişlerle çelişmektedir. Yatırımcı bilişsel uyumsuzlığa neden olan düşüncüyü “yatırım yeniden değer kazanacak” ya da “kayıp sadece geçici bir durum” türünden yeni bilişler ile rasyonelize edecektir.

“H₂₁: Profesyonel yatırımcının bir yatırımdan "%50 ihtimalle 6.000 TL kaybedip - %50 ihtimalle hiçbir şey kaybetmemek" yerine "kesin olarak 3.000 TL kaybetmeyi tercih ederim düşüncesi ile risk algısı arasında ilişki vardır.”

Tablo 47: Çerçeveleme Yanılgısı- Risk Algısı İlişkisi (Profesyonel Yatırımcı)

Çerçeveleme Yanılgısı 1	Risk Algısı			χ^2	P
	Evet	Bazen	Hayır		
Kesinlikle Katılmıyorum	27,6	41,4	31,0	32,089	,000
Katılmıyorum	21,1	78,9	0,0		
Ne Katılıyorum Ne katılmıyorum	8,6	91,4	0,0		
Katılıyorum	15,4	76,9	7,7		
Kesinlikle Katılıyorum	21,1	63,2	15,8		

1: : “Bir yatırımdan "%50 ihtimalle 6.000 TL kaybedip - %50 ihtimalle hiçbir şey kaybetmemek" yerine "kesin olarak 3.000 TL kaybetmeyi tercih ederim.”

Tablo 46’da profesyonel yatırımcının çerçeveleme yanılgısı ve risk algısı arasındaki ilişkiye yönelik istatistikî bulgular yer almaktadır. Yapılan ki-kare testi sonucunda p değeri, 000 olarak elde edilmiş ve profesyonel yatırımcının çerçeveleme yanılgısı ile risk algısı arasındaki ilişki vardır hipotezi kabul edilmektedir.

“H22: Bireysel yatırımcının bir yatırımdan "%50 ihtimalle 6.000 TL kaybedip - %50 ihtimalle hiçbir şey kaybetmemek" yerine "kesin olarak 3.000 TL kaybetmeyi tercih ederim düşüncesi ile risk algısı arasında ilişki vardır.”

Tablo 48: Çerçeveleme Yanılgısı- Risk Algısı İlişkisi (Bireysel Yatırımcı)

Çerçeveleme Yanılgısı 1	Risk Algısı			χ^2	P
	Evet	Bazen	Hayır		
Kesinlikle Katılmıyorum	33,3	44,4	22,2	21,054	,007
Katılmıyorum	16,7	73,3	10,0		
Ne Katılıyorum Ne katılmıyorum	9,1	54,5	36,4		
Katılıyorum	7,5	64,2	28,3		
Kesinlikle Katılıyorum	2,9	70,6	26,5		

1: : “Bir yatırımdan "%50 ihtimalle 6.000 TL kaybedip - %50 ihtimalle hiçbir şey kaybetmemek" yerine "kesin olarak 3.000 TL kaybetmeyi tercih ederim.”

Bireysel yatırımcının çerçeveleme yanılgısı ve risk algısı arasındaki ilişkiye yönelik olarak istatistiki değerler tablo 48’de yer almaktadır. Ki-kare testi sonucunda p değeri, 007 olarak elde edilmiştir. P değeri 0,05 den küçük olduğu için “Bireysel yatırımcının bir yatırımdan "%50 ihtimalle 6.000 TL kaybedip - %50 ihtimalle hiçbir şey kaybetmemek" yerine "kesin olarak 3.000 TL kaybetmeyi tercih ederim düşüncesi ile risk algısı arasında ilişki vardır” hipotezi kabul edilmektedir.

Çerçevelemenin seçimlik duruma en çok bilinen etkileri kayıptan kaçınma ve azalan duyarlılıktır. Kayıpların vermiş olduğu üzüntü, kazançların verdiği memnuniyete göre daha etkili olduğu için, kayıplara ilişkin seçime dikkat çeken çerçeve, o seçimlik durumu daha az çekici kılacaktır. Benzer şekilde, kayıpları görece olarak küçük göstererek azalan duyarlılığı gösteren çerçeve, seçimlik durumu daha çekici kılacaktır. Hem profesyonel yatırımcı hem bireysel yatırımcı daha fazla kayıp vermek yerine az miktarda kayıp vermeyi kabul ederek risk algısını dengelemiştir.

“H₂₃: Profesyonel yatırımcının A ve B olmak üzere iki ayrı finansal varlıktan toplamda 500 TL kazanç sağlamak (A'dan 300 TL ve B'den 200 TL), tek bir finansal varlığa yatırım yapıp 500 TL kazanç sağlamaya oranla beni daha fazla mutlu eder düşüncesi cinsiyete göre farklılık göstermektedir.”

Tablo 49: Hedonik Düzeltme Yanılgısı- Cinsiyet İlişkisi (Profesyonel Yatırımcı)

Hedonik Düzeltme Yanılgısı 1	Cinsiyet		χ^2	P
	Kadın	Erkek		
Kesinlikle Katılmıyorum	60,0	40,0	9,091	,059
Katılmıyorum	41,2	58,8		
Ne Katılıyorum Ne katılmıyorum	33,3	66,7		
Katılıyorum	40,5	59,5		
Kesinlikle Katılıyorum	14,3	85,79		

1: : “A ve B olmak üzere iki ayrı finansal varlıktan toplamda 500 TL kazanç sağlamak (A'dan 300 TL ve B'den 200 TL), tek bir finansal varlığa yatırım yapıp 500 TL kazanç sağlamaya oranla beni daha fazla mutlu eder.”

Tablo 49’da profesyonel yatırımcının hedonik düzeltme yanılgısı ile cinsiyet arasındaki ilişkiye ait istatistikî bilgiler yer almaktadır. Ki-kare testi sonucunda p değeri, 059 olarak elde edilmiştir. P değeri 0,05 değerinden büyük olduğu için H₂₃ hipotezi reddedilmektedir.

“H₂₄: Bireysel yatırımcının A ve B olmak üzere iki ayrı finansal varlıktan toplamda 500 TL kazanç sağlamak (A'dan 300 TL ve B'den 200 TL), tek bir finansal varlığa yatırım yapıp 500 TL kazanç sağlamaya oranla beni daha fazla mutlu eder düşüncesi cinsiyete göre farklılık göstermektedir.”

