

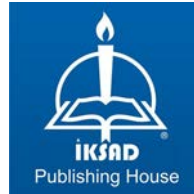
ÇALIŞAN KADINLARIN YATIRIM KARARLARININ DAVRANIŞSAL FİNANS AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ ŞANLIURFA ÖRNEĞİ

Dr. Öğr. Üyesi EMEL ABA ŞENBAYRAM



**ÇALIŞAN KADINLARIN YATIRIM
KARARLARININ DAVRANIŞSAL FİNANS
AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ
ŞANLIURFA ÖRNEĞİ**

Dr. Öğr. Üyesi EMEL ABA ŞENBAYRAM



Copyright © 2019 by iksad publishing house
All rights reserved. No part of this publication may be reproduced,
distributed, or transmitted in any form or by
any means, including photocopying, recording, or other electronic or
mechanical methods, without the prior written permission of the publisher,
except in the case of
brief quotations embodied in critical reviews and certain other
noncommercial uses permitted by copyright law. Institution Of Economic
Development And Social
Researches Publications®

(The Licence Number of Publicator: 2014/31220)

TURKEY TR: +90 342 606 06 75

USA: +1 631 685 0 853

E mail: iksadyayinevi@gmail.com

kongreiksad@gmail.com

www.iksad.net

www.iksad.org.tr

www.iksadkongre.org

It is responsibility of the author to abide by the publishing ethics rules.

Iksad Publications – 2019©

ISBN: 978-605-7695-20-8

Cover Design: İbrahim Kaya

July / 2019

Ankara / Turkey

Size = 16 x 24 cm

İÇİNDEKİLER

ŞEKİL DİZİNİ	4
TABLolar DİZİNİ	5
KISALTMA DİZİNİ.....	6
GİRİŞ	7

BÖLÜM 1

GELENEKSEL FİNANS

1.1. BEKLENEN FAYDA TEORİSİ.....	13
1.2. ETKİN PİYASA HİPOTEZİ.....	14
1.2.1. Zayıf Formda Etkinlik (Weak Form)	16
1.2.2. Yarı Güçlü Formda Etkinlik (Semi-Strong Form)	17
1.2.3. Güçlü Formda Etkinlik (Strong Form).....	17

BÖLÜM 2

MODERN FİNANSA GEÇİŞ SÜRECİ

2.1. RASYONALİTE VE İNSAN.....	19
2.2. KARAR MEKANİZMASI	22
2.3. FİYAT ANOMALİLERİ.....	32
2.4. RİSK VE BELİRSİZLİK OLGUSU	37
2.4.1. Sistematik Risk.....	41
2.4.2. Sistematik Olmayan Risk	41

BÖLÜM 3

DAVRANIŞSAL FİNANS

3.1.	BEKLENTİ TEORİSİ	43
3.2.	DAVRANIŞSAL FİNANS KAVRAMI.....	46
3.3.	DAVRANIŞSAL FİNANS EĞİLİMLERİ.....	53
3.3.1.	Aşırı Güven	54
3.3.2.	Çıpalama (Dayanak Noktası Hevristik)	56
3.3.3.	Aşırı İyimserlik	57
3.3.4.	Temsil Etme Eğilimi	57
3.3.5.	Aşırı Reaksiyon.....	58
3.3.6.	Düşük Reaksiyon.....	59
3.3.7.	Sürü Psikolojisi	59
3.3.8.	Kayıptan Kaçınma.....	60
3.3.9.	Pişmanlıktan Kaçınma.....	61
3.3.10.	Zihinsel Muhasebe	62
3.4.	DAVRANIŞSAL FİNANS LİTERATÜRÜ	63
3.5.	DAVRANIŞSAL FİNANSIN 21. YÜZYIL YANSIMALARI	67

BÖLÜM 4

METODOLOJİ

4.1.	ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ	75
4.2.	ARAŞTIRMANIN KAPSAMI VE YÖNTEMİ.....	75
4.3.	BULGULAR VE DEĞERLENDİRME.....	77
4.3.1.	Demografik Özellikler.....	77
4.3.2.	Kullanılan Ölçek Algılarına İlişkin Bulgular	80
4.3.3.	Araştırma Ölçeklerinin Güvenilirlik Analizleri	82
4.3.4.	Verilerin Normallik Testleri.....	83
4.3.5.	Korelasyon Analizi.....	85

4.3.6. Bağımlı Değişkenlerin Bağımsız Değişkenlerle Olan Farklılık Analizleri	89
4.3.6.1. Bağımlı Değişkenlerin Medeni Durum Değişkeni İle Olan Farklılığın Tespitine İlişkin Bulgular	89
4.3.6.2. Bağımlı Değişkenlerin Yaş Değişkeni İle Olan Farklılığın Tespitine İlişkin Bulgular	91
4.3.6.3. Bağımlı Değişkenlerin Eğitim Değişkeni İle Olan Farklılığın Tespitine İlişkin Bulgular	94
4.3.6.4. Bağımlı Değişkenlerin Mesleki Tecrübe İle Olan Farklılığın Tespitine İlişkin Bulgular	97
4.3.6.5. Bağımlı Değişkenlerin Kişilik Özellikleri İle Olan Farklılığın Tespitine İlişkin Bulgular	100

ŞEKİL DİZİNİ

Şekil 1: Üç Ayrı Formdaki Piyasa Etkinliğinin Birbiri İle İlişkisi.....	18
Şekil 2.1: Rasyonel Karar Verme Modeli	24
Şekil 2.2: Yatırımcıların Kişilik Özellikleri.....	31

TABLolar DİZİNİ

Tablo 1.1: Piyasa Etkinlik Tipleri	34
Tablo 3.1: Etkin Piyasa Hipotezi ve Davranışsal Finans Karşılaştırması.....	52
Tablo 4.1: Katılımcıların Demografik Özellikleri.....	78
Tablo 4.2: Kullanılan Ölçeklerin Ortalama ve Standart Sapma Sonuçları.....	80
Tablo 4.3: Araştırma Ölçeklerine İlişkin Güvenilirlik Analizi	83
Tablo 4.4: Kolmogorov-Smirnov Normallik Testi Sonuçları	84
Tablo 4.5: Sperman Korelasyon Analizi	86
Tablo 4.6. Değişkenlerarası İlişki Hipotezlerinin Ölçüm Sonuç Bilgileri.....	88
Tablo 4.7: Bağımlı Değişkenler İle Medeni Durum Değişkeni Arasındaki Farklılık Testi Sonuçları	89
Tablo 4.8: Geliştirilen Birinci Grup Farklılık Hipotezleri Ve Ölçüm Sonuç Bilgileri.....	91
Tablo 4.9: Bağımlı Değişkenler İle Yaş Değişkeni Arasındaki Farklılık Testi Sonuçları.....	92
Tablo 4.10: Geliştirilen İkinci Grup Farklılık Hipotezleri ve Ölçüm Sonuç Bilgileri.....	93
Tablo 4.11: Bağımlı Değişkenler İle Eğitim Düzeyi Değişkeni Arasındaki Farklılık Testi Sonuçları	94
Tablo 4.12: Geliştirilen Üçüncü Grup Farklılık Hipotezleri ve Ölçüm Sonuç Bilgileri.....	97
Tablo 4.13: Bağımlı Değişkenler İle Mesleki Tecrübe Değişkeni Arasındaki Farklılık Testi Sonuçları	98
Tablo 4.14: Geliştirilen Dördüncü Grup Farklılık Hipotezleri ve Ölçüm Sonuç Bilgileri.....	99
Tablo 4.15: Bağımlı Değişkenler İle Kişilik Özellikleri Değişkeni Arasındaki Farklılık Testi Sonuçları	100
Tablo 4.16: Geliştirilen Beşinci Grup Farklılık Hipotezleri ve Ölçüm Sonuç Bilgileri.....	102

KISALTMA DİZİNİ

A.G.:	Aşırı Güven
A.İ.:	Aşırı İyimserlik
AFT:	Arbitraj Fiyatlandırma Teorisi
Asymp. Sig:	Asymptotic Significance
BFT:	Beklenen fayda teorisi
BB&K:	Bailard, Biehl ve Kaiser
BİST:	Borsa İstanbul
CAPM:	Finansal Varlıkları Fiyatlandırma Modeli
EPH:	Etkin Piyasalar Hipotezi
İMKB:	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
K-S:	Kolmogorov-Smirnov
KOBİ:	Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler
K.K:	Kayıptan Kaçınma
P.K.:	Pişmanlıktan Kaçınma
MPT:	Modern Portföy Teorisi
SPSS:	Statistical Package for the Social Sciences
Std. Sapma:	Standart Sapma
T.E.E:	Temsil Etme Eğilimi
TV:	Televizyon
vd.:	ve diğerleri
vb.	ve bunun gibi
Ort.:	Ortalama

GİRİŞ

Yakın geçmişe kadar ekonomi ve finans literatürünün büyük bir bölümü, bireyin rasyonel davranış sergilediklerini kabul etmiş ve yatırım kararlarında bu doğrultuda modeller geliştirmişlerdir. Fakat bu çerçevede yapılan araştırmaların azınlık bölümünde ise ısrarla bireylerin rasyonel olmadıkları tezi savunulmaktaydı. 20. yüzyıla gelindiğinde, finans piyasalarında görülmeye başlayan anomaliler, bireylerin yatırım kararlarında her zaman rasyonel davranmadığı ve yatırım kararları etki eden farklı eğilimlerin var olduğunu gerçeğini ortaya çıkarmıştır. Bu noktada fark edilen boşluk, geleneksel finansın temel varsayımlarından etkilenerek yeni bir disiplin olarak geliştirilen davranışsal finansla doldurulmaya çalışılmıştır.

Davranışsal finans, yatırım kararlarında rasyonel olduğu düşünülen insan davranışlarının psikolojik ve sosyolojik faktörlerin etkisiyle meydana gelen eğilimlerin toplamıdır. Diğer bir deyişle “bireyler yatırım kararlarında faydalarına olabileceği düşünülen mantıksal yöntemlerle hareket eder” anlayışı yerini “ bireyler yatırım kararlarında faydalarına olabileceği düşünülen mantıksal yöntemlerin yanı sıra mevcut şartlar altındaki psikolojik ve sosyal faktörlerin de etkisi ile hareket eder” anlayışı almıştır.

Finans literatüründe, psikoloji ve sosyoloji biliminin karar alma süreçlerindeki etkisinden esinlenerek ortaya çıkan teori ve modeller davranışsal finans başlığı altında yer almaktadır. Söz konusu bu başlık altında toplanan araştırmalarda, bireylerin finansal karar alma süreci incelenirken, bu süreci doğrudan ve dolaylı olarak etkileyen unsurların keşfi ve tespiti yapılmaktadır. Yine bireylerin yatırım kararlarında

sergilemiş oldukları rasyonel olmayan davranışların fiyat oluşum sürecindeki etkisi de bu başlık altında yapılmış olan araştırmalara konu olmaktadır. Temellerinin 1960'lı yıllarda Etkin Piyasa Teorisi'ne yapılan eleştirilerle atılmış olan davranışsal finansın popülaritesi, Kahneman ve Tversky'nin "Prospect theory: An Analysis of Decision Under Risk" (1979) isimli çalışma ile ortaya koyuş oldukları Beklenti Teorisi'nin 2002 yılında Nobel Ekonomi Ödülü'nü alması ile artmıştır. Etkin Piyasa Teorisi'ne göre, piyasa, rasyonel yatırımcılardan oluşmaktadır ve daima dengededir. Böylece yatırımcıların beklenen getirileri hiçbir koşulda piyasanın beklenen getirisinden daha fazla olmayacaktır. Bu görüş 2000'li yıllarda yaşanan ekonomik krizlerle sorgulanmaya başlanmış ve bu durumda karşıt görüş olan davranışsal finans ekolünün güçlenmesine olanak sağlamıştır.

Etkin Piyasa Teorisi'nin temel öngörüsü yatırımcıların daima rasyonel oldukları iken davranışsal finasta aksine yatırımcıların rasyonel değil normal oldukları ve rasyonel davranmalarını engelleyen birçok duygusal ve psikolojik faktörlerin etkisi ile karar aldıkları ifade edilmektedir. Davranışsal finanstaki bu sistematik analiz aynı zamanda beklenti teorisinin temel varsayımını oluşturmaktadır. Beklenti teorisine göre; yatırımcı kararlarının rasyonaliteden farklı bir eğilim seyredebildiğini ve bu durumda kişilerin beklentilerinin yanı sıra psiko-sosyal faktörlerin etkili olmaktadır. Yatırım hususunda yeteri bilgi ve deneyime sahip olmayan bireylerin, yatırım kararlarını alma ve uygulamaya geçiş sürecinde şahsi özellik ve beklentilerden ve çevresel eğilimlerden etkilenmektedir.

Davranışsal finans teorisi ile ilgili yapılmış olan çalışmaların büyük bir çoğunluğu, piyasadaki açıkların dikkate alınmayan bireysel tutum ve davranışlardan kaynaklandığı gerçeğini dile getirmektedir. Finansal piyasaların etkinliğine farklı bir bakış açısı sağlayan davranışsal finans hususunda yapılmış olan söz konusu çalışmaların çoğunda hedef kitleyi borsa yatırımcıları oluşturmaktadır. Bu çalışmada ise iş dünyasında kendini kanıtlayan ve etkinliğini gün geçtikçe arttıran kadınlar hedef kitle olarak ele alınmıştır. Bu noktadan hareketle bu çalışma ile iş hayatındaki hâkimiyeti ve gücü zamanla artan kadınların, yatırım kararlarını etkileyen psikolojik, sosyal ve ekonomik vb. gibi faktörlerin davranışsal finans açısından değerlendirilmesi amaçlanmıştır.