Tablo 50: Hedonik Düzeltme Yanılgısı- Cinsiyet İlişkisi (Bireysel Yatırımcı)

Hedonik Düzeltme Yanılgısı 1	Cinsiyet		χ^2	P
	Kadın	Erkek		
Kesinlikle Katılmıyorum	23,1	76,9	5,298	,258
Katılmıyorum	18,5	81,5		
Ne Katılıyorum Ne katılmıyorum	40,0	60,0		
Katılıyorum	28,6	71,4		
Kesinlikle Katılıyorum	18,2	81,8		

1: : “A ve B olmak üzere iki ayrı finansal varlıktan toplamda 500 TL kazanç sağlamak (A’dan 300 TL ve B’den 200 TL), tek bir finansal varlığa yatırım yapıp 500 TL kazanç sağlamaya oranla beni daha fazla mutlu eder.”

Bireysel yatırımcının hedonik düzeltme yanılgısı ve cinsiyeti arasındaki ilişkiye yönelik istatistiki bilgiler tablo 50’de yer almaktadır. P değerinin ,258 bulunması sonucunda H₂₄ hipotezi reddedilmektedir.

Hedonik düzeltmenin amacı değer maksimizasyonudur. Mevcut sonuçları öncekilerle birleştirme, her bir sonucu ayrı ayrı değerlendirme yerine toplamalarının değerlendirilmesi anlamını taşımaktadır. Yapılan testler sonucunda hem profesyonel yatırımcı hem de bireysel yatırımcının cinsiyeti ile hedonik düzeltme arasında ilişki tespit edilememektedir.

“H₂₅: Profesyonel yatırımcının yatırım kararı sonucunda karşılaştığım kayıpların verdiği üzüntü, elde ettiğim kazançların verdiği sevinçten daha fazladır düşüncesi cinsiyete göre farklılık göstermektedir.”

Tablo 51: Zihinsel Muhasebe Yanılgısı - Cinsiyet İlişkisi (Profesyonel Yatırımcı)

Zihinsel Muhasebe Yanılgısı 1	Cinsiyet		χ^2	P
	Kadın	Erkek		
Kesinlikle Katılmıyorum	62,5	37,5	2,156	,707
Katılmıyorum	45,5	54,5		
Ne Katılıyorum Ne katılmıyorum	57,1	42,9		
Katılıyorum	41,2	58,8		
Kesinlikle Katılıyorum	60,0	40,0		

1: :“Yatırım kararı sonucunda karşılaştığım kayıpların verdiği üzüntü, elde ettiğim kazançların verdiği sevinçten daha fazladır.”

Tablo 51’de profesyonel yatırımcının zihinsel muhasebe yanılgısı ve cinsiyet arasındaki ilişkiyi gösteren istatistikî bilgiler yer almaktadır. Ki-kare testi sonucunda p değeri, 707 olarak elde edilmiştir ve p değerinin 0,05’den büyük çıkması sonucunda H₂₅ hipotezi reddedilmektedir.

“H₂₆: Bireysel yatırımcının yatırım kararı sonucunda karşılaştığım kayıpların verdiği üzüntü, elde ettiğim kazançların verdiği sevinçten daha fazladır düşüncesi cinsiyete göre farklılık göstermektedir.”

Tablo 52: Zihinsel Muhasebe Yanılgısı - Cinsiyet İlişkisi (Bireysel Yatırımcı)

Zihinsel Muhasebe Yanılgısı 1	Cinsiyet		χ^2	P
	Kadın	Erkek		
Kesinlikle Katılmıyorum	27,8	72,2	5,333	,255
Katılmıyorum	38,9	61,1		
Ne Katılıyorum Ne katılmıyorum	45,8	54,2		
Katılıyorum	66,7	33,3		
Kesinlikle Katılıyorum	41,2	58,8		

1: :“Yatırım kararı sonucunda karşılaştığım kayıpların verdiği üzüntü, elde ettiğim kazançların verdiği sevinçten daha fazladır.”

Bireysel yatırımcının zihinsel muhasebe ve cinsiyet arasındaki ilişkiye yönelik istatistikî bilgiler tablo 52’de gösterilmektedir. Elde edilen istatistiki bilgiler sonucunda p değeri ,255 olarak tespit edilmiş olup, bireysel yatırımcının yatırım kararı sonucunda karşılaştığım kayıpların verdiği üzüntü, elde ettiğim kazançların verdiği sevinçten daha fazladır düşüncesi cinsiyete göre farklılık göstermektedir hipotezi reddedilmektedir.

Yatırımcılar kazananlar ve kaybeden hisseleri için ayrı zihinsel hesaplar açmakta ve kaybeden hisselerini satması mental hesabı kayıpla kapatmanın vereceği pişmanlık duygusundan kaçındığı için de kaybedenleri çok uzun süre elde tutmaktadır. Bu nedenle de çok fazla risk almakta ve düşük getirililer elde etmektedir. Bunun yanında, bir yatırıma ilişkin mental hesabı da kazançla kapatmanın vereceği keyif ve gururu yaşamak için de kazananları çok çabuk elden çıkarmaktadır.

“H27: Profesyonel yatırımcının finansal yatırım kararı alırken, sahip olduğum bilgilerin diğer yatırımcıların bilgilerine oranla daha değerli olduğunu düşünürüm düşüncesi cinsiyete göre farklılık göstermektedir.”

Tablo 53: Aşırı Güven Yanılgısı - Cinsiyet İlişkisi (Profesyonel Yatırımcı)

Aşırı Güven Yanılgısı 1	Cinsiyet		χ^2	P
	Kadın	Erkek		
Kesinlikle Katılmıyorum	60,0	40,0	5,519	,238
Katılmıyorum	37,5	62,5		
Ne Katılıyorum Ne katılmıyorum	59,5	40,5		
Katılıyorum	50,0	50,0		
Kesinlikle Katılıyorum	50,0	50,0		

1: “Finansal yatırım kararı alırken, sahip olduğum bilgilerin diğer yatırımcıların bilgilerine oranla daha değerli olduğunu düşünürüm.”

Profesyonel yatırımcının aşırı güven ve cinsiyet arasındaki ilişkiye ait istatistikî bilgiler tablo 53’de yer almaktadır. Ki-kare testi sonucunda p değeri, 238 olarak elde edilmiştir ve elde edilen sonuca göre H₂₇ hipotezi reddedilmektedir.

“H₂₈: Bireysel yatırımcının finansal yatırım kararı alırken, sahip olduğum bilgilerin diğer yatırımcıların bilgilerine oranla daha değerli olduğunu düşünürüm düşüncesi cinsiyete göre farklılık göstermektedir.”