Araştırmada kullanılan veriler, Şanlıurfa'da iş hayatında aktif olarak faaliyet gösteren ve basit tesadüfi örnekleme tekniğiyle seçilen 564 kadın katılımcının katkısıyla birincil veri toplama yöntemlerinden biri olan anket uygulaması ile elde edilmiştir. Araştırma verilerinin toplanması 12.02.2019- 28.04.2019 tarihleri arasında ve online olarak gerçekleştirilmiştir. Verilerin analizinde kullanılan tanımlayıcı analizler kapsamında frekans ve yüzde analizi, aritmetik ortalama ve standart sapma değerlerinin elde edilmesinde SPSS 16.0 (Statistical Package for the Social Sciences) istatistik paket programından yararlanılmıştır. Ölçeklerin güvenilirliğinin tespiti için Cronbach Alfa testinden yararlanılırken, akabinde verilerin normal dağılım gösterip göstermediğinin tespiti için Kolmogorov-Smirnov (K-S) testi uygulanarak ve ölçeklerin geçerliliğini ve etkin gruplandırılmalarının sağlanabilmesi için Keşifsel Faktör Analizinden yararlanılmıştır. Öte

yandan değişkenlerin birbiri ile ilişkisi olup olmadığının tespiti için Spearman Korelasyon analizi yapılmıştır. Son olarak ortaya konulan farklılık hipotezlerinin test edilebilmesi için ise Mann Whitney U ve Kruskal Wallis H testlerinden yararlanılmıştır.

BÖLÜM 1:

GELENEKSEL FİNANS

Geleneksel Finans Kuramı, bireylerin duygusal ve psikolojik eğilimlerini göz ardı ederek, onların rasyonel davranış sergileyen robotik varlıklar olarak ele almaktadır. Diğer bir deyişle geleneksel finans, bireylerin rasyonel olduğunu savunur ve akılcı davranarak kendisi için her koşulda en uygun kararı verebileceğini ileri sürmektedir.

Geleneksel Finans Teorisi, bireylerin yatırım seçiminde rasyonel varlık olduğunu varsayarak Beklenen Fayda Teorisi çerçevesinde, beklentilerini güncelleyebilen ve aynı hataları tekrarlamayan mekanik varlıklar olarak şekillendirmektedir. Rasyonel insanın her koşulda faydasını maksimize edebilecek akılda ve sağduyuda olması beklenmektedir. Rasyonel insan tipi, ilerleyen bölümlerde ayrıntılı bir şekilde açıklanacak olan “Homo economicus” olarak da ifade edilmektedir.

Geleneksel finans teorisinin temelleri Harry Markowitz ile atılmıştır. Markowitz’in, Modern Portföy Teorisi (MPT), akabinde geliştirilen “Finansal Varlıkları Fiyatlandırma Modeli (CAPM), Arbitraj Fiyatlama Teorisi (AFT), tekli ve çoklu endeks modelleri, makroekonomik faktör modeli ve Fama-French Üç Faktör Modeli gibi çalışmalarla desteklenmiştir. Son olarak Paul A. Samuelson ve Eugene Fama’nın geliştirdiği “Etkin Piyasalar Hipotezi” ile geleneksel finans gelişimini büyük ölçüde tamamlamıştır.

Markowitz (1952), Modern Portföy Teorisi'nde, bir menkul kıymetin değerinin, belirli birkaç unsura göre belirlendiğini öne sürerek finans literatüründe ivme kazanmıştır. Teoriye göre menkul kıymetin değeri üzerinde etkili olan unsurlar, menkul kıymetin beklenen getirisi, getirilerin standart sapması ve söz konusu menkul kıymetin portföydeki diğer menkul kıymetlerle olan ilişkisidir.

CAPM, yatırım yapmayı planladığımız menkul kıymetin sahip olduğu riske uygun bir getiri verip vermediğini araştırmakta, hatta henüz pazarda işlem yapmaya başlamamış bir varlığın vermesi gereken getiriyi açıklayan teorik bir çerçeve sağlamaktadır (Karan, 2004:199). Diğer bir deyişle, CAPM herhangi bir menkul kıymetin beklenen getirisi ile risk derecesi arasındaki doğrusal ilişkiyi göstermektedir. Modele göre, bir menkul kıymetin beklenen getirisi ile o menkul kıymetin sistematik riski arasında pozitif yönlü bir ilişki ve yine herhangi bir menkul kıymetin beklenen risk primi ile piyasanın beklenen risk priminin ilişkili olması gerekmektedir. CAPM'de sistematik veya pazar riskinin ölçümü amaçlanmaktadır. Her modelde olduğu gibi, CAPM de belirli varsayımlarla hareket etmektedir. Bu varsayımları aşağıdaki şekilde derleyebiliriz:

- Yatırımcı portföylerini bir dönemlik beklenen getiriler ve standart sapmalara bakarak oluştururken, daima en yüksek getirisi ve en düşük standart sapması olanı varlığı tercih etmektedir.
- Yatırımcı sonsuz bölünebilen menkul kıymete istediği kadar küçük miktarda yatırım yapabilmektedir.
- Yatırımcının yatırımını yapabileceği veya borç alabileceği risksiz oran bulunmaktadır.

- İşlemlerde vergi ve maliyetler sıfır kabul edilmektedir.
- Piyasada tam rekabet koşulları geçerlidir.
- Spekülatif işlemler geçerlidir.

Tekli ve çoklu endeks modelleri ile ilgili yapılan çalışmalar, hisse senedi fiyatlarını etkileyebilecek pazar ve endüstri dışı faktörlerin tespiti hususunda farkındalık yaratmıştır. Söz konusu farkındalık ilk kez Merton (1973) tarafından Arbitraj Fiyatlama Teorisi (AFT) ile vurgulanmıştır. AFT, piyasada varlık fiyatlarının arbitraja imkân vermeyecek şekilde dengede olacağını ileri sürerek, hisse senetlerinin piyasa fiyatlarını, tek fiyat yasasına dayanmaktadır. SVFM'ne alternatif olarak geliştirilen Arbitraj Fiyatlama Teorisi, aynı malın iki ayrı fiyattan satılamayacağı, çeşitli piyasalardaki fiyat farklarından yararlanmak suretiyle kazanç sağlayamayacağını savunmaktadır.

Varlık fiyatlama modelleri, yatırım kararlarından yatırımcıların psikoloji ve önyargılarını göz ardı etmekte ve yatırımcıların rasyonel varlık olarak kabul etmektedir. Bu yönüyle varlık fiyatlama modelleri Beklenen Fayda Teorisini desteklemektedir.

1.1. Beklenen Fayda Teorisi

İlk olarak Bernoulli tarafından ortaya atılan, ardından John Von Neumann ve Oscar Morgenstren adlı iki araştırmacı tarafından yayınlanan “Theory of Games and Economic Behavior” isimli eserle formülize edilen Beklenen Fayda Teorisi, geleneksel finansın temelini oluşturmaktadır. Bu teoriye göre insan, rasyonel bir varlıktır. Rasyonel insan veya iktisadi insan (Homo economicus) ise kendi menfaati yönünde hareket eden, kararlarını alırken faydasını maksimize etme amacı güden, duygularından arınmış hipotetik bir insanı ifade

etmektedir. Beklenen fayda teorisine göre insanlar, riskli ya da belirsizlik taşıyan fırsatları onlardan beklenen yararları karşılaştırarak seçerler (Borak, 2008:71).

Beklenen fayda teorisi (BFT), belirsizlik ortamında karar sürecini yaşayan insanın, davranışlarını ölçülebilir bir fayda fonksiyonuna dayanarak açıklamaktadır. Yatırımcı, karar sürecinde kararın sonuçları ile ilgili tam bir yargıya varamaz. BFT'ne göre, insanların beklenen parasal değeri değil, esasında beklenen bu parasal değer beklenen faydasını maksimize ettiklerini ileri sürülmektedir. Ancak, beklenen faydanın nasıl ölçüleceği konusunda herhangi bir somut önermede bulunmamaktadır (Abaan, 1998:125).

BFT, yatırımcıların riskli seçenekler arasındaki tercihlerini, beklenen faydaları karşılaştırarak vereceğini öngörmektedir. Böylece en yüksek faydayı sağlayacak seçeneği tercih edecek olan yatırımcı bu süreci bir takım zihinsel muhasebe sonucunda tamamlamaktadır. Birey herhangi bir seçeneğin kendisine sunduğu faydayı, söz konusu seçeneğin muhtemel sonuçlarının olasılıkları ile ağırlıklandırarak ölçecek ve en yüksek ağırlıklı toplama sahip olan seçeneği tercih edilecektir.

1.2. Etkin Piyasa Hipotezi

Etkin Piyasalar Hipotezi (EPH), finansal literatürde en çok desteklenen teorilerin başında gelmektedir. Hipotez ile ilgili 1960 – 1990 yılları arasında konu ile ilgili çok sayıda akademik araştırma yapılmıştır. İlk kez Fama'nın 1965 tarihli "Hisse Senedi Piyasası Fiyatlarında Rassal Yürüyüş" isimli çalışması ile ortaya çıkan "etkin

piyasa” kavramı, daha sonraları literatüre zemin oluşturacak teori ve modellerin geliştirilmesine ilham olmuştur.

Rassal Yürüyüş Hipotezi, Etkin Piyasa Hipotezi’nde olduğu gibi fiyat serilerinin birbirinden bağımsız olduğuna, mevcut fiyatın bir önceki fiyattan bağımsız olduğu varsayımına dayanmaktadır. Rassal Yürüyüş Hipotezi, piyasa etkinliği esasına dayalı olarak bilgi akışının serbest olduğu ve hisse fiyatları üzerindeki etkisinin doğrudan olduğu, sonraki bir dönemde gerçekleşen fiyat değişimlerinin yalnızca o dönemin fiyatlardan etkilendiği öngörüsüne dayanmaktadır.

Fama’ya göre etkin piyasa, “çok sayıda rasyonel kar maksimizasyoncusunun aktif olarak rekabet ettikleri, her bir hissenin gelecek piyasa değerinin tahmin edilmeye çalışıldığı ve önemli cari tüm bilgilerin tüm piyasa katılımcıları tarafından neredeyse maliyetsiz bir biçimde elde edilebildiği” bir piyasadır (Chuvakhin, 2001: 3).

Etkin piyasalar, asimetrik bilginin olmadığı ve bu homojen bilgi ortamının fiyatlara doğrudan yansıdığı piyasalardır. Etkin olduğu düşünülen bir piyasada hiçbir varlık gerçek değerinin üstünde veya altında satın alınıp satılamaz. Dolayısıyla gerçek bilginin hâkim olduğu bir piyasada kişisel menfaatler doğrultusunda girişimde bulunulması zordur.

Etkin piyasa hipotezinin dayandığı varsayımları aşağıdaki şekilde derlemek mümkündür:

- Yatırımcı yatırım kararlarını risk ve belirsizlik altında yapar.
- Yatırımcı, yatırım kararı sonucunun faydasını maksimize etmek isteyecektir.

- Bilgi, yatırımcılar arasında homojen dağılır ve kolayca elde edilebilir.
- Yatırımcılar birbirlerinin kararları ile ilgili fikir sahibi olabilmektedir.

Etkin Piyasalar Hipotezi (EPH) ile ilgili beklentileri ise iki kategoride toplamak mümkündür:

Birinci Beklenti: Piyasaya giriş yapan bilginin en kısa zaman ve şekilde fiyatlara yansımalıdır. Yanlış veya eksik bilginin yatırım kararlarını yanlış yönlendirmemesinin yanında, bilgiye kısa yoldan veya haksız bir şekilde ulaşan yatırımcının diğerlerine fark yaratmaması gerektiği beklenmektedir. Diğer bir deyişle, fiyatlardaki değişimlerin belirli bir trendi izlemesi ve fiyatların bilgiye karşı doğru reaksiyon göstermesi beklenmektedir.

İkinci Beklenti: Piyasaya giriş yapan bilginin, menkul kıymetlerin temel değerini etkileyebilecek nitelikte bir bilgi olması gerekmektedir. Diğer bir deyişle, hisse senedinin temel değeri ile ilgili bir bilgi olmadıkça, fiyatlar arz ve talepteki değişime tepki vermemelidir.

Fama, Rassal Yürüyüş Hipotezi'ne dayanan ampirik çalışmaları teorik bir yapıya oturtarak “etkin piyasa”nın etkinlik düzeyini üç alt hipoteze dayandırmaktadır.

1.2.1. Zayıf Formda Etkinlik (Weak Form)

Zayıf formdaki etkin bir piyasada hisse senedi fiyatlarının, hisse senetlerine ilişkin geçmiş bilgileri yansıtmaktadır. Bu durumda zayıf formdaki piyasada geçmiş bilgi ve getirileri gibi yararlı olmayan bilgi bulunmaktadır. Geçmiş fiyat ve getiri bilgisine dayanan bu piyasa türünde, piyasadaki getirinin üstünde riske ayarlı bir getiri elde etmek

mümkün değildir. Dolayısıyla riske karşı duyarsız olduğu varsayımı altında, zayıf formdaki etkin bir piyasada hisse senedi getirilerinin geçmişteki getirilere bağlı olarak tahmin etmenin imkânsızdır.

Eğer hisse senedi fiyatları rastgele bir seyir izliyorsa, sadece geçmişteki hisse senedi fiyatlarını inceleyerek aşırı kârlar sağlayamazsınız. Bu hisse senedi fiyatlarındaki herhangi bir bilgi bugünün fiyatlarına zaten yansıtılmıştır. Bu tür piyasalara, zayıf formda etkin piyasa adı verilir (Brealey, vd., 1995: 245).

1.2.2. Yarı Güçlü Formda Etkinlik (Semi-Strong Form)

Yarı güçlü formda etkin bir piyasada hisse senedi fiyatlarının, hisse senetlerine ilişkin geçmiş bilgilerin yanı sıra kamuya açıklanmış ve herkes tarafından bilinen güncel bilgileri de yansıttığı kabul edilir. Yarı güçlü formda etkinlik, zayıf etkinlik formunun şartlarını da içinde barındırır. Bunun sebebi ise hisse senedi fiyatları, getiri oranları, işlem hacmi gibi bilgilerin zaten kamuya açıklanmış bilgiler olmasıdır (Dyckman and Morse, 1986: 6).