Tablo 54: Aşırı Güven Yanılgısı - Cinsiyet İlişkisi (Bireysel Yatırımcı)

Aşırı Güven Yanılgısı 1	Cinsiyet		χ^2	P
	Kadın	Erkek		
Kesinlikle Katılmıyorum	23,1	76,9	10,983	0,27
Katılmıyorum	50,0	50,0		
Ne Katılıyorum Ne katılmıyorum	28,3	71,7		
Katılıyorum	33,3	66,7		
Kesinlikle Katılıyorum	4,3	95,7		

1: “Finansal yatırım kararı alırken, sahip olduğum bilgilerin diğer yatırımcıların bilgilerine oranla daha değerli olduğunu düşünürüm.”

Tablo 54’de bireysel yatırımcının aşırı güven yanılgısı ve cinsiyet arasındaki ilişkiye ait istatistikî bilgiler yer almaktadır. H₂₈ hipotezi ki-kare ile test edilmiş olup p değeri 0,27 olarak elde edilmiştir. Elde edilen p değerine göre “Bireysel yatırımcının finansal yatırım kararı alırken, sahip olduğum bilgilerin diğer yatırımcıların bilgilerine oranla daha değerli olduğunu düşünürüm düşüncesi cinsiyete göre farklılık göstermektedir.” hipotezi kabul edilmektedir.

Aşırı güven insanları; bilgilerini aşırı tahmin etmeye, riskleri düşük tahmin etmesine ve olayları kontrol etme becerilerini mübalağa etmelerine neden olduğunu göstermektedir ve insanların olduğundan daha iyi, daha akıllı olduğu yönünde düşünme eğilimidir. Bu bağlamda aşırı güven insanların kendi bilgilerinin doğruluğuna gerçekte olduğundan daha fazla olduğuna inandığını göstermektedir.

3.6.ARAŞTIRMANIN SONUÇLARI

Araştırmada profesyonel yatırımcı ve bireysel yatırımcının davranış özelliklerini belirlemeye yönelik anket çalışması yapılmıştır. Ankete 184 katılımcı

katılmıştır ve ayrıntılı analizleri yukarı da yer alan çalışmanın genel sonuçları şu şekildedir:

Anket katılımcılarının büyük bir çoğunluğu erkeklerden oluşmaktadır. Erkek katılım oranı %52,2 iken kadın katılımcı oranı 47,8'dir. Profesyonel yatırımcılarda kadın katılım oranı daha yüksek olarak gözlemlenirken, bireysel yatırımcılarda erkek katılım oranı daha fazladır. Katılımcıların %92,4'ü 40 yaş altındaki katılımcılardan oluşmaktadır. Yatırımcıların %59,2'si bekar iken %40,8'i evlidir. Profesyonel ve bireysel yatırımcılarda bekar katılımcı sayısı evli katılımcı sayısına göre daha fazladır. Yatırımcıların %73,4'ünün çocuğu yokken %26,6'sı 1 veya üstü çocuk sayısına sahiptir. Hem profesyonel hem de bireysel katılımcıların birçoğunun çocuğu yoktur. Katılımcıların %63,6'sı üniversite mezunu,%20,1'i lisansüstü mezunudur. Her iki yatırımcı grubu için de katılımcıların büyük bir bölümü üniversite mezunudur. Yatırımcıların %80,4'ü 4.000 TL ve altı gelire sahipken, 20,4'ü 4.000 TL üstü gelire sahiptir. Katılımcıların büyük bir çoğunluğu %77,7'si 6 yıl ve 1 yıl arasında piyasa deneyimine sahipken %22,3'ü 7 yıl ve üstü piyasa deneyimine sahiptir. Profesyonel ve bireysel yatırımcıların büyük bir çoğunluğu ortalama 1 yıl ve 6 yıl arasında piyasa deneyimine sahiptir. Katılımcıların %28,8'i portföylerini her gün , %28,3'ü haftada birkaç kere portföyünü gözden geçirmektedir. Aynı şekilde profesyonel yatırımcıların ve bireysel yatırımcıların büyük bir çoğunluğu portföylerini her gün ve haftada birkaç kere gözden geçirmektedir.

Katılımcıların %61,4'ü ortalama risk algısına sahipken %27,7'si yüksek risk algısına ve %10,9'u düşük risk algısına sahiptir. Profesyonel yatırımcıların büyük bir kısmı ortalama risk algısına sahipken, düşük risk algısına sahip katılımcı sayısı oldukça azdır. Bireysel yatırımcıların ise büyük bir çoğunluğu ortalama risk algısına sahipken, düşük risk algısına sahip katılımcı sayısı profesyonel yatırımcılara göre daha fazladır. Hem profesyonel hem de bireysel yatırımcıların büyük bir çoğunluğu %73,9'u kredili hisse alımına sıcak bakmamaktadır. Katılımcıların %58,2'si portföy riskini orta olarak tanımlamışken, %16,8'i portföy riskini düşük ve yüksek olarak tanımlamaktadır. %8,2'si ise portföy riskini risksiz olarak tanımlamıştır.

Katılımcıların kayıp kazanç durumunda tercih durumları incelendiğinde risk almayarak kesin kaybı kabul ettikleri, kazanç durumunda ise kesin kazancı tercih

etmeyerek yüksek kazançlı olasılığı tercih etmektedirler. Yatırımcılar kazanç durumunda risk alabilirken, kayıp durumunda daha temkinli davranmaktadırlar.

Katılımcıların finansal risk algısı cinsiyete göre farklılık göstermektedir hipotezi profesyonel yatırımcı için kabul edilirken, bireysel yatırımcılarda reddedilmektedir. Kadın yatırımcıların finansal risk algısı erkek yatırımcılara göre daha düşük olarak bulgulanmışken, bireysel yatırımcılar için aynı sonuca ulaşılamamıştır.

Finansal risk algısının demografik özelliklere göre farklılık gösterip göstermediği incelenmiş ve profesyonel yatırımcının yaşı, sahip olunan çocuk sayısı, eğitim seviyesi ile risk algısı arasında ilişki bulgulanmışken, medeni durum, gelir düzeyi arasında ilişki tespit edilememektedir.. Bireysel yatırımcının ise risk algısının demografik özelliklere göre farklılık gösterip göstermediği incelenmiş ve eğitim seviyesi, gelir düzeyi ile risk algısı arasında ilişki bulgulanmışken, yatırımcıların yaşı, medeni durumu, sahip olunan çocuk sayısı ile risk algısı algılısı arasında ilişki tespit edilememektedir.

Profesyonel yatırımcının yatırım süresi ile yatırımlarını gözden kaçırma sıklığı arasında ilişki tespit edilirken, bireysel yatırımcıda aynı bulgulara ulaşılamamaktadır.

Profesyonel yatırımcının pişmanlıktan kaçınma yanılığı ile risk algısı arasında ilişki bulgulanmışken, bireysel yatırımcılarda ilişki tespit edilememektedir. Yatırımcılar genel olarak, kazanan bir finansal varlığı elden çıkarmanın kaybeden bir finansal varlığı elden çıkarmaya göre daha kolay olduğunu düşünmektedir. Bunun temel sebebi, zararda olan bir finansal varlığın portföyden çıkarılmasına bağlı olarak yaşanacak olan pişmanlık duygusunun önüne geçmektir.

Temsiliyet yanılığı ile risk algısı arasında profesyonel yatırımcı için ilişki bulgulanırken, bireysel yatırımcı arasında ilişki tespit edilememektedir. Profesyonel yatırımcı için katılımcıların geçmişteki bilgi ve tecrübelerini kullanarak, gelecekteki yatırım kararlarını verdikleri ve piyasada bilinen şirketlere daha fazla güven duydukları sonucuna ulaşılmıştır.

Bilişsel çelişki yanılığı ile hem profesyonel yatırımcı hem de bireysel yatırımcının risk algısı arasında ilişki bulgulanmıştır.Katılımcılar, portföylerinde yer alan kaybeden bir finansal varlıkla ilgili olarak yeni bir biliş yaratarak kaybın geçici

bir durum olduğunu ve fiyatların tekrardan yükselişe geçebileceğini düşünmektedirler.

Profesyonel yatırımcının ve bireysel yatırımcının çerçeveleme yanılığı ile risk algısı arasında ilişki bulgulanmaktadır. Hem profesyonel yatırımcı hem bireysel yatırımcı daha fazla kayıp vermek yerine az miktarda kayıp vermeyi kabul ederek risk algısını dengelemiştir.

Hedonik düzeltme yanılığı ile cinsiyet arasında hem profesyonel yatırımcı hem de bireysel yatırımcı arasında ilişki bulgulanamamaktadır. Yatırımcıların yatırımları sonucunda elde ettikleri kazançları tek bir tutar olarak görmek ve parça parça elde etmeleri arasında farklılık tespit edilememektedir.

Profesyonel ve bireysel yatırımcının cinsiyeti ile zihinsel muhasebe yanılığı arasında ilişki bulgulanamamıştır. Yatırım kararı sonucunda karşılaştığım kayıpların verdiği üzüntü, elde ettiğim kazançların verdiği sevinçten daha fazladır düşüncesine her iki grupta katılmamaktadır.

Profesyonel yatırımcının cinsiyeti ile aşırı güven yanılığı arasında ilişki bulgulanamamışken, bireysel yatırımcının aşırı güven yanılığı ile cinsiyeti arasında ilişki bulgulanmaktadır. Bireysel yatırımcı Finansal yatırım kararı alırken, sahip olduğum bilgilerin diğer yatırımcıların bilgilerine oranla daha değerli olduğunu düşünürken, profesyonel yatırımcı aynı düşünceye sahip değildir.

SONUÇ

Geleneksel finans kuramları yatırımcıların rasyonel olduğunu ve yatırım kararları alırken rasyonel davrandıklarını, yatırım kararlarında maksimum faydayı sağlayacak tercihlerde bulunduklarını varsaymaktadır. Bu durum yatırımcıların, beklenen fayda teorisinin öngördüğü şekilde kararlar almasını gerektirmektedir. Ancak bazı durumlarda yatırımcılar bu varsayımları göz ardı edebilmekte ve geleneksel finans teoremleri yatırımcı davranışlarını açıklamada yetersiz kalmaktadır.

Davranışsal finans teoremleri, yatırımcıların irrasyonel davranışlar sergilediklerini ortaya koymaktadır. İnsanların duygularının boyunduruğu altında olduğunu ve yatırım kararlarında her zaman rasyonel kararlar almadığını, karar alırken duygularının etkisi altında kalarak seçimlerde bulunduğunu varsaymaktadır.

Kişilerin sistematik olarak psikolojik yanılsamalara düştüğü davranışsal finans alanında yapılan birçok araştırmada tespit edilmiştir. Bu çalışmada da, profesyonel ve bireysel yatırımcılar üzerinde bu psikolojik yanılsamaların etkisi incelenmiştir.

Araştırma sonuçları göstermiştir ki, psikolojik önyargılar, hem profesyonel hem bireysel yatırımcıların tercihlerini ve davranışlarını etkilemektedir. Elde edilen bulgular sonucunda psikolojik yanılsamaların hepsi iki yatırımcı grubu üzerinde aynı etkiye sahip değildir. Örneğin; aşırı güven yanılgısı bireysel yatırımcılar için kabul edilirken, profesyonel yatırımcı için kabul edilmemektedir. Bu noktada yatırımcıların eğitim seviyesi ve deneyimi önemli bir etken olmaktadır. Profesyonel yatırımcı için risk algısı; cinsiyet, yaş, çocuk sayısına göre farklılık gösterdiği kabul edilirken, bireysel yatırımcı için farklılık gösterdiği kabul edilmemektedir. Bilişsel çelişki ve çerçeveleme yanılgısı her iki grup için de kabul edilmektedir. Yatırımcılar yatırımların da karşılaştıkları kayıpların geçici olduğuna ve yatırımlarının eski fiyat seviyelerine geleceğine inanmakla birlikte yatırımlardan fazla kayıp vermek yerine az miktarda kayıp vermeyi tercih ederek risk algılarını dengelemiştir. Hem profesyonel hem de bireysel yatırımcı grubunda bekar katılımcı sayısının evli katılımcı sayısına göre fazla olmasına bağlı olarak medeni durum ve risk algısı arasında ilişki bulgulanamamıştır. Zihinsel muhasebe yanılgısı her iki grup için de

kabul edilmemektedir. Yatırım kararları sonucunda yatırımcıların kayıpla karşılaşması durumunda ki üzüntü, elde ettiği kazançların verdiği sevinçten daha fazladır düşüncesine katılmamaktadır.