Eğer piyasa yarı güçlü etkinliğe sahip ise, firma-sektör-ekonomi ile ilgili değişkenleri kullanarak menkul kıymetin getirisini tahmin etmeye yönelik metotlar (temel analiz) işe yaramayacaktır. Çünkü fiyatlar temel analize girdi olan tüm bilgileri yansıtıyor olacaktır. Orta güçlü formda etkin bir piyasada ancak içeriden bilgi edinebilen bazı kişiler kısa dönemli fiyat hareketlerinden yararlanarak ortalama piyasa getirisinden daha fazla bir ek getiri sağlayabilecektir (Altun, 1992: 5).

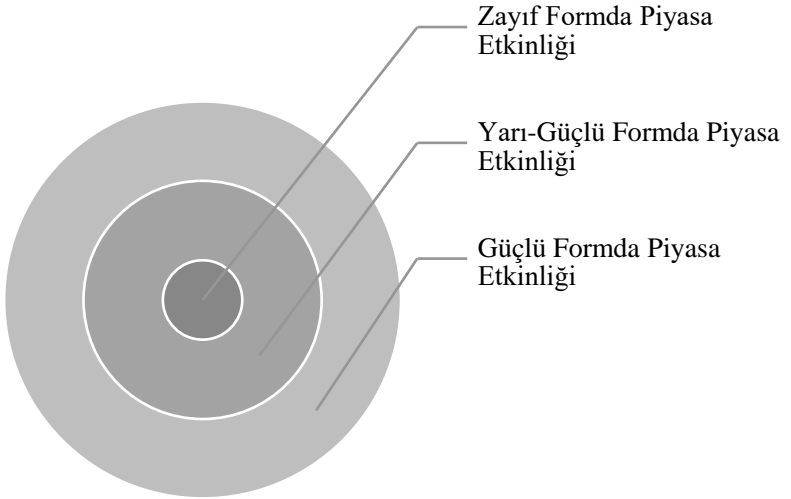
1.2.3. Güçlü Formda Etkinlik (Strong Form)

Arz ve talebe göre piyasada oluşmuş fiyatların geçmiş fiyat bilgileri, kamuya açıklanan tüm bilgiler ve bunların yanında firma içi

bilgiler (insider information) adı verilen özel bilgileri de yansıtıyor olması, piyasanın güçlü formda etkin olduğunu göstermektedir. Bahsedilen bilgilerin tümünü içerisinde barındıran fiyatların varlığı, tarafların diğerlerine fark yaratacak özel bilgilerin sayesinde zenginleşmesini zorlaştıracaktır.

Tüm bu etkinlik formları toplu olarak değerlendirildiğinde zayıf, yarı güçlü ve güçlü formda etkin piyasaların birbirlerinden bağımsız olmadıkları gözlemlenmektedir. Yarı güçlü formda etkin bir piyasanın aynı zamanda zayıf formda da etkin olması gerektiği, güçlü formda etkin bir piyasanın ise hem zayıf formda etkin, hem de yarı güçlü formda etkin olması gerektiği görülmektedir. Aksi halde fiyat ilgili tüm bilgileri içermeyecektir. (Karan, 2004:273)

Şekil 1: Üç Ayrı Formdaki Piyasa Etkinliğinin Birbiri İle İlişkisi



BÖLÜM 2:

MODERN FİNANSA GEÇİŞ SÜRECİ

2.1. Rasyonel ve İnsan

Rasyonel insan veya iktisadi insan anlamına gelen “Homo economicus”, klasik ve neo- klasik iktisadın temel varsayımını oluşturmakta ve farklı iktisat ve siyaset teorilerine olanak veren önemli bir araştırma konusudur. Bu doğrultuda yapılan araştırmaların ve ortaya konulan teorilerin geçerliliği büyük ölçüde insanın gerçekten “homo economicus” olarak kabul edilip edilemeyeceği hususundadır.

18. ve 19. yüzyıllarda temel insan modeli olarak ele anına “Homo economicus”, üretim, mübadele ve tüketim faaliyetlerinde bugüne ve geleceğe ilişkin tam bilgiye sahip olup, karar ve eylemlerinde her zaman tutarlı ve saf akılcı hareket ettiği öne çıkarılmaya çalışılmıştır. İktisadi faaliyetleri ve ilişkileri anlamayı kolaylaştırmak bakımından başarılı olan, homo economicus örneğindeki modelleme, gerçek yaşamın karmaşık yapısı karşısında anlama ve açıklama gücünü ortadan kaldıramamaktadır (Yalçınkaya, 2004:6).

Homo economicus”, fayda maksimizasyonu peşinde koşan birey varsayımına dayandığında, ahlak felsefesindeki karşılığı, sadece kendi çıkarını düşünen egoist ve hedonist birey anlamına gelmektedir. Buna karşın, birey, başkalarının refahını (aile, dost, arkadaş) dikkate alan varlık olarak ele alındığında alturist; tüm toplumun faydasını esas alan varlık olarak tanımlandığında da ise faydacıdır. Ancak, ister alturizm ve faydacılık çıkarıcılığın, isterse çıkarıcılık alturizm ve faydacılığın

kapsamı içinde ele alınsın; her iki halde de “homo economicus” anlamsal gücünü kaybetmektedir (White, 2004: 90).

Geleneksel iktisadın temel aldığı “homo economicus” insan modeli, insanın akılcı ve rasyonelitik davranışlarını yeterli ölçüde açıklayabilmesine rağmen insanın sosyal ve psikolojik davranışlarını açıklamakta yetersiz kalmaktadır. Özellikle insan davranışlarında belirleyici rol oynayan sosyal ve kültürel normlar, önyargılar, psikolojik eğilimler vb. gibi insanı rasyonel olmayan davranışlar sergilemeye zorlayan faktörler “homo economicus (iktisadi insan)” insan modelinde göz ardı edilmiştir. Bu insan modelinin temel alındığı farklı disiplinlerde, çok sayıda çalışma yapılmıştır. Başta sosyoloji olmak üzere diğer sosyal ve beşeri bilimler tarafından iktisadî insan modeline alternatif ve insanın sosyal hayattaki davranışlarını da açıklamaya yönelik modeller geliştirilmiştir. İnsanı bütüncül bir yaklaşımla ele almayı başaramayan söz konusu bu modeller bir yönüyle hep eleştirilmiştir.

“Homo economicus” modeline karşı sosyoloji bilimi, kendi insan modeli olarak “eylemleri, sadece saf ve kültürden bağımsız bireysel çıkar hesapları değil, kültürel değerler tarafından yönlendirilen bir “sosyolojik insan” (homo sociologicus) modelini (Hirsch and Friedman 1990) oluşturmuştur. Bu bağlamda, kurumsal ekonomi, “kurumsal iktisadî insanı” (homo institutional economicus) (Hodgson 1998 ve Tomer 2001), sosyal ekonomi, “sosyal iktisadî insanı” (homo socio-economicus) (O'Boyle 1994, Waters 1988, Etzioni 1988) ve insancıl ekonomi “insancıl iktisadî insanı” (homo humanistic economicus)

(Tomer 2001) geliştirmiştir (Özsoy.2009:182). Sonuç odaklı olan homo economicus, kendisine sunulan seçenekler arasından akılcı seçimde bulunarak beklenen faydası en yüksek olan seçeneği kendisi için seçmeyi amaçlamaktadır. Oysa alternatif bir tür olarak yaratılan homo sociologicus ise daha çok sebep odaklı olup, bireysel seçimleri şekillendiren konularla ilgili sürece önem vermektedir. Homo economicus sınırlamalara odaklanırken; homo sociologicus; din, gelenek, ideoloji, kitlesel eğilimler, karmaşık etkileşimler gibi çok boyutlu, çok değişkenli yapıları incelemektedir (Yalçınkaya, 2004:1)

Davranışsal finansın temel teorisini oluşturan “homo socio-economicus” ise, insanın ekonomik, sosyolojik ve psikolojik boyutları ile birlikte değerlendirilmesi gerektiğine odaklanmaktadır. Bunun yanında psikolojik boyutlarını da ele almaya çalışmaktadır. “Homo socio-economicus” doğası gereği getirisini maksimize etmeye çalışan rasyonel birey ile karmaşık ve belirsiz durumlar karşısında zihni dalgalanmalar yaşaması muhtemel esnek birey arasında yer alan veya her ikisi birden bünyesinde bulunduran insan figürüdür.

Bireylerin, gerçek hayattın her evresinde bir takım belirsizlik ve riskli durumlarla karşı karşıya kalması muhtemeldir. Doğası gereği en yüksek düzeyde kazanç elde etmek isteyen bireyin, karar mekanizmalarını etkin çalışabilmesi bireyin sahip olduğu bilginin doğruluğu ve yeterliliği ölçüsünde olduğu kadar kendisini doğrudan ve dolaylı olarak etkileyen birçok faktöre bağlıdır. Öte yandan bireyin sahip olduğu bilginin doğruluk ve yeterliliğinin istenilen ölçüde olduğunu farz etsek bile, söz konusu bu bilginin herkes için aynı şekilde

anlaşılması veya çözümlenmesi mümkün olmayacaktır. Dolayısıyla bilginin her bir birey için farklı uyarılar sağlaması kaçınılmazdır. Bilgi çağının bir gereği olarak en doğru bilginin güncel tutulması ise bireylerin rasyonaliteden uzaklaştıran bir diğer unsurdur.

2.2. Karar Mekanizması

Geleneksel finans teorilerinin finansal piyasa anomalilerini açıklamada yetersiz kalması, yatırımcıların finansal karar sürecinde bireyin karar mekanizmasını etkileyen anomalilerin varlığı ve bunlar hakkında yeni teorilerin ortaya çıkmasına ortam sağlamıştır. Geleneksel finanstaki bu yenilenme, finansın davranışsal boyutta ele alınması fikrini var ederken, söz konusu bu boyutun bireylerin karar verme sürecinde neden sadece ve her koşulda rasyonel davranışlar sergileyemediğini ve süreç içerisinde insan zihnini etkileyen anomalileri açıklamada önemli rol oynamıştır.

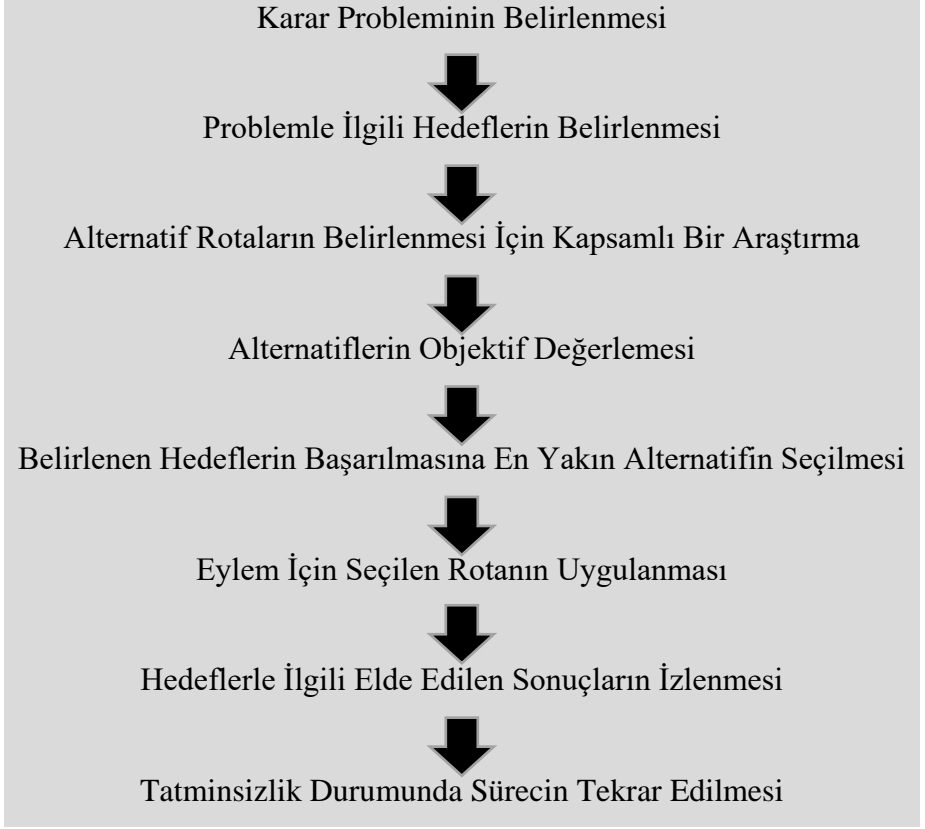
Karar verme, bireyin, grup veya kurumun seçim yapılmak istenen konu ile ilgili doğrudan veya dolaylı bilgilerin temin edilmesi, özümsemesi ve değerlendirmesinin yapıldığı süreçtir. Bu süreç çok çeşitli faktörlerin etkisi altında, farklı şekillerde ortaya çıkabilmekte ve şekillenmektedir. Karar mekanizmasının yönlendirilmesinde etkili olan ana unsurlar ise kişisel varsayımlar ve önyargılardır. Bu nedenle, karar mekanizmasının etkin bir şekilde çalışabilmesi ve sonuçların en az istenilene yakın olabilmesi, karar sürecinde etkili olan söz konusu varsayım ve önyargıların doğru tespit edilmesi ve bu faktörlerin olumsuz etkilerinin en aza indirilmesini sağlayacak çözüm yöntemlerinin bulunması ve uygulanmasına bağlıdır.

Literatürde karar teorisi, beklenen fayda teorisi, beklenti teorisi ve ortalama varyans analizi olmak üzere üç ana bağlantı ile ifade edilmektedir. Karar teorisinin bu üç paradigmasından kısaca bahsedelim.