Yatırımcıların rasyonel olmayan davranış göstermeleri bilgi yetersizliğinden değil de psikolojik önyargılar nedeniyle sergiledikleri anket sonuçlarından anlaşılmaktadır. Bazı önyargılarda bireysel yatırımcıların daha rasyonel bir davranış gösterdiği gözlemlenirken bazı konularda profesyonel yatırımcıların deneyim bilgi birikiminin ve deneyiminin onları daha avantajlı konuma geçirdiği görülmektedir. Profesyonel ve bireysel yatırımcının ortak tutum ve davranışlar göstererek benzer kararlar aldığı durumlar da bulunmaktadır.

Finansal bilgi yetersizliği olan yatırımcılar belirli aralıklarla uzman görüşü alarak portföylerini gözden geçirmelidir. Yatırımcıların risk düzeylerini bilmeleri ve yatırımlarının risk ve getirileri hakkında bilgi sahibi olmaları daha doğru yatırım tercihlerinde bulunmalarını sağlayacaktır.

Yatırımcıların sergiledikleri psikolojik eğilimler, finans piyasalarını ve yatırım kararlarını önemli ölçüde etkilediğini göstermektedir. Birçok yatırımcı yatırım kararlarında geleneksel yaklaşımın varsayımlarının tersine hareket etmekte ve söz konusu önyargıların etkisinde kalarak sistematik hatalar yapmaktadırlar. Duygusal faktörler finansal piyasalar üzerinde oldukça etkili bir role sahiptir. Birçok yatırımcının rasyonel olmayan davranış kalıpları sergiledikleri gözlemlenmiştir. Yatırımcıların bilişsel ve duygusal yanılsamaların farkında olarak hareket etmeleri, yatırım hedeflerini net olarak ortaya koymanın yanında, bilişsel ve duygusal yanılgıların yatırımcılara ne tür yatırım hataları yaptığını fark etmesini sağlar. Davranışsal finans teoremlerinin yatırımcılar tarafından anlaşılması hem yatırımcıların vermiş olduğu kararların etkinliğini hem de piyasa etkinliğini arttıracaktır. Davranışsal finans konusunda yatırımcıların bilgilendirilmesi, eğitilmesi, farklı unsurlar ile desteklenerek konu hakkında bilinçlendirilmesi yatırımcıların daha rasyonel kararlar alarak hareket etmesinin yanında piyasaların istenen derinliğe ulaşmasına da yardımcı olacaktır. Daha etkin bir piyasa ve rasyonel kararlar alabilen yatırımcılar için yatırımcıların finansal okur-yazarlık oranının artırılması ve davranışsal finansın ortaya koyduğu önyargıların bilincinde olması gerekir.

KAYNAKLAR

Akyıldız, H. (2008). Tartışılan Boyutlarıyla Homo Economicus. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 13(2): 29-40.

Altay, E. (2008). Sermaye Piyasasında Sürü Davranışı: İMKB’de Piyasa Yönünde Sürü Davranışının Analizi. *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi*. 2(1): 27–58.

Baker, H. K. ve Nofsinger J. R. (2002). Psychological Biases of Investors. *Financial Services Review*. 11(2): 97–116.

Baltussen, G. (2009). *Behavioral Finance: An Introduction*.

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1488110, (09.02.2017).

Barberis, N., Shleifer, A. ve Vishny, R. (1998). A Model of Investor Sentiment. *Journal of Financial Economics*. (49) : 431.

Bayar, Y. (2012). *Davranışsal Finans Perspektifinden Küresel Finansal Krizin Yatırımcı Davranışlarına Etkileri*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Bem, D. (1967). Self Perception: An Alternative Interpretation of Cognitive Dissonance Phenomena. *Psychological Review*. (3): 183–200.

Benartzi, S. ve Thaler, R. (2005). Advances in Behavioral Finance. *Russell Sage Foundation, Princeton University Press* . (2): 2003.

Bernstein, P. T. (1998). *Against the Gods: The Remarkable Story of Risk*. New York: John Wiley & Sons.

Besley, S. ve Brigham, E. F. (2012). *Principles of Finance*. Canada: South-Western.

Bolak, M. (1994). *Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi (2. Baskı)*. İstanbul: Beta Yayınevi.

Chang, C., Jiang, J. ve Kim, K. (2009). A Test Of The Representativeness Bias Effect on Stock Prices: A Study Of SuperBowl Commercial Likeability. *Economic Letters*. (103): 49-51.

Cherry, T. (2001). Mental Accounting and Other-Regarding Behavior: Evidence From The Lab. *Journal Of Economic Psychology*. (22): 605–615.

Giuseppe, C. (2003). *Behavioral Finance and Speculative Buble*. Milano: Università Commercial Luigi Bocconi.

Ding, D., Charoenwong, C. ve Seetoh, R. (2004). Prospect Theory, Analystm Forecasts and Stock Returns. *Journal of Multinational Financial Management*. 14 (4–5): 425–442.

Döm, S. (2003). *Yatırımcı Psikolojisi*. İstanbul: Değişim Yayınları.

Elmas, B. (2010). *Hisse Senedi Yatırımcılarının Davranışsal Özellikleri –Bireysel Yatırımcıya Yönelik Bir Araştırma*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Erzurum: Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Erdoğan, N. (1999). Kişilerde İç Çatışma Nedeni Olarak Rekabet-İşbirliği İkilemi. *Bilgi Sosyal Bilimler Dergisi*. (1): 45–60.

Festinger, L. (1957). *Cognitive Dissonance-Overview*.
<http://home.sprynet.com/~gkersley/tip.festinge>, (28.02.2017).

Gazel, S. (2014). *Davranışsal Finans Psikolojik Eşik ve Önyargılar*. Ankara: Detay Yayıncılık.

Glaser, M., Nöth, M. ve Weber, M. (2003). *Behavioral Finance Sonderforschungsbereich*. 504 Universität Mannheim.

Güvemli, O. (2001). *Yatırım Projelerinin Düzenlenmesi Değerlendirilmesi ve İzlenmesi*. Ankara: Nobel Yayıncılık.

Hasseldine, J. ve Hite, P. (2003). Framing, Gender And Tax Compliance. *Journal Of Economic Psychology*. (24): 517-533.

Kahyaoğlu, M.B. (2011). *Finansal Piyasa Yatırımcılarının Risk Algısındaki Değişimin Analizi*. Sakarya: Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Karan, M. B. (2004). *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*. Ankara: Gazi Kitabevi.

Korkmaz, T. ve Ceylan, A. (2010). *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi*. Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.

Küden, M. (2014). *Davranışsal Finans Açısından Bireysel Yatırım Tercihlerinin Değerlendirilmesi*. İzmir: Gediz Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Langer, E. J. (1975). The Illusion of Control. *Journal of Personality and Social Psychology*. 32(2): 311–328.

Laury, K., Susan ve Charles, A. (2005). *Charles Holt, Further Reflections of Prospect Theory, Andrew Young School of Policy Studies Research Paper Series*.

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=893614, (07.02.2017).

Luce, D. ve Raiffa, H. (1989). *Games and Decisions: Introduction and Critical Survey*. Dover Publications: New York.

Marron, D. (2010). *30 Saniyede Ekonomi*. Çev. Sermin Sarıca. İstanbul: Caretta Yayınevi.

Miller, D.T. ve Ross, M. (1975). Self-serving Bias in Attribution of Casualty: Factor Fiction. *Psychological Bulletin*. 82: 213-225.

Montier, J. (2002). *Behavioural Finance Insights into Irrational Minds and Markets*. England: John Wiley & Sons Ltd.

Nofsinger, J.R. (2001). *Investment Madness: How Psychology Affects Your Investing And What to Do Aboutit*. London: Prentice Hall.

Orçun, Ç. (2015). *Bireysel Yatırımcının Finansal Risk Algısı Üzerine Bir Çalışma*. İzmir: Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Örerler, E.O., Taşpınar, D. (2006). Türk Yatırımcısının Risk Tercihi. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*. 21(239): 82-86.

Özcan, H. (2011). *Davranışsal Finansın Bireysel Yatırımcıların Karar Mekanizmaları Üzerindeki Etkileri: Finansal Yatırımcıların Değerlendirilmelerine Yönelik Bir Araştırma*. Nevşehir: Nevşehir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Özerol, H.N. (2013). *Finansçı Olmayanlar İçin Finans*. Ankara: Elma Yayınevi.

Özmen, T. (1997). *Dünya Borsalarında Gözlemlenen Anomaliler ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üzerine Bir İnceleme*. Ankara: SPK Yayınları.

Peterson, R. L.(2012). *Karar Anı: Aklın Para Üzerindeki Gücü*. Çev. Canan Feyyat. İstanbul: Scala Yayınevi.

Pompian, M. M. (2006). *Behavioural Finance and Wealth Management*. USA: John Wiley & Sons Ltd.

Ricciardi, V., Simon, H.K.(2000). What is Behavioral Finance. *Business Education and Technology Journal*. 2(1):1–9.

Ritter, J. (2003) . Behavioral Finance. *Pacific-Basin Finance Journal*. Vol.11: 429–437.

Sefil, S. ve Çilingiroğlu, H. K. (2011). Davranışsal Finansın Temelleri: Karar Vermenin Bilişsel ve Duygusal Eğilimleri. *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*. 10(19): 247–268.

Sezer, D. (2013). *Yatırımcı Davranışlarının Etkinliği ve Psikolojik Yanılsamalar*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Aydın: Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Shefrin, H. ve Statman, M. (1985). The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence. *The Journal of Finance*. 40(3): 777–90.

Shermer, M. (2007). *The Mind of the Market*. New York: Times Books.

Shleifer, A. (2000). *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*. Oxford: Oxford University Press.

Sönmez, T. (2010). *Davranışsal Finans Yaklaşımı: İMKB'de Aşırı Tepki Hipotezi Üzerine Bir Araştırma*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Ankara: Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Süer, Ö. (2007). Yatırım Kararlarında Alınan Risk Düzeyinin Belirlenmesine İlişkin Ampirik Bir Çalışma. *Öneri Dergisi*. 7(28): 97–105.

Şen, M. (2003). Beklenti Teorisi ve Ticari Bankalarda Uygulanması. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*. 18(209): 82-92.

Şenkesen, E. (2009). *Davranışsal Finans ve Yatırımcı Duyarlılığının Tahvil Verimi Üzerindeki Etkisi: İMKB Tahvil ve Bono Piyasasında Bir Uygulama*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Taffler, R. J. (2002). What Can We Learn From Behavioural Finance. *Credit Control*. Vol 23:14-16.

Taner, B. ve Akkaya, G. C. (2005). Yatırımcı Psikolojisi ve Davranışsal Finans Yaklaşımı. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*. 27: 47-54.

Thaler, R. H. (1985). Mental Accounting and Consumer Choice. *Marketing Sciences*. 4(3): 199-214.

Tomak, S. (2011). Girişimcilik ve Bilişsel Yanlılık. *Girişimcilik ve Kalkınma Dergisi*. 6(1): 72-95.

Tor, A. (2002). The Fable of Entry: Bounded Rationality, Market Discipline and Legal Policy. *Michigan Law Review*. 1(101) : 482-568.

Tor, A. (2008), The Methodology of the Behavioral Analysis of Law. *Haifa Law Review*. Vol 4: 237.

Türko, M. (1999). *Finansal Yönetim*. İstanbul: Alfa Basım Yayın Dağıtım.

Tversky, A. ve Kahneman, D. (1974). Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. *Sciences*. 185(4157): 1124-1131.

Usta, Ö. (2014). *İşletme Finansı ve Finansal Yönetim*. Ankara: Detay Yayıncılık.

Ülkü, N. (2001). Finansta Davranış Teorileri ve İMKB'nin Dezenflasyon Programının Başlangıcında Fiyat Davranışı. *İMKB Dergisi*. 5(17): 101-132.

Veeraraghavan, K. (2010). Role of Behavioural Finance – A Study. *International Journal of Enterprise and Innovation Management Studies*.1(3): 109-112.

Wallach, M. ve Kogan, N. (1961). Aspects of Judgment and Decision Making: Interrelationships and Changes with Age. *Behavioral Science*. 6(1): 23-36.

Yalçın, Y. (2012). *Davranışsal İktisat Yaklaşımıyla Rekabetçi Piyasa Analizi*. (Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi). Ankara: Rekabet Kurumu

Zeelenberg, M. ve Pieters, R. (2004). Consequences Of Regret Aversion In Real Life: The Case Of The Dutch Postcode Lottery. *Organizational Behavior and Human Decision Process*. 93(2): 155–168.

Zeelenberg, M., Eric V. B., Kees V. D., ve Pieters, R. (2002). The Inaction Effect In The Psychology Of Regret. *Journal Of Personality and Social Psychology*. 82(3): 314–327.