Bernoulli'nin 1744 yılında literatüre kazandırılan “Beklenen Sübjektif Fayda Teorisi”, “Beklenen Fayda Teorisi”nin güncellenmiş ifadesi olarak bilinmektedir. Bu her iki teoriye göre bireylerin karar süreçleri yapmış oldukları zihinsel muhasebe ile sonlanmakta ve bireyler bu süreçte faydalarını maksimize edecek şekilde karar verirler. Belirli bir takım normlar doğrultusunda hareket eden ve rasyonel kararlar vermeye çalışan yatırımcı sahip olduğu birçok sezgisel faktörden soyutlanmış farz edilir. Oysa karar verme, geleneksel finans modellerinin öne sürdüğü kadar sadeleştirilebilen, basitleştirilen ve zorunlu bir takım davranışları sergilemek zorunda bırakılan bir süreç değildir.

Heracleous (1994), “Rational Decision Making: Myth or Reality?” isimli çalışmasında, geleneksel yaklaşımlarda rasyonel karar verme sürecinin birbirini takip eden ve tekrarlanabilen süreçler dizisinden oluştuğunu ifade etmektedir.

Şekil 2.1: Rasyonel Karar Verme Modeli



Kaynak: Heracleous, 1994:16

Rasyonel karar verme modeline göre, ilk aşamada hakkında karar verilecek problemin açık ve doğru bir şekilde tespit edilerek ortaya konması gerekmektedir. İkinci aşamada karar sürecinde izlenecek yolun belirlenebilmesi adına problem ile ilgili hedef ve amaçlar belirlenmelidir. Üçüncü olarak karar probleminin çözümüne ulaştıracak alternatif rotaların yeterli bir araştırma sonucunda belirlenmesi ve bu alternatiflerin objektif olarak değerlendirilmesi gerekmektedir. Beşinci aşamada, hedeflerin gerçekleşmesine imkân sağlayacak en iyi alternatifin seçimi yapılır. Bir sonraki aşamada alternatifin seçimi ile

fili adımdan önceki rota belirlenir ve akabinde eylem sonrasında elde edilen sonuçlar izlenir. Son aşamada ise sonuçların istenilen düzeyde olmaması ile söz konusu süreç tekrarlanır. (Heracleous, 1994:16).

Rasyonel karar verme modeli, bireyleri kararın nasıl verileceği hususunda net bir şekilde bilgilendirmediğinden ağır eleştirilere maruz kalmıştır. Heracleous (1994) rasyonel karar verme modelinin temelinde yatan kesin varsayımları şu şekilde özetlenmiştir (Ayyıldız Ünnü, 2014:93-94):

- Karar vericilerin eylemin doğası ve işleyişine ilişkin hedeflerine yönelik net anlayışları bulunmaktadır.
- Her yatırım seçeneğine ve nihai sonuçlarına ilişkin kapsamlı bir araştırma yapılabilir.
- Tüm seçenekler belirlenen hedeflerin gerçekleştirilmesi hususunda sahip olduğu paya göre değerlendirilir ve belirlenen hedefi gerçekleştirme olasılığı en yüksek olan seçenek seçilerek uygulanır.
- Sonuçlar düzenli ve tarafsız bir tutumla izlenerek değerlendirilir.
- Model, örgütsel paradigmanın karar mekanizmasını etkileyebilecek tüm kısıtlayıcı unsurları dikkate almaktadır.
- Model, sosyo-politik davranışların karar verme süreci üzerine etkilerini de yok saymaktadır.

Rasyonel karar vermeye ilişkin varsayımların ve aşamaların gerçek hayatta uygulanabilirliği sorgulanmaktadır. Bunun temelinde ise örgütsel paradigma ve kültürün kısıtlayıcı etkileri, örgütsel aktörlerin algıları ve farklı çıkarılara sahip olmaları, duygular, sezgiler ve buluşsal

yöntemlerin rolü ve bu unsurlara paralel olarak “sınırlı rasyonellik” kavramı yatmaktadır (Ayyıldız Ünnü, 2014:94).

Sınırlı rasyonellik kavramı, geleneksel finansa göre rasyonel karar vermesi beklenen rasyonel insanın, olası bir problem karşısında bilişsel kabiliyetlerinin kısıtlandığı gerçeği ile anlam kazanmıştır. Teori, karar vericilerin en doğru davranışı sergilemelerine engel olan kısıtlayıcıların olası sonuçlarını vurgulamaktadır. Söz konusu bu kısıtlayıcılar, içsel ve dışsal kısıtlayıcılar olmak üzere iki farklı şekilde ortaya çıkabilmektedir. Bu noktadan hareketle sınırlı rasyonelite teorisinin, yatırımcı kararlarının nasıl ve neye bağlı olarak gerçekleştiğinin daha iyi anlaşılmasını sağlamaya hizmet eden bir teori olduğunu söylemek mümkündür.

Sınırlı rasyonelite teorisine göre yatırımcılar alacakları kararlar öncesinde bilgi toplama ve topladıkları bu bilgiyi çözümleme yapabilecek bir zihinsel altyapıya sahip değildirler. Teori yatırımcıların karar alma süreci öncesi ve sonrasında gerek duyulan zihinsel muhasebe kabiliyetlerinin bir takım zihinsel ve psikolojik faktörlerin etkisiyle sınırlandığını vurgulamaktadır. Yatırımcılar ancak tam bilgiye sahip iken rasyonel davranabilmektedirler. Tam bilgi altında karar verirken dahi yeterince değerlendirdikleri ve üzerinde düşündükleri bilgi ile karar verebilirler fakat bu kesinlikle mükemmel bir yargılama ve değerlendirme süreci yapıldığı anlamına gelmez (Mulholland, 1998:18-19).

Keynes’e (1937) göre, yatırımcıların rasyonel insan gibi görünmeyi sağlayacak davranışları üç şekilde açıklamıştır (Fırat ve Kurtoğlu, 2014:91):

- i. Yatırımcı yatırım kararını verirken geçmişteki tecrübe ve eylemlerinin etkisinden ziyade mevcut durum ve anın etkisiyle hareket etmektedir. Aksi halde kişi belirsizlik olgusunun etkisiyle gerçekleştirilecek eylem ile ilgili gelecekte muhtemel değişiklikleri büyük ölçüde göz ardı edebilecektir.
- ii. Fiyatlardaki mevcut yapının, yatırımcının beklentileri ile paralellik gösterdiği varsayılır.
- iii. Yatırımcı kendi yargılarının değersiz olduğunu düşünerek piyasanın ortalamasının davranışlarına uyum göstermeye gayret etmektedir.

Rasyonel insanın, akılcı insan olması sebebiyle çevresel ve psikolojik etmenlerden etkilenmeyen ve karar alma sürecinde mekanik düşünce ile tercih yapabilmesini sağlayacak rasyonel davranışlar sergileyeceği düşünülmektedir. Bu nokta rasyonel davranış ve bunun sonucunda ortaya çıkan rasyonel karar vermenin gerçek hayattaki normal bir bireyin davranışlarından aykırı olduğu görülmektedir. İnsan doğasında var olan alışkanlık, tecrübe, hırs, cesaret, korku, önyargı, dini ve örfi normlar, güven, sosyal ilişkiler vb. gibi birçok unsurlardan etkilenmekte ve bu etkinin düzeyi doğrultusunda karar mekanizması, kararı anlamlandırmaktadır. Geleneksel finans, bireyin bahsedilen bu karmaşık yapıdan etkilenmeden sadece akılcı yöntemle düşünmesi ve karar vermesi gerektiği temeline dayanmaktadır.

Kahneman ve Tversky (1979) tarafından beklenen fayda teorisini eleştirel nitelikli olarak ortaya konan “beklenti teorisi” ise karar verme sürecinde “rasyonel olmayan/ normal” bir insanın kayıplara

kazançlardan daha fazla anlam yüklediğini vurgulamaktadır. Bu durumda insanlar olası fayda durumunda oluşabilecek değişimlere daha fazla odaklanırlar ve sübjektif beklenti olasılığı önyargının etkisi ile gerçekleşir. Dolayısıyla beklenen fayda teorisi, hangi kararların rasyonel olduklarını açıklarken beklenti teorisi hangi tür kararların en sık gözlemlendiğini açıklamaktadır (Hens ve Bachmann, 2008:12).

Bir diğer karar verme modeli ise Markowitz'in (1952), gerçek hayatta entegrasyon düzeyi en yüksek model olan ortalama varyans analizinin amacı, karar sürecinde alternatiflerin değerlendirilerek, en düşük risk ve en fazla getiriye sahip alternatifin tercih edilmesidir. Bu model, etkin bir portföy seçim modeli olarak kullanılmasının yanında, amaç fonksiyonu ve kısıt yapısı itibari ile kısıtlı kaynaklar altında en fazla fayda ya da en az maliyet amaçlı klasik bir optimizasyon problemi olarak da görülmektedir (Keçeci, 2015:462).

Özellikle finans alanında etkili olan Markowitz modeline göre yatırımcı portföyünü seçerken, yapacağı yatırımlarının gelecekteki getirilerinin bugüne indirgenmiş değerini maksimum düzeye çıkartmaya çalışır (Başoğlu ve diğerleri, 2001, 179-180). Modeldeki yatırımcı davranışları ile ilgili hipotezler şu şekildedir (Aksoy ve Şahin 2015, s.4-5);

1. Bütün yatırımcıların risk karşısındaki davranışı, riskten kaçınma yönündedir.
2. Yatırımcılar rasyoneldir. Yatırımcılar tercih fonksiyonları yalın bir biçimde sübjektif olmasına rağmen, geçişli tercihler yaparlar.
3. Bütün yatırımcılar aynı karar ufkuna sahiptir. Yani, bütün yatırımcılar bir tek dönem içinde hareket ederler.

Bu hipotezler ışığında yatırımcının optimal davranışı iki aşamada belirlenmektedir:

1. Mümkün olan bütün çözümlerin iki alt kümesi vardır. *Birincisi*, bütün çözümler etkindir, *ikincisi*, bütün diğer çözümler etkin değildir.
2. Söz konusu yatırımcının, fayda fonksiyonunu maksimum düzeye çıkartan etkin çözümler belirlenebilir.

Görüldüğü gibi model belirsizliği tamamen dışlamakta ve kararlarının risk altında alındığını vurgulamaktadır. Markowitz modeli daha sonra genişletilerek modern portföy yaklaşımı adını almıştır(Aksoy ve Şahin 2015, s.4). Bu noktada bir ayrıntıdan bahsetmek gerekmektedir. Yatırım kararı sürecinde yatırımcıların davranışları ile ilgili çok sayıda model ve varsayım ortaya atılmıştır. Tüm bunlar birbirinin tamamlayıcısı niteliğinde olup bakış açısına göre farklılık göstermektedir. Söylenmek istenen şey şu; karar verme sürecinde yatırımcının davranışlarını daha iyi anlayabilmek için yatırımcı profilinin de iyi anlaşılması gerekmektedir. Yatırımcının bireysel yatırımcı mı yoksa kurumsal yatırımcı mı olduğu söz konusu davranışların tespitinde etkili olmaktadır.

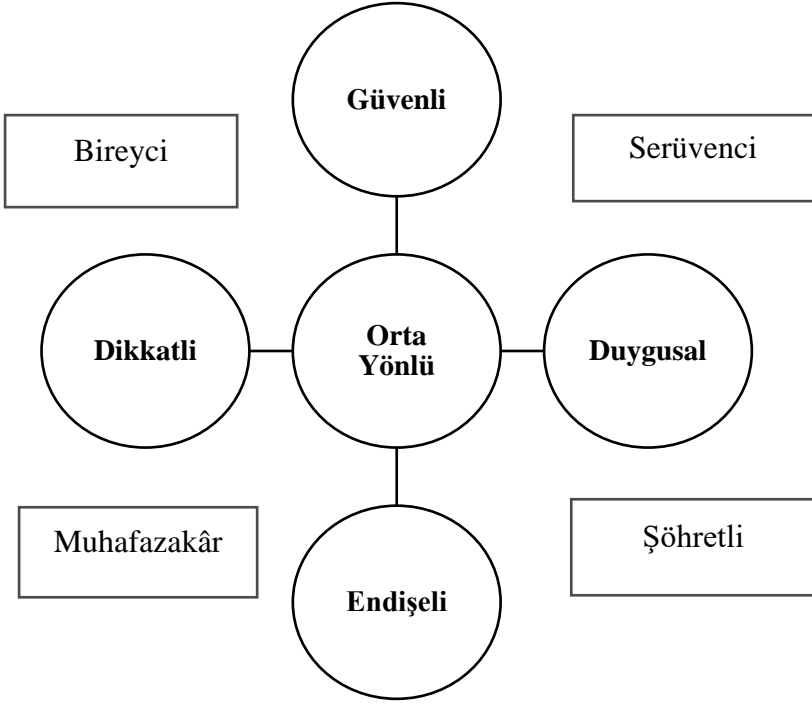
Bireysel yatırımcılar, kendi nam ve hesaplarına göre küçük çapta işlem yapan yatırımcılardır. Bireysel yatırımcılar genellikle bu işi hobi olarak yapmakta ve çoğu zaman profesyonel bir destek almadan kendi fonlarını yönetmeye çalışmaktadırlar. Dolayısıyla bireysel yatırımcının piyasayı algılayış şekilleri de farklıdır. Bireysel yatırımcılar kurumsal yatırımcılara oranla daha az profesyonel oldukları için irrasyonel

davranışlar sergileyebilmektedirler. Çünkü yatırım kararlarında psikolojik ve demografik özelliklerinin etkisi oldukça fazladır.

Literatürde yatırımcıların psikolojik karakterlerini ortaya koyan çok sayıda çalışma yer almaktadır. Bu çalışmalarda yatırımcılar kişilik özellikleri ve ihtiyaçlarına göre farklı şekillerde sınıflandırılmıştır. Örneğin MacGruder Bernewall geliştirmiş olduğu modelde yatırımcıları aktif ve pasif olan üzere iki gruba ayırmıştır. Bernewall'e göre pasif yatırımcılar, pasif olarak servet sahibi olan kişilerdir ki bunlar miras yoluyla veya başkalarının servetlerini kullanarak servet sahibi olurlar. Pasif yatırımcılar danışmanlarına güvenmekte ve onların tarafından yönetilmektedirler. Öte yandan yatırım yaparken riskten mümkün oldukça kaçınmakta ve mensubu oldukları grubun tavsiyelerinden etkilenirler. Aktif yatırımcılar ise, kendi servetlerini kullanan ve kullanarak arttırmaya çalışan kişilerdir. Kendilerine güvenleri sayesinde büyük yatırım girişimlerinde bulunabilen aktif yatırımcılar riski sevdikleri için yatırımlarında fazla çeşitlendirme yapmazlar (Karan, 2004:701)

Bailard, Biehl ve Kaiser (BB&K) ise yatırımcıları iki davranış boyutunda sınıflandırarak beş farklı grup oluşturmuştur. Şekil 2.2'de görüldüğü üzere ölçütün birinci boyutunda akılcı ve dikkatli kişiliği gösterirken diğer tarafında duygusal kişilikleri göstermektedir. Ölçütün ikinci boyutunda ise yatırımcının kendine güveni ile endişeye uzanan kişilik skalası yer almaktadır. Her iki boyutun genel görünümünde ise beş farklı yatırımcı kişiliği ortaya çıkmaktadır (Karan, 2004:702).

Şekil 2.2: Yatırımcıların Kişilik Özellikleri



BB&K'in beşli modeline göre *bireyciler*, kendi işine sahip ve kendi iradesi ile kararlarını verebilen dikkatli metotlu ve analitik düşünceye sahip kişilerdir. Bernewall'ın modelinin harmanlanmış şekline benzeyen bireyci grup, riskten kaçınmaktadır. *Serüvenci* grup ise bireycilerin aksine kendilerine güvenleri yüksek olmasına rağmen duygusal eğilimler sergileyebilmektedirler. Kendilerine olan güvenleri ve riski meyilleri sebebiyle büyük meblağlarla iş yapabilmektedirler. *Şöhretli* grup, piyasaya sunular her türlü yeniliği takip etmekte ve uygulamaktan çekinmemektedirler. Mensubu oldukları grubun dışında veya gerisinde olmaktan nefret eden bu grup, riskli yatırımlardan kaçınan danışmanlarla çalışamazlar. *Muhafazakâr* grup ise genellikle

yaşlı ve emekli kişilerden oluşmaktadır. Riski ve heyecanı sevmeyen bu grup servetleri konusunda çok titiz, riskten kaçınan ve muhafaza yanlısı bir tutum sergilemektedirler. Bahsedilen bu dört yatırımcı profili içerisinde kendine yer bulamayan dengeli kişiler ise *orta yönlü* grubun temsilcileridir. Bu grupta yer alan yatırımcılar ise dört grubun aşırıya kaçmayan özelliklerini taşırlar ve riski orta düzeyle katlanırlar.

Beklenen fayda teorisi, beklenti teorisi ve ortalama varyans analizi genel durumlarda olduğu kadar özel durumlarda da birbirine yakın sonuçlar ortaya koysa da modeller arasında karşılaştırma yapıldığında birbirlerinden farklı oldukları görülmektedir. Özellikle ortalama varyans analizinde yatırımcı kararlarının rasyonaliteye dayanmazken, beklenti teorisi kararlarının rasyonel olabilmesi söz konusudur.

Geleneksel karar verme modelleri genel itibariyle matematiksel semboller, formüller ve işlemlerin bir araya gelmesi ile oluşmakta ve sonuçların mantıksal, rasyonel ve güvenilir olması beklenmektedir. Fakat bu noktada göz ardı edilen şey ise söz konusu sonuçların insan gibi duygusal ve sezgisel unsurların etkisi ile tamamlanan bir varlığın karar mercii olmasıdır. Bu modellerin gerekçe ve nihai olasılıkları, gerçek dünyadaki karar verme süreçleriyle çoğunlukla bağdaşmamaktadır.

2.3.Fiyat Anomalileri

Etkin piyasalar hipotezinin temel varsayımlarında bahsedildiği üzere etkin piyasalarda bilgiler düşük maliyetlerle elde edildiği gibi yatırımcılara da azami sürede ulaşmaktadır. Etkin piyasalarda bilgi

fiyatlara tam ve zamanında yansiyacağı için yatırımcıların önceki dönem verilerini kullanarak farklı veya fazla kar elde etmeleri mümkün olmayacaktır. Dolayısıyla etkin bir piyasada spekülâtif hareketlerle kâr elde etme olanağı mümkün olmamaktadır. 70'li yıllardan bu yana bilginin fiyat ile arasında ilişkisi ve etkin piyasaların önceki dönem bilgilerinin yeni kazanç olanaklarına imkân tanımaması ile ilgili çok sayıda çalışma yapılmıştır. Anomali olarak da ifade edilen sapmalar, literatürde başlı başına araştırılmayı gerektiren konular içerisinde bulunmaktadır.

Anomali; olağan olmayan bir davranış veya teoride mevcut bulgular ile beklenen sonuçların uyuşmaması ile oluşan durumdur. Diğer bir deyişle, gerçekte meydana gelen bulguları teorik çerçevede ifade etmek güçleşiyor ve bu durumu açıklamak için mevcut varsayımların dışına çıkmak gerekiyor ise anomalinin varlığı söz konusudur.

Normalden sapmalar olarak da ifade edilen anomaliler, finansal piyasalarda yatırımcılar için oldukça önemlidir. Bu sebeple finans literatüründe anomalilerin çeşitleri, boyutu ve etki düzeyi ile ilgili çok sayıda çalışma yapılmıştır. Yatırımcıların haksız rekabete karşı dayanıklılıklarını arttırmalarında ve sürdürülebilirliklerinde söz konusu bu anomalilerin tespiti ve bu doğrultuda alınacak tedbirler son derece önemlidir. Dolayısıyla yatırımcıların risk ve belirsizlik gibi iki olgunun etkisi altında yol haritalarını belirlemeleri gerekmektedir.

Literatürde anomaliler, farklı şekillerde sınıflandırılmıştır. Örneğin piyasalarda görülen anomalileri, dönemsel anomaliler, firma

anomalileri ve fiyat anomalileri olarak incelemek mümkündür (Çömlekçi vd., 2015: 173). Dönemsel anomalilerden bazıları; gün içi anomalisi, tatil günleri anomalisi, Ocak ayı anomalisi, hafta sonu anomalisi, yaz saati uygulaması anomalisi olarak isimlendirilmektedir. Dönemsel olmayan anomaliler ise küçük-büyük firma anomalisi, piyasa değeri/defter değeri oranı anomalisi, fiyat/kazanç oranı anomalisi, ihmal edilmiş firma anomalisi, temettü verimi anomalisi, zararda olan şirketler anomalisi şeklinde adlandırılmaktadır (Taner ve Kayalidere, 2002; 7). Piyasa anomalilerinin tümünü aşağıdaki Tablo 1’de görmek mümkündür (Demireli, 2008: 224).

Tablo 1.1: Piyasa Etkinlik Tipleri

Dönemsel Anomaliler	Kesitsel Anomaliler			
<p><i>Günlere İlişkin Anomaliler,</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Gün İçi Etkisi • Haftanın Günü Etkisi • On-Üç Cuma Etkisi <p><i>Aylara İlişkin Anomaliler</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Ocak Ayı Döngüsü • Ay Dönüşü Etkisi <p><i>Tatillere İlişkin Anomaliler</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Tatil Endeksi 	<p><i>Yönetici Ortakların Etkisi</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Kazanç Duyuruları Etkisi • Firma Büyüklüğü Etkisi • Fiyat / Kazanç Etkisi, • Pazar Değeri / Defter Değeri Oranı Etkisi • İhmal Edilmiş Hisse Senedi Etkisi 			
		Teknik Anomaliler	Politik Faktörlere Dayalı Anomaliler	Ekonomik Faktörlere Dayalı Anomaliler

Uluslararası literatürde ise anomaliler, mevsimsel ve fiyat olmak üzere iki ana başlık altında incelenmektedir. Daniel vd. (1998) belirli bir doğrultuda rasyonel olmayan fakat düzenli olarak tekrarlanabilen

fiyat hareketlerini, yani anomalileri, genel olarak aşağıdaki şekilde sıralanabilir (Daniel vd., 1998: 1839-1840):

- Kamusal bir eylemin sonuçlarını ve eylem sonrasında elde edilen ortalama getiriyi referans alarak bir sonraki dönemlerde ortalamanın üstünde oluşabilecek getiriler,
- Hisse senetlerinin kısa dönemli pozitif hareketleri,
- Fiyatların uzun dönemli trend dönüşlerine sebep olan aşırı reaksiyonu,
- Hisse senedi fiyatlarının şirketin değerlerindeki değişikliklerine paralel olarak göstermiş olduğu aşırı reaksiyon.

Finans literatüründe hisse senedi getirileri ile ilgili ampirik çalışmalar, yaygın iki anomali üzerinde yoğunlaşmaktadır. Bunlar, hisse senetlerindeki, bazı haberlere karşı (kazanç duyuruları gibi), düşük reaksiyon durumu ve birbirini takip eden iyi ya da kötü haberler sonucu oluşan aşırı reaksiyon durumu anomalisidir. Düşük reaksiyon bulguları, yatırımcıların, hisse senetleri fiyatları ile ilgili bazı bilgi ya da haberlere, 1-12 aylık dönemde, yetersiz ilgi gösterdiğini ortaya koymaktadır. Bu durumda, yeni haberler, fiyatlara yavaş etki ederek olumlu bir otokorelasyon oluşturmaktadırlar. Aşırı reaksiyon anomalisinde ise hisse senetleri fiyatları, 3 ila 5 yıl gibi bir dönemde, aynı doğrultudaki haberlere tutarlı bir şekilde aşırı ilgi göstermekte ve bu da aşırı tepkiye neden olmaktadır. Aşırı tepki uzun vadede, iyi haberlere sahip senetlerin, yüksek değerlenmesine (değerinden fazla fiyata gelmesine) neden olmakta, takip eden yıllarda ise ortalama kârın düşmesine yol açmaktadır (Barberis vd., 1998:1-2).

Schwert, (2002) “Anomalies and Market Efficiency” isimli çalışmasında anomalilerin ortaya çıkmasına sebep olan faktörleri genel olarak dört ana başlık altında açıklamaktadır. Bunlar;

- *İşlem Zamanı Hipotezi:* İşlem zamanı hipotezine göre, borsadaki bilgi hareketliliği ve edinimi kısıtlanamaz veya durdurulamaz. Çünkü piyasaya giriş yapan bilgiyi elde eden yatırımcı zaman kaybetmeden piyasanın açıldığı ilk anda gerekli işlemi gerçekleştirecektir. Bu durumda borsa işlemlerinin gerçekleştiği anda elde edilen ve her güne ait ortalama getirinin sabit olduğunu, diğer günlerden herhangi bir farklılık göstermeyeceğini ifade etmektedir.
- *Yapısal ve Kurumsal Etkiler:* Bu gruptaki anomali sebepleri, alım-satım ilişkili hesapların kapatılması, menkul kıymet ve bedellerinin tevdi ve teslimi, işlem sıklığı, piyasa yapıcılarının etkisi gibi borsaların işleyişi ile ilgili yapısal ve kurumsal faktörlerdir.
- *Bilgilerin Kamuya Duyurulması:* Yatırımcılar elde ettikleri bilgileri doğruluk ve sonuçlarını analiz ettikten sonra ilk fırsatta bunu eyleme geçireceklerdir. Bu sebeple kimi zaman firmalar, kendi aleyhlerine olan bilgiyi kamuya duyurmak için piyasanın kapanış dakikalarını tercih etmektedirler. Söz konusu bu eylemin asıl sebebi, yatırımcıların piyasaya giriş yapan yeni bilgidan olumsuz etkilenmelerini minimize etmektir.
- *Yatırımcı Davranışları:* Bu gruptaki anomaliler yatırımcının yatırım kararlarını haftanın hangi gününde gerçekleştirdiği ile ilgilidir. Çünkü aracı kuruluşlar, kurumsal yatırımcılar, yatırım

danışmanları ve benzeri kurumların kararlarını hafta içinde alırken, bireysel yatırımcılar kararlarını hafta içi olduğu gibi hafta sonu da alabilmektedirler.

Geleneksel finansa göre ve etkin piyasanın odak noktasını oluşturan tam bilgi varsayımı, zaman içerisinde kabul edilebilirliğini kaybetmiştir. Özellikle birçok alanda finansal anomalilerin fark edilmesi ve bunun yapılan çalışmalara konu edilmesi, risk ve belirsizlik gibi kavramların da literatürde başlı başına bir konu olarak ele alınmasını kolaylaştırmıştır. Etkin piyasa teorisine yöneltilen eleştiriler ve söz konusu eleştirileri kanıtlar nitelikteki bulgular, araştırmacıların risk ve belirsizlik gibi yatırımcı kararlarını etkileyen faktörlere farklı perspektiften bakmasını sağlamıştır.

2.4. Risk ve Belirsizlik Olgusu

Geleceğe yönelik tahminlerin yapılamaması, yatırımcıların karar sürecinde istenmeyen sapmaların meydana gelmesine sebep olmaktadır. Dolayısıyla yatırımcıların, karar sürecinde en doğru ve güncel bilgiye ulaşmaları ve söz konusu bu bilgileri doğru zaman ve şekilde kullanmaları gerekirken, bu bilgiyi kullanarak yatırımlardan elde edecekleri kârı da en iyi şekilde tahmin etmeye çalışmaları gerekmektedir. Ekonominin ve siyasi dengelerin dinamik yapısı, bu aşamada yatırımcıları “belirsizlik” ve “risk” gibi iki önemli soru ile karşı karşıya getirmektedir.