Zweig, J. (2011). *Paranız ve Beyniniz*. İstanbul: İnkılâp Kitabevi.

EK 1: Araştırmada Kullanılan Anket Formu

Yatırımcı Anketi

1. Yatırımcı olarak seçeneklerden hangisi sizi tam olarak tarif eder

- ☐ Finans veya banka profesyoneli
- ☐ Profesyonel destek alan bireysel yatırımcı
- ☐ Profesyonel destek almayan bireysel yatırımcı

2.Riske girmeyi sever misiniz?

- ☐ Evet ☐ Bazen ☐ Hayır

3. Aşağıdaki seçenekler arasından seçim yapmanız gerekseydi hangisini seçerdiniz?

- ☐ %80 ihtimalle 2000 TL kazanç
- ☐ %100 ihtimalle 1000 TL kazanç

4. Kredili olarak hisse senedi alımı yapar mısınız?

- ☐ Evet ☐ Hayır

5. Portföyünüzün riskini nasıl tanımlarsınız?

- ☐ Düşük ☐ Orta ☐ Yüksek ☐ Risksiz

6. Aşağıdaki seçenekler arasından seçim yapmanız gerekse hangisini seçerdiniz?

- ☐ %80 ihtimalle 2000 TL kayıp

☐ %100 ihtimalle 1000 TL kayıp

7. Yatırım portföyünüzü hangi sıklıkla gözden geçiriyorsunuz?

- ☐ Her gün ☐ Haftada birkaç kere ☐ Haftada bir kere
- ☐ Ayda birkaç kere ☐ Ayda bir kere ☐ Diğer (.....)

8. Kaç yıldan bu yana yatırım yapıyorsunuz?

- ☐ 1 yıldan az ☐ 1-3 yıl ☐ 4-6 yıl ☐ 7-9 yıl ☐ 10 yıl ve üstü

9. Ortalama aylık geliriniz:

- ☐ 1.300 TL Altı ☐ 1.300–1.999 TL ☐ 2.000- 2.999 TL
- ☐ 3.000- 3.999 TL ☐ 4.000- 4.999 TL ☐ 5.000- 9.999 TL
- ☐ 10.000 TL ve Üstü

Lütfen aşağıdaki ifadelere yönelik katılım düzeyinizi ; “ **1- Kesinlikle Katılmıyorum , 2- Katılmıyorum , 3- Ne Katılmıyorum Ne de Katılıyorum , 4- Katılıyorum, 5- Kesinlikle Katılıyorum**” şeklinde işaretleyiniz.

		1	2	3	4	5
10	Benzer geçmişe ve sosyal statüye sahip insanlarla karşılaştırıldığında, ortalamanın üzerinde bir birey olduğumu düşünüyorum.					
11	“Kamuoyunda bilinen şirketlerin hisseleri iyidir.” Görüşüne katılıyor musunuz?					
12	Bir yatırımdan "%50 ihtimalle 5.000 TL kazanıp - %50 ihtimalle hiçbir şey kazanamamak" yerine "kesin olarak 2.500 TL					

	kazanmayı" tercih ederim.					
13	A ve B olmak üzere iki finansal araçtan oluşan bir portföyde, acil para ihtiyacımı karşılayabilmek için, %15 zararda olan A yerine, %15 karda olan B varlığını satarım.					
14	Finansal yatırım kararı alırken, sahip olduğum bilgilerin diğer yatırımcıların bilgilerine oranla daha değerli olduğunu düşünürüm.					
15	Yatırım kararı sonucunda karşılaştığım kayıpların verdiği üzüntü, elde ettiğim kazançların verdiği sevinçten daha fazladır.					
16	Geçmişte satın aldığım, değeri düşen bir finansal varlığı, “kayıp sadece geçici bir durumdur, fiyatlar tekrardan yükselecektir” diyerek portföyümde tutmaya devam ederim.					
17	A ve B olmak üzere iki ayrı finansal varlıktan toplamda 500 TL kazanç sağlamak (A' dan 300 TL ve B' den 200 TL), tek bir finansal varlığa yatırım yapıp 500 TL kazanç sağlamaya oranla beni daha fazla mutlu eder.					
18	Çevremdeki yatırımcılarla karşılaştırıldığında, yatırım performansımın ortalamanın altında olduğunu düşünüyorum.					
19	Bir alışveriş merkezinin çekilişi sonucu kazanmış olduğum yurtdışı yaz tatiline, ülkede olumsuz hava koşullarının yaşanmasına bağlı olarak gitmeyebilirim.					
20	Geçmişte satın aldığım, değeri düşen bir finansal varlığı, çok daha fazla zarar ettirebileceği düşüncesi ile portföyümden çıkartırım.					
21	Portföyünüzde bulunan ve fiyatı düşmüş bir hisse senedine (satma kararına) ilişkin gelişen şu ifadeye katılıyor musunuz? “ Kayıp sadece geçici bir durum, hisse yeniden değer kazanacaktır. En azından hisseyi aldığım fiyata gelinceye kadar beklemek daha doğru olur.”					
22	Bir yatırımdan "%50 ihtimalle 6.000 TL kaybedip - %50 ihtimalle hiçbir şey kaybetmemek" yerine "kesin olarak 3.000 TL kaybetmeyi tercih ederim.					
23	Bir yıl boyunca para biriktirerek satın almış olduğum yurtdışı yaz tatiline, ülkede olumsuz hava koşullarının yaşanmasına bağlı olarak gitmeyebilirim.					

24	Kazanan bir finansal varlığı satmak, kaybeden bir finansal varlığı satmaktan daha zordur.					
25	Bir finansal varlığa yatırım yapıp 1.750 TL para kaybetmek; A ve B olmak üzere iki finansal varlıktan oluşan bir portföye yatırım yapıp, A' an 2.000 TL kaybedip, B' en 250 TL kazanmaya oranla beni daha fazla mutsuz eder.					
26	Geçmişte yüksek kazançlar elde ettiğim fakat günümüzde fiyatları düşüş gösteren finansal araçları elden çıkarırken tereddüt ederim.					