Literatür incelendiğinde uzun bir süre risk ve belirsizlik kavramlarının net ve genel kabul gören bir tanımlaması yapılamamıştır. Kavramların tanımlaması, terminolojisi ve sınıflandırılması ile ilgili çok sayıda çalışma yapılmış ve birçok çalışmada ise birbirine çok yakın

olan bu iki kavram birbirinin yerine de kullanılmıştır. Kavramların tanımlaması ve kullanım yerlerindeki benzerlikler, araştırmacının bakış açısından kaynaklandığı kadar araştırmanın yapıldığı disiplin de etkisinin olduğu kesindir. Literatürde risk ve belirsizlik ile ilgili yapılan tanımlamaların birkaçını şu şekilde sıralayabiliriz:

Bolak (2004), riski; “planların başarısız olma olasılığı, hatalı karar alma tehlikesi, zarar etme veya kar etmeme gibi durumları” şeklinde tanımlamıştır. Gerçekleşen sonuçlarla beklenen sonuçlar arasındaki sapmanın her zaman olumsuz olması gerektiğini, olumlu yönde sapmaların da muhtemel olduğunu ve risk kavramının her iki durumu da temsil ettiğini ifade etmektedir. Sermaye piyasaları açısından bakıldığında ise risk, genel olarak, "beklenen getirinin gerçekleşen getiriden sapma olasılığı" olarak tanımlanabilmektedir. Bir başka anlatımla, herhangi bir yatırım aracının getirisi, beklenen getiriden ne kadar büyük farklılık veya sapma gösteriyorsa, söz konusu yatırım aracının taşıyacağı riskte o oranda yüksek olacaktır. Hisse senedi yatırımcılarını asıl ilgilendiren toplam riskin tahmini değildir. Çünkü sistematik olmayan risk sermaye piyasalarına yatırım yapan yatırımcılar tarafından portföylerinde belirli ölçüde çeşitlendirmeye gidilerek ile elimine edilebilir. Ancak yatırımcı için önemli olan getiri, risk ve beta (β) katsayısıdır (Turanlı, Özden, Demirhan, 2002:28)

Ekinci (2011), belirsizliği riskin içerisinde tanımlamaktadır. Ona göre risk nelerin olabileceğinin bilinmesi, lakin beklenen sonuçlardan hangisinin gerçekleşeceğinin olasılık anlamında belirsiz olma durumudur. Belirsizliği ise beklenen durumların neler olduğunun bilinmesine rağmen bu durumlara objektif olasılıklar ithaf etmenin

mümkün olmadığı ve hatta nelerin olabileceğinin bilinmemesi durumu olarak tanımlamıştır. Akçay (2012) belirsizliği, “elde edilecek muhtemel sonuçların dağılımı” şeklinde tanımlarken söz konusu dağılımı genişliği ölçüsünde belirsizlikte oluştuğunu ifade etmektedir. Öte yandan riski ise, “beklenen yani gerçekleşmesi en muhtemel sonuç ile gerçekleşen yani fiili sonuç arasındaki sapma” olarak tanımlayarak, bireylerin sakındıklarının risk değil, belirsizlik olduğunu belirtmiştir. Alada (2000) ise belirsizliği, risk boyutunda anlamlı bulan yaklaşımlara olan eleştirilere dayanarak; belirsizliği karar birimlerinin zihinsel dengelerini yıkan, sürpriz ve önceden beklenmeyen unsurların yarattığı tesir ve sonuçlar olarak tanımlamıştır.

İlk kez Knight (1921) ‘ın “Risk, Belirsizlik ve Kâr” isimli çalışmasında, risk ve belirsizliği birbirinden ayırmıştır. Knight; riski olasılık dağılımı bilinen, belirli bir olayla ilgili karar verilmesi gereken bir durum olarak tanımlarken, belirsizliği olasılık dağılımının bilinmediği bir durum olarak değerlendirmiştir. Öte yandan Knight belirsizliğin riski kapsadığını vurgularken riski ölçülebilen ve sigorta edilebilen bir belirsizlik olduğunu ifade etmektedir (Filho ve Conceição, 2005: 582). Diğer bir deyişle Knight’a göre risk, değişik girişimlerin içerdikleri risklere göre sınıflandırılmasına dayanan bir sigorta sistemi yardımıyla, bir dereceye kadar, kontrol altında tutulabilecek bir unsurdur. Belirsizlik ise, hiçbir hesaplama konu olamaz. Knight’ın özellikle üzerinde durduğu konu, olasılık kuramının belirsizlik ortamında verilen kararların ekonomik sonuçlarını tahmin etmede yardımcı olamayacağıdır (Buğra,2003:253).

Risk ve belirsizlik ile ilgili yapılan açıklamalar incelendiğinde genel olarak şu çıkarımda bulunulabilir; Belirsizlik, merak duygusunun harekete geçmesini ve akabinde aynı yönde eylem gerçekleştirme eğilimini arttırmaktadır. Eylemin gerçekleşmesi sonrasındaki çıktılar (olumsuz) olasılığı ise riski meydana getirmektedir. Dolayısıyla belirsizlik eylem sonrasında gerçekleşme ihtimali olan öngörülemeyen olaylar dizisi iken risk, eylem öncesinde bir takım ipuçları ile öngörülebilir olaylar dizisi olarak ifade edilebilir.

Lawson (1988) belirsizlik ve risk için iktisatçılar arasında dört farklı bakış açısının var olduğuna işaret etmektedir (İğdeli ve Sever, 2018:2). Bunlar:

- **Öznelciler:** Savage ve Friedmanın da aralarında bulunduğu iktisatçılar belirsizliğin sayısal olarak ölçülebilir bir olasılık durumuna karşılık geldiğini belirtmişlerdir. Olasılığı ise inanç ya da bilginin bir özelliği olarak ifade etmişlerdir.
- **Rasyonel Beklentiler Hipotezi Savunucuları:** Öncülüğünü Muth ve Lucas'ın yaptığı rasyonel beklentiler hipotezi belirsizliğin öznelciler gibi sayısal olarak ölçülebilir bir olasılık durumuna geldiğini belirtirken, olasılığı öznelcilerden farklı olarak, dışsal maddi gerçekliğe bağlı bir bilgi nesnesi olarak ifade etmişlerdir.
- **Keynes:** Keynes belirsizliğin sayısal olarak ölçülemeyen bir olasılık durumuna karşılık geldiğini, bunun yanında olasılığı ise Öznelciler gibi inanç ya da bilginin bir özelliği olarak ifade etmiştir.

- **Knighth:** Knight belirsizliği Keynes gibi sayısal olarak ölçülemeyen bir olasılık durumu olarak ifade ederken, olasılığı ise dışsal maddi gerçekliğine bağlı bilgi nesnesi olarak belirtmiştir. Lawson'un ifade ettiği bu yaklaşımlardan farklı olarak Hutchison ve Shackle başta olmak üzere Post Keynesyen iktisatçılarında ayrı bir belirsizlik yaklaşımları vardır. Belirsizlik ve risk arasındaki farkları belirginleştiren bu yaklaşımlardan önce de belirsizlik kavramı iktisadi yazında kullanılmıştır.

Genel olarak risk kaynakları iki ana grupta toplanmıştır:

2.4.1. Sistematik Risk

Sistematik risk kaynakları, çeşitlendirme yapılarak azaltılamaz veya ortadan kaldırılamazlar. Yatırımların birbiri ile ve etki eden faktörlerle sistematik olarak birebir ilişkili olması, riskten kaçınmayı zorlaştırmaktadır. Sistematik risk; piyasadaki tüm finansal varlıkların fiyatlarını aynı zamanda etkileyen faktörlerden kaynaklanmaktadır. Sistematik riskin kaynakları ekonomik, politik ve sosyal çevredeki değişikliklerden kaynaklanmaktadır. Faiz oranı riskini, enflasyon riskini ve pazar riski sistematik risk kaynaklarına örnek olarak verebilmektedir. Piyasadaki varlıkların tümü farklı oranlarda olmakla birlikte sistematik riskten aynı doğrultuda etkilenmektedir. (Bolak, 2001: 171).

2.4.2. Sistematik Olmayan Risk

Sistematik olmayan risk kaynakları, öznel kaynaklı riskler oldukları için çeşitlendirme yapılarak azaltılabilmekte veya kısmen ortadan kaldırılabilir. Yatırımların birbirleri ile ilişkili olmaması

ve sadece yatırım yapılan varlığın kendisine özgü risklerin varlığı sebebiyle çeşitlendirme yapılarak herhangi birindeki muhtemel risk bir diğerinin getirisi ile dengelenebilmektedir. Dolayısıyla çeşitlendirme yapılarak etkin risk yönetimi de sağlanabilmektedir. Diğer bir deyişle sistematik olmayan risk, mevcut toplam riskin şirkete veya şirketin içinde yer aldığı sektöre özgü kısmı olmaktadır. Sistematik olmayan risklere; finansal risk, faaliyet riski, yönetim riski örnek olarak verilebilmektedir. Bu nedenle sistematik olmayan riskin her şirket için ayrı ayrı değerlendirilmesi gerekmektedir (Bolak, 2001: 172).

BÖLÜM 3:

DAVRANIŞSAL FİNANS

3.1. Beklenti Teorisi

Fayda yaklaşımı bireyin herhangi bir mal veya hizmeti satın almak istediği anda, o mal veya hizmetin tüketiminden elde edeceği faydayı gözeterak karar verdiği varsayımına dayanmaktadır (Şener, 2015, s. 38). Diğer bir ifade ile beklenen fayda, belirsizlik altında verilen bir kararın sonucu olan olası faydanın, olayın gerçekleşme olasılığı ile çarpılmasıyla elde edilen sonuç olarak tanımlanmaktadır. Bu tanımlamada fayda, kardinal olarak ifade edilmektedir ve kişilerin rasyonel hareket ettiği varsayımına dayanmaktadır (Sefil & Çilingiroğlu, 2011: 249).

Beklenen Fayda Teorisi'nin kökenleri Bernouilli'nin St. Petersburg paradoksundan hareketle “değer”in normatif bir karar kuralının varlığı olmadan çelişkili sonuçlar vereceği ve bu normatif karar kuralının da fayda üzerinden tanımlanabileceği çalışmasına dayanmaktadır. Teoriye göre bireyler bekledikleri değer kadar olası faydalarını da en üst düzeyde elde etmelerini sağlayacak kararlara yönelmektedir. Bernouilli'nin önermesine göre bireyin sağlayacağı fayda fonksiyonu servetin, gelir ile paralel işlevsel hareketinin yanında kendi içinde döngüsel olarak tekrarlanarak ilerleyen hareketini de bağlıdır. Bu sebeple Bernouilli'nin önermesi, fayda teorisinin de başlangıcı sayılmaktadır. Fakat teorinin gerçek hayattaki risk ve belirsizlikleri hesap dâhilinde bulundurmaması ve olasılıkların teori dışında kalması ile eleştirilere maruz kalmıştır. Bu noktada oluşun açığı

doldurabilmek adına L. Savage tarafından Subjektif Fayda Teorisi geliştirilmiştir. Beklenen fayda teorisini gerçek hayata uyarlama noktasında yapıcı olan subjektif fayda teorisi, insanların subjektif faydalarını maksimum yapacak tercihlerde ve seçimlerde bulunacakları düşüncesine dayanmaktadır (Barberis ve Thaler, 2002). Ancak Subjektif Beklenen Fayda Teorisi de bireylerin doğrudan veya dolaylı olarak etkisi altında kalabilecekleri eğilimleri dikkate almamasından dolayı yoğun eleştiriler almıştır.

Beklenen fayda teorisine yapılan eleştirilerin en önemlisi Daniel Kahneman ve Amos Tversky tarafından yapılmıştır. Kahneman ve Tversky'nin (1979) beklenen fayda teorisinin alternatifi ve gerçek hayata biraz daha uyarlanmış şekli olarak geliştirilen beklenti teorisi, karar alma sürecine risk ve belirsizlik gibi iki önemli unsuru da dâhil etmiştir. Beklenti teorisi belirsizlik altında karar almayı insan davranışlarının sezgisel, duygusal yani rasyonel olmayan özelliklerini ele alarak, bir anlamda daha gerçekçi bir temele oturtmuştur.

Beklenti teorisinin varsayımına göre; yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyen önyargı ve psikolojik eğilimlerin yatırımcıların rasyonaliteden uzak sistematik eylemlere yönelmelerine sebep olmaktadır. Ayrıca teori, yatırım yapma konusunda yeterli tecrübeyi sahip olmayan bireylerin yatırım tercihlerini kendi kişisel düşünce ve sezgilerine dayanarak yaptıklarını ve bu sebeple yatırımcıların yaptıkları eylemler arasında yüksek ilişkinin olduğunu vurgulanmaktadır. Yatırımcıların korelasyonlu ve tesadüfi olmayan sistematik eylemlerinde kişisel sezgi ve düşüncelerin yanında diğer

yatırımcıların inanç ve eğilimlerin de etkisi bulunmaktadır. İnsanın normal kabul edildiği ve doğal olarak karar alma sürecinde dolaylı ve doğrudan birçok unsurdan etkilenmiş olması varsayımı beklenti teorisinin dayanağını oluşturmaktadır. Beklenti teorisinde, bireyin yatırım kararlarını belirli bir takım zihinsel aktivite sonrasında vererek ortaya çıkan sonucun en doğru karar olarak kabul edilmesinden ziyade, risk ve belirsizlik altında bireyin zihinsel kabiliyetinin yanında içsel ve dışsal birçok psikolojik eylem ve eğilimden etkilenerek aldığı kararın sonucunu en makul karar olarak kabul edilmektedir.

Beklenti teorisinde yapılan araştırmalar ve deneyler, yatırımcıların risk üstlendiklerini göstermektedir. Ancak üstlendikleri risk ile bekledikleri getiri birbirine bağlı değildir. Yatırımcıların risk üstlenmelerindeki asıl sebep kayıptan kaçınma davranışlarıdır. Çünkü yatırımcılar, kötü bir yatırımın doğuracağı üzüntü ve pişmanlıktan kaçınma eğilimindedirler. Beklenti teorisi de kayıpların kazançlardan daha fazla önemli olduğunu ortaya koymaktadır (Barak, 2008:97). Diğer bir deyişle beklenti teorisine göre bireyler kayıplardan sakınmak için risk almalarına karşın, kazançlar söz konusu olduğunda riskten kaçınmaktadırlar.

Beklenti Teorisi ile Beklenen Fayda Teorilerinin birbirlerine tamamen zıt teoriler olduğunu söylemek doğru olmayacaktır. Çünkü her iki teori de bireylerin faydalarını maksimize etmeyi amaçlamaktadır. Öte yandan her iki teori de bireylerin elde ettikleri faydanın sadece parasal değeri olarak değil aynı zamanda sağlanan memnuniyet olarak da ölçülmesi gerektiğini belirtmektedir.

Beklenti teorisi, risk altında karar vermenin alternatif bir modeli olarak, bireylerin aldıkları kararların son çıktıdan ziyade, kazanç ve kayıpların potansiyel değeri temelinde gerçekleştiğini ileri sürmektedir. Beklenti teorisi aynı zamanda, çeşitli alternatifleri arasından verilen risk içerikli kararları tanımlayan davranışsal ekonomi teorisinin temelini oluşturmaktadır. Bu teori, insanların kazanç ve kayıplara, psikolojik etkilerden dolayı farklı olasılık değerleri atadıklarını ortaya koyarak sadece psikolojide değil finans disiplininde de çığır açmıştır (Sefil ve Çilingiroğlu, 2011).

3.2. Davranışsal Finans Kavramı

Davranışsal finans, yatırım yapmayı düşünen bireylerin, bu süreçte rasyonel davranmaları etkileyen faktörlerin neler olduğunu, bireylerin düşünce ve davranışlarını nelerin şekillendirdiğini, yatırım kararlarında hangi tür bilgilerin ne derece önemli olduğunu, söz konusu bu bilgilerin ne ölçüde doğru algılanıp yorumlandığını vb. gibi soruların cevap arandığı finansal alandır. Davranışsal finans sadece bireylerin yatırım kararlarında etkili olan kişisel faktörlerle değil bireylerin yatırım kararlarını etkileyen içsel ve dışsal tüm faktörlerle ilgilenmektedir.

Davranışsal ekonominin alt disiplinlerinden biri olan davranışsal finans, psikolojik ve sosyolojik bulgularında yardımıyla geleneksel finansın yani rasyonel modellerin açıklamada yetersiz kaldığı yatırımcı davranışlarını ve anomalileri açıklamak amacıyla geliştirilen tamamlayıcı bir disiplindir. Davranışsal finans bireylerin, mekanik bir varlık olmadığını ve tamamen rasyonel davranmadıkları

varsayımından hareketle piyasadaki herhangi bir varlığın piyasa değeri ile defter değeri arasındaki farkı tespit etmeye yönelik çalışmalarla ekonominin açıklayıcı gücünü arttırmaktadır. Yatırımcıların karar alma sürecinde gerçekleştirmeyi düşündükleri eylemleri zihinsel ve rakamsal verilerin yanında psikolojik bulgularla tamamlayarak açıklamaya çalışan davranışsal finans aynı zamanda farklı disiplinlerin bir araya gelerek ortak sonuçlar çıkarabildiği görüşünü kanıtlar niteliktedir.

Davranışsal finans ile ilgili olarak çeşitli bilim adamları tarafından farklı modeller geliştirilmiştir. Bu modeller öz olarak pazarın, yatırımcı davranışlarını temel aldığı teorik olarak ortaya koymaya çalışmaktadır. Geliştirilen bu modeller, psikoloji biliminin (sosyal psikolojinin), deneysel olarak desteklenmiş yatırımcı davranışına ilişkin bulgularına dayanan varsayımlar üzerine kuruludur (Ülkü, 2001:101). Psikoloji bulgularına dayalı, finans modellerinin tâbi olması gereken kriterler şu şekilde özetlenmektedir (Hong ve Stein, 1999:1-2);

- Davranışsal finans modelleri, yatırımcı davranışı konusunda ampirik bulgularla desteklenmiş varsayımlar üzerine kurulu olmalıdır.
- Mevcut anomali bulgularını tek bir model içinde fakat geniş kapsamlı açıklayabilir özellikte olmalıdır.
- Örnek dışında test edilebilecek ve doğrulanacak ek öngörülerde bulunabilmelidir.

Neo-klasik ekonomiye yeni bakış açısı sağlayan davranışsal finans, aslında ekonomiye davranış, tutum, psikoloji vb. gibi olguların dâhil edilmesini sağlarken davranışsal ekonominin türevini

oluşturmaktadır. Son yıllarda hakkında çeşitli araştırmaların yapıldığı davranışsal finans hususunda çeşitli tanımlamalarda bulunmaktadır.

Davranışsal finans, finans piyasalarında görülen anomalileri açıklamayı hedeflerken, hisse fiyatlarının yatırımcı davranışlarından nasıl etkilendiği üzerinde durmaktadır (Firat ve Fettahoğlu, 2011: 154). Öte yandan etkin piyasa hipotezinin temelini oluşturan, bilginin piyasa katılımcıları tarafından neredeyse maliyetsiz bir biçimde elde edilebildiği ve bu bilginin tam ve doğru olduğu varsayımı bu noktada davranışsal finans ile örtüşmemektedir. Çünkü yatırımcılar aynı bilgiye sahip olsalar dahi, söz konusu bilgiyi farklı yorumlayabilmekte ve bu doğrultuda farklı hareket edebilmektedirler (Chuvakhin, 2001: 9 - 10).

Davranışsal finasta, “bilişsel psikoloji” ve “arbitrajın sınırlandırılması” olarak adlandırılabilen iki temel yapı bulunmaktadır. Bilişsel terimi insanların nasıl düşündükleri ile ilgilidir (Firat ve Fettahoğlu, 2011: 154). Dolayısıyla bireyler, karar verme sürecinde risk ve belirsizlik altında olası olumsuz sonuçları tahmin etmeye çalışırken ilk başvurdukları adreslerden biri kişilerin bilişsel zekâlarıdır. Kişilerin karar sürecinde karşılaştıkları sapmaların (tuzakların) bir kısmı bilişsel zekânın tespiti ve bu sapmalara olan kasıtlı eğilimden kaynaklanmaktadır. Söz konusu bu sapmaların tespiti için çok sayıda çalışma yapılmıştır. Bilişsel (Kognitif) tuzaklar, Ferguson’un yaptığı bir çalışmada şu şekilde açıklanmıştır (Firat ve Kurtoğlu, 2014:91):

- *Ulaşılabilirlik Önyargısı:* Bireyler, karar sürecinde gerekli olan doğru bilgiyi kullanarak doğru kararlar almaktan ziyade

hafızalarında yer alan ve doğru olduğunu konusunda emin oldukları ulaşılmaya kolay bilgilerle karar vermeyi tercih ederler.

- *Geriyeye Dönük Önyargı:* Bireylerin eylemlerin gerçekleşmesinden sonrasına kurguladıkları ihtimal senaryoları eylem öncesine göre çok daha fazladır.
- *Tümevarım Meselesi:* Bireylerin herhangi bir konu ile ilgili yetersiz bilgiye sahip olması kişilerin genel çıkarında bulunmaya itmektedir.
- *Çakışma Yanılgısı:* Bireyler bir sonucun % 90 ihtimale gerçekleşme ihtimali olan çok sayıda olayın hepsinin birlikte gerçekleşeceğini düşünerek aşırı değerlendirme yapmaya meylederken, % 10 ihtimale sahip olaylardan birinin bile gerçekleşme ihtimalini değerlendirmesini ifade etmektedir.
- *Teyit Etme Eğilimi:* Bireylerin karar süreci öncesinde bilgilerin doğruluğunun ve sonuçlarının tespitini yaparken belirlediği ihtimallerin aksini ifade edenleri değil, destekleyen belgeler/destekler arayışına girdiğini ifade etmektedir.
- *Bulaşma Etkisi:* Bireyler aslında konuyla ilgisi olmadığı halde konuya en yakın görünen bilginin kararımızı etkilemesine izin verebilmektedir.
- *Bulgu Etkisi:* Önceden edinilmiş değer yargıları, bireylerin maliyet fayda analizlerine etkileyebilmektedir.
- *Ölçeği Gözardı Etmek:* Bireylerin farklı büyüklüklerdeki hasarları engellemek için doğru oranda fedakârlık yapmasını engelleyebilmektedir.

- *Ölçümlemeye Duyulan Aşırı Güven:* Bireyler tahminlerinin doğrulanacağı güven aralıklarına gerekli hassasiyeti göstermemektedir. Bu durumda “en iyi durum” senaryosu ile “en muhtemel durum” senaryosu birbirine karışmaktadır.
- *Üçüncü Kişi Kayıtsızlığı:* Bireyler, grup içerisinde ferdi sorumluluktan kaçınmaktadır.

Fama (1965), Sharpe (1965) ve Ross’a (1976) göre, piyasada çok sayıda küçük işlem yapan milyonlarca arbitrajcının varlığı pazarı etkin kılmakta ve fiyatların farklı piyasalarda gerçek değerine ulaşmasını sağlamaktadır. Ancak bu görüş ile ilgili temel problem, söz konusu milyonlarca arbitrajcının tamamının piyasada aldıkları pozisyona ilişkin bilgiye sahip olmamasıdır. Davranışsal finansa göre, bazı yatırımcıların yüksek fiyatlardan alım ve düşük fiyatlardan satım yapması kısa vadede parite koşullarını değiştirmektedir. Arbitrajcılarının zarar etmesi ise, risk algısı nedeniyle kısa pozisyon almalarını güçleştirerek, arbitrajı sınırlandırmaktadır. Bu nedenle davranışsal finansçılara göre, sermaye gereksinimi, mükemmel bilgi eksikliği ve risk nedeniyle, arbitraj faaliyetinin sınırlı olması piyasanın etkin olmasını engelleyen bir anomali olarak ortaya çıkmaktadır (Kulalı, 2016:49).

İnsan figürü, finans literatüründe uzun bir süre çok nadir yer bulabilmiştir. Fakat 21. yüzyıl ile birlikte küreselleşme, başta bilişim olmak üzere teknolojik gelişmeler ve rekabet, insanın hayatın her alanında tüm özellikleri ile var olduğunu ve ancak bu şekilde fark yaratılabileceği fikri güçlendirmiştir. İnsanın tüm özellikleri ile

kastedilen, insanın mekanik bir yapı olmadığı, duygu ve ön yargılarının etkisi ile rasyonel kararlarında muhtemel sapmalara sebebiyet verebilecek davranışlar sergileyen bir unsur olduğudur. Bu noktadan hareketle finans literatüründe hakkında ampirik ve teorik çalışmaların zenginleştiği davranışsal finans disiplini, uzun bir süre daha geleneksel finans ile karşılaştırılacak ve gerekliliği ile ilgili değerlendirmeler yapılacaktır.

Etkin piyasa hipotezi, bilginin, hisse piyasalarını nasıl etkileyebileceği konusu ile ilgilenmektedir. Davranışsal finans ise, piyasa katılımcılarının davranışları ile sadece bilgi boyutunda değil diğer duygusal ve psikolojik yönlerle de ilgilenmektedir (Sharma, 2014: 274). Etkin piyasa hipotezi ve davranışsal finans karşılaştırması çeşitli başlıklar altında yapılmaktadır. Karşılaştırmalarda kullanılan temel başlıklara aşağıda yer verilmektedir:

Tablo 3.1: Etkin Piyasa Hipotezi ve Davranışsal Finans Karşılaştırması

Konu Başlıkları	Etkin Piyasa Hipotezi	Davranışsal Finans
Yatırımcı Rasyoneliyesi	Finansal piyasalarda yer alan yatırımcılar daima rasyoneldir	Yatırımcılar çoğu zaman irrasyonel davranış göstermektedir
Duyguların Rolü	Karar süreçlerinde duygulara yer yoktur	Duygular ve psikolojik faktörler kararlara yön vermektedir
Bilgi Doğruluğu	Güçlü tipteki piyasalarda, tüm yatırımcılar tüm bilgilere ulaşabilirler ve hisse fiyatları tüm bilgileri yansıtmaktadır	Tüm yatırımcıların tüm bilgilere eşit ve eş zamanlı erişimi söz konusu değildir, hisse fiyatları her zaman tüm bilgileri yansıtmaz
Demografik Faktörler	Yeni ve tecrübeli yatırımcılar arasında fark bulunmamaktadır	Yatırımcılar, yaş, cinsiyet, eğitim gibi faktörlere göre farklılaşmaktadır
Disiplinler Arası Faktörler	Ekonomik prensiplere dayanmaktadır	Psikoloji, sosyoloji gibi diğer disiplinleri de dikkate almaktadır
Piyasa Krizleri	Piyasaların etkin olması durumunda krizlerin ortaya çıkması mümkün değildir	Yatırımcıların rasyonel olmaması nedeniyle finansal krizlerin diğer faktörler dikkate alınarak analiz edilmesi gereklidir

Kaynak: (Sharma 2014, 276)

Beklenen fayda teorisi, normatif analiz üzerine kuruludur. Normatif analiz; karar vermenin mantığı ve doğası ile ilgilidir. Karar problemlerine rasyonel çözümler üretmeye çalışır. Buna karşın, beklenti teorisi betimleyici analiz kullanır. Betimleyici analiz; insanların inanç ve tercihlerinin, ne olması gerektiği değil ne olduğu üzerinde durur, karar vermeye ilişkin davranış ve eğilimleri ölçmeye çalışır (Döm, 2003:11-12). Beklenen fayda teorisi, finans literatüründe,

belirsizlik koşullarında rasyonel davranışı ele alan bir teori olup, bireylerin rasyonel davrandığını varsayan pek çok finansal teoriyi etkilemiş bir teoridir. Ancak beklenen fayda teorisinin, belirli koşullar altında bireysel davranışların ön görülmesinde sistematik hatalar içerdiği de bilinmektedir (Tekin, 2016:94).