27.Cinsiyetiniz

☐ Kadın ☐ Erkek

28.. Yaşınız

☐ 18–24 ☐ 25–30 ☐ 31–40 ☐ 41–49
☐ 51–59 ☐ 60 Yaş ve Üstü

29.Medeni Durumunuz

☐ Evli ☐ Bekar

30.Çocuk sayınız

☐ Çocuğum yok ☐ 1 ☐ 2 ☐ 3 ve Üstü

31.Eğitim Seviyeniz

☐ İlköğretim ☐ Lise ☐ Yüksekokul ☐ Üniversite ☐ Master /
Doktora

EK 2: Araştırmanın Hipotez Sonuçları

Ek-2: Araştırmaların Hipotez Sonuçları

Hipotezler	Sonuç
H1: Profesyonel yatırımcının finansal risk algısı, cinsiyetine göre farklılık göstermektedir.	Kabul Edilmektedir
H2: Bireysel yatırımcının finansal risk algısı, cinsiyetine göre farklılık göstermektedir.	Hipotez Reddedilmektedir
H3: Profesyonel yatırımcının finansal risk algısı, yaş aralığına göre farklılık göstermektedir.	Kabul Edilmektedir
H4: Bireysel yatırımcının finansal risk algısı, yaş aralığına göre farklılık göstermektedir.	Hipotez Reddedilmektedir
H5: Profesyonel yatırımcının finansal risk algısı, medeni duruma göre farklılık göstermektedir.	Hipotez Reddedilmektedir
H6: Bireysel yatırımcının finansal risk algısı, medeni duruma göre farklılık göstermektedir.	Hipotez Reddedilmektedir
H7: Bireysel yatırımcının finansal risk algısı, sahip olunan çocuk sayısına göre farklılık göstermektedir.	Kabul Edilmektedir
H8: Bireysel yatırımcının finansal risk algısı, sahip olunan çocuk sayısına göre farklılık göstermektedir.	Hipotez Reddedilmektedir
H9: Profesyonel yatırımcının finansal risk algısı, eğitim seviyesine göre farklılık göstermektedir.	Kabul Edilmektedir
H10: Bireysel yatırımcının finansal risk algısı, eğitim seviyesine göre farklılık göstermektedir.	Kabul Edilmektedir
H11: Profesyonel yatırımcının finansal risk algısı, eğitim seviyesine göre farklılık göstermektedir.	Hipotez Reddedilmektedir
H12: Bireysel yatırımcının finansal risk algısı, gelir düzeyine göre farklılık göstermektedir.	Kabul Edilmektedir
H13: Profesyonel yatırımcının yatırım yapma süresi ile portföyünü gözden geçirme sıklığı arasında ilişki vardır.	Kabul Edilmektedir
H14: Bireysel yatırımcının yatırım yapma süresi ile	

portföyünü gözden geçirme sıklığı arasında ilişki vardır.	Hipotez Reddedilmektedir
H15: Profesyonel yatırımcının kazanan hisseleri elden çıkarırken, kaybedenleri elde tutma eğilimi ile risk algısı arasında ilişki vardır.	Kabul Edilmektedir
H16: Bireysel yatırımcının kazanan hisseleri elden çıkarırken, kaybedenleri elde tutma eğilimi ile risk algısı arasında ilişki vardır.	Hipotez Reddedilmektedir
H17: Profesyonel yatırımcının kamuoyunda bilinen şirketlerin hisseleri iyidir görüşü ile risk algısı arasında ilişki vardır.	Kabul Edilmektedir
H18: Bireysel yatırımcının kamuoyunda bilinen şirketlerin hisseleri iyidir görüşü ile risk algısı arasında ilişki vardır.	Hipotez Reddedilmektedir
H19: Profesyonel yatırımcının geçmişte satın aldığı, değeri düşen bir finansal varlığı, çok daha fazla zarar ettirebileceği düşüncesi ile portföyünden çıkartım düşüncesi ile risk algısı arasında ilişki vardır.	Kabul Edilmektedir
H20: Bireysel yatırımcının geçmişte satın aldığı, değeri düşen bir finansal varlığı, çok daha fazla zarar ettirebileceği düşüncesi ile portföyünden çıkartım düşüncesi ile risk algısı arasında ilişki vardır.	Kabul Edilmektedir
H21: Profesyonel yatırımcının bir yatırımdan "%50 ihtimalle 6.000 TL kaybedip - %50 ihtimalle hiçbir şey kaybetmemek" yerine "kesin olarak 3.000 TL kaybetmeyi tercih ederim düşüncesi ile risk algısı arasında ilişki vardır.	Kabul Edilmektedir
H22: Bireysel yatırımcının bir yatırımdan "%50 ihtimalle 6.000 TL kaybedip - %50 ihtimalle hiçbir şey kaybetmemek" yerine "kesin olarak 3.000 TL kaybetmeyi tercih ederim düşüncesi ile risk algısı	Kabul Edilmektedir

arasında ilişki vardır.	
H23: Profesyonel yatırımcının A ve B olmak üzere iki ayrı finansal varlıktan toplamda 500 TL kazanç sağlamak (A'dan 300 TL ve B'den 200 TL), tek bir finansal varlığa yatırım yapıp 500 TL kazanç sağlamaya oranla beni daha fazla mutlu eder düşüncesi cinsiyete göre farklılık göstermektedir.	Kabul Edilmektedir
H24: Bireysel yatırımcının A ve B olmak üzere iki ayrı finansal varlıktan toplamda 500 TL kazanç sağlamak (A'dan 300 TL ve B'den 200 TL), tek bir finansal varlığa yatırım yapıp 500 TL kazanç sağlamaya oranla beni daha fazla mutlu eder düşüncesi cinsiyete göre farklılık göstermektedir.	Hipotez Reddedilmektedir
H25: Profesyonel yatırımcının Yatırım kararı sonucunda karşılaştığım kayıpların verdiği üzüntü, elde ettiğim kazançların verdiği sevinçten daha fazladır düşüncesi cinsiyete göre farklılık göstermektedir.	Hipotez Reddedilmektedir
H26: Bireysel yatırımcının yatırım kararı sonucunda karşılaştığım kayıpların verdiği üzüntü, elde ettiğim kazançların verdiği sevinçten daha fazladır düşüncesi cinsiyete göre farklılık göstermektedir.	Hipotez Reddedilmektedir
H27: Profesyonel yatırımcının finansal yatırım kararı alırken, sahip olduğum bilgilerin diğer yatırımcıların bilgilerine oranla daha değerli olduğunu düşünürüm düşüncesi cinsiyete göre farklılık göstermektedir.	Hipotez Reddedilmektedir
H28: Bireysel yatırımcının finansal yatırım kararı alırken, sahip olduğum bilgilerin diğer yatırımcıların bilgilerine oranla daha değerli olduğunu düşünürüm düşüncesi cinsiyete göre farklılık göstermektedir.	Kabul Edilmektedir