3.3. Davranışsal Finans Eğilimleri

Bireylerin, yatırım kararlarını yalnızca akılcı yöntemlerle veremeyeceği davranışsal finansın dayanağını oluşturmaktadır. Bireyler yatırım kararları sürecinde kendi kişisel özelliklerinin yanı sıra kendisinin ile dolaylı olarak ilintili olan olay ve haberlerden de etkilenebilmektedir. Öte yandan kişinin yaşadığı toplum özellikleri ve o toplumu oluşturan normların da etkisi ile bir takım eylemlerde bulunacak veya bir takım eylemlerden kaçacaktır. Diğer bir deyişle gerçek hayatta yatırımcılar, karar verirken kendilerine sadece ekonomik veya finansal göstergeleri rehber edinmezler, aynı zamanda kendi iç dünyaları, geçmiş deneyimleri ve olaylara bakış açıları da aldıkları kararlarda etkili olmaktadır (Taner ve Akkaya, 2005:47).

Bireylerin karar alma sürecinde belirsizlik olgusunu göz önünde bulundurması yapılan yatırımın geleceği için oldukça önemlidir. Yatırımcı, yatırım kararında belirsizlik altında gerçekleşme ihtimali olan eylemlerin olasılık yüzdesini dikkate almaya çalışmaktadır. Dolayısıyla bu noktada yatırımcının ihtiyacı olan şey, alacağı kararı belirli bir takım değere dayandırmaktır. Yatırımcının yatırım kararına yön verecek söz konusu değerler, kişiye göreceli olarak değişebilen inanışlar, önyargılar, normlar ve “hevristik” adı verilen bilişsel

davranışlar olarak değişiklik gösterebilmektedir. Bilişsel davranış, herhangi bir olayı, hafızadaki mevcudiyetine göre yargılayan yanıltıcı ve kestirme davranış şeklidir (Döm, 2004). Bu yaklaşım karar almayı kolaylaştırmaktadır. Ancak özellikle koşullar değiştiğinde bu yaklaşım önyargılı karar alınmasına neden olmaktadır. Bilişsel aykırılıklar olarak ifade edilen önyargılar, davranışsal finans biliminde üzerinde en çok araştırmanın yapıldığı konulardandır. Beklenti teorisinin varsayımlarına göre insan davranış şekilleri iki yönde ortaya çıkmaktadır. Bunlardan birincisi, kişilerin sahip oldukları duygular aldıkları kararlarda olumsuz bir etkiye yol açmaktadır. İkincisi ise, bilişsel önyargılar, bireylerin rasyonel karar vermelerini zorlaştırmaktadır (Tekin, 2016:92). Davranışsal finans literatüründe yer alan çalışmalarda yatırımcıların kararlarını etkileyen davranışsal eğilimler, birbirlerine göre farklılık gösterse de genel başlık altında toplandığında benzerlik göstermektedir. Aşağıda yatırımcıların karar sürecinde etkisi altında kaldıkları davranışsal eğilimler belli başlıklar altında toplanarak açıklanmıştır.

3.3.1. Aşırı Güven

Aşırı güven, bireylerin bir takım unsurlara gereğinden fazla inanması ile gerçekleşmektedir. Aşırı güven duygusu baskın bir duygu olması sebebiyle kişilerin verdiği kararların sonuçlarında istenmeyen durumların yaşanmasına sebep olurken, kişinin kendisi ve sahip oldukları ile ilgili yanılığa düşmesine sebep olabilmektedir. Aşırı güven duygusu yaşayan yatırımcı, karar sürecinde edindiği bilginin yeterli ve etkili olduğunu düşünebilme veya olası riskleri gereğinden

daha az önemseyebilme eğiliminde olabilmektedirler. Öte yandan bir takım insanlar ise olması mümkün olmamasına rağmen alınan kararların sonuçlarını istedikleri ölçüde değiştirebileceklerine inanabilecek kadar aşırı güven duygusu içerisinde olabilmektedirler. Bu durum kişiyi daha riskli kararların alınmasına yöneltebilirken elde edilen başarının ise sadece kendi yeteneklerinden kaynaklandığı inancına sürükleyecektir.

Yatırımcının yeteneklerine aşırı güven duyması, yatırım kararı sürecinde doğru ve gerekli bilgiyi tespit edememesine, bu bilginin doğru analiz edilememesine ve sonuçları doğru değerlendirememesine sebep olacaktır. Öte yandan kendine aşırı güvenen yatırımcı söz konusu hatalı kararın doğruluğundan da oldukça emin olacaktır. Dolayısıyla bu durumda yatırımların başarısız sonuçlar doğması muhtemeldir. Kendine aşırı güven duyan yatırımcının bir takım yetersiz davranışlar sergilemesi onun daha fazla riski göze aldığını göstermektedir.

Kendine aşırı güvenen yatırımcı sahip olduğu özel bilgiye gerekenden daha fazla güven duymaktadır. Yatırımcının, kazancın tamamen kendi bilgi ve yeteneğinden kaynaklanıyor olduğunu düşünmesi (aşırı güven), çok fazla risk almasına (fazlaca alım-satım yapmasına); bunun sonucunda da yanlış yatırımlar yapıp, portföyün getirisi açısından olumsuz sonuçlarla karşılaşmasına sebep olmaktadır (Sönmez, 2010: 97). Kendisine aşırı güvenen yatırımcıların yatırım analizlerinde düşeceği iki hata bulunmaktadır. Hatalardan ilki, yapmış olduğu yatırımların başarılı, kazançlı olanlarını hatırlayıp, kaybettiklerini hatırlamama, ikincisi ise, yatırımın başarısının şans

unsurundan çok beceriye bağılı olduğunu düşünmeleridir (Korkmaz ve Ceylan,2010:612)

Barber ve Odean (2001) araştırmasında “kişiler aşırı güvenli olduklarında finans piyasalarında ne olur sorusuna şu yanıtları vermişlerdir (Karan, 2004: 694-695):

- İşlem hacmi yükselir. Aşırı güvenin en önemli özelliğı yatırımcıları fazla işlem yapmaya yönlendirmesi dolayısıyla da işlem hacminin yükselmesidir. İşlem hacmini arttıran bir yatırımcının ise beklenen faydası düşmektedir.
- Kendine güveni çok olan işletmeciler az çeşitlenmiş portföyleri tercih ederler ve aynı derece riskten kaçınmalarına rağmen daha riskli portföyleri tercih ederler.
- Erkekler kadınlara göre daha aşırı güvenlidirler. Dolayısıyla erkekler bayanlardan %45 daha sıklıkla işlem yaparlar ama toplamda bayanlardan %1 daha az getiri elde ederler.
- Aşırı güvenli içerden işlem yapanlar fiyat kalitesini arttırırken, aşırı güvenli gürültü ve spekülasyonla işlem yapanlar fiyat kalitesini düşürürler.
- Kişiler pazar fiyatları artarken daha iyimser, düşerken ise daha kötümser olurlar.

3.3.2. Çıpalama (Dayanak Noktası Hevristiki)

Çıpalama yanılığı olarak da ifade edilen çıpalama, kişinin ilk edindiğı bilgiye odaklanarak, sonrasında gelen bilgilere yeterli derecede adapte olamama eğilimidir. Çıpalama, sıralı bilgiler arasında

beynimizin ilk öğrendiğine daha çok güvenmesi sonucu oluşur ve bu bilgiye orantısız derecede fazla önem vermektedir. Anchoring tuzağı olarak da bilinen çıpalama, karar verme davranışlarımız arasında yer almakta ve reklamcılar, yöneticiler, politikacılar, emlakçılar, avukatlar gibi ikna yeteneklerinin önemli olduğu meslekleri icra eden insanlar tarafından kullanılarak kişinin karar mekanizmasını yönlendirmektedir.

3.3.3. Aşırı İyimserlik

Aşırı iyimserlik, kişilerin olmasını istedikleri sonuçların gerçekleşme ihtimalini yüksek olabileceğine inanırken, olmasını istemedikleri sonucun gerçekleşme ihtimalini düşük olabileceğine inanma eğilimidir. Aşırı iyimser bireyler yatırım sürecinde kendileri ve sahibi oldukları bilgi birikimine karşı daha hoşgörülü olurken, olası riskleri tespit etme noktasında dikkatsiz davranabilmektedirler.

3.3.4. Temsil Etme Eğilimi

Teslim etme, yatırımcıların karar verme süreçlerinde belirli ön yargı kalıplarına bağlı karar verme eğilimidir (Karan, 2004:695). Diğer bir deyişle bazı insanlar edindiği bilgi, tecrübe veya diğer yatırımcı tutumunun etkisi ile bir takım önyargılar oluşturabilmektedirler. Yani yatırımcının, karar verirken kendisine en yakın hissettiği karara eğilim göstermesinin sebebi deneyimleri kendine göre belirli bir manaya göre sınıflandırmaktadır. Yatırımcının yapmış olduğu bu sezgisel sınıflandırma temsil etme eğilimi olarak ifade edilmektedir.

Temsil etme eğiliminde, bilişsel önyargı, yatırım seçeneklerine ait veri ve olasılıkları kullanmaktan ziyade, bir şeye ne kadar çok benzediğini referans alarak değerlendirme eğilimidir. Bu durum yatırım

kararlarının iyi değerlendirilmeden alınmasına ve olumsuz sonuçların doğmasına neden olabilmektedir (Kahyaoğlu ve lk, 2012:55). Yani yatırımcılar “iyi bir hisse, iyi bir Şirkete aittir” olasılığını abartma eğilimindedir. Ancak iyi bir Şirket mutlaka iyi bir yatırım yapıldığı anlamını taŐımamaktadır. İyi Şirketler, güçlü kazançlar yaratan, yüksek satıŐ büyüme oranları ile yönetim kalitesine sahip olan firmalardır. İyi yatırımlar ise, diğer hisselerle nazaran daha fazla fiyat artıŐı gösteren hisselerdir. Dolayısıyla iyi Şirketlerin hisseleri her zaman doğru yatırım olmayabilir (Dm, 2003: 49).

3.3.5. AŞırı Reaksiyon

Hepimizin bildiği gibi fiyatlar çevresel birçok faktörden etkilenmektedir. Yapılan araştırmalar insan psikolojisinin de fiyatlar üzerinde önemli ölçüde etkili olduğunu göstermektedir. Aslına bakıldığında fiyatlar ile insan psikolojisi arasında birbirini doğrudan etkileyen bir bağ bulunmaktadır. Piyasada gerçekleşen olumlu veya olumsuz haberler karşısında olması gerekenden daha fazla reaksiyon gösteren yatırımcının bu davranışı finans literatüründe aşırı reaksiyon olarak ifade edilmektedir. Yatırımcıların aşırı reaksiyon göstermeleri hisse senedi fiyatlarının olması gerektiğinden daha fazla yükselmesine veya olması gerekenden düzeyden daha da aŐaęılara düşmesine neden olabilmektedir. (Hong vd., 2000:294). Bu noktada dikkat edilmesi gereken husus, piyasadaki eksik veya yanlış bilginin varlığı ve yatırımcılar üzerindeki etkisidir. Öte yandan yatırımcıların beklenmedik olay veya haberler karşısında aşırı reaksiyon göstermesi piyasaları ne düzeyde etkileyeceği ise bir diğer önemli husustur.

3.3.6. Düşük Reaksiyon

Düşük reaksiyon yatırımcıların beklenilenden daha az tepki göstermesi şeklinde oluşmaktadır. Piyasada oluşan kazanç duyurularına karşı bazen yatırımcıların 1–12 aylık dönemde yetersiz ilgi göstermesi düşük reaksiyonu ifade etmektedir. Piyasadaki söz konusu haberler olumlu ise, fiyatlar ilk pozitif reaksiyondan sonra hafif yükselme eğilimi gösterir, ancak haberlerin kötü olması durumunda, fiyatlar ilk negatif reaksiyondan sonra hafif düşme eğilimi gösterebilmektedir.

Ball ve Brown 1957-1966 yılları arasında yaptıkları uygulamalı çalışmada, hisse senedi fiyatlarının kazanç açıklamalarına 12 ay önceden başlayarak tepki vermeye başladığını ve söz konusu tepkinin kazanç açıklamasının yapılmasından sonra yaklaşık bir ay kadar süre ile devam ettiğini belirlemişlerdir. Söz konusu düşük reaksiyonun psikolojik nedeninin “tutuculuk” olduğu belirtilmektedir (Tufan Sarıççek, 2013:173). Tutuculuk var olanı koruma içgüdüğü ile yeniliğe karşı temkinli davranma eğilimidir. Finansal açıdan ise tutuculuk, yatırımcıların yeni bilgi veya oluşuma karşı düşük reaksiyon göstermesidir.

3.3.7. Sürü Psikolojisi

Sürü psikolojisi, büyük bir grup yatırımcının kendi bilgilerinden bağımsız bir şekilde diğer yatırımcıların gözlemlerine dayanarak aynı yatırım seçimini yapmalarıdır. Ancak yatırımcıların gösterdikleri her benzer davranış, sürü davranışı olarak kabul edilemez. Yatırımcıların her benzer davranışı sürü psikolojisi ile oluştuğu anlamına gelmemektedir. Bir yatırımcı davranışının sürü psikolojisi ile

yapıldığını söylenebilmesi için söz konusu yatırımcının sergilediği davranışın, diğer yatırımcılar tarafından da sergilediğini bilmesi gerekmektedir. Diğer bir ifade ile yatırımcının, verdiği bir yatırım kararını, diğer yatırımcıların kararına göre değiştirmesi sürü psikolojisi ile hareket edildiği gösterir.

Yatırımcı kolektif davranışları iki farklı şekilde iki temel yaklaşımla açıklanmaktadır. Bunlar rasyonel sürü davranışı ve rasyonel olmayan sürü davranışdır. Rasyonel görüş, teşvik unsurları ya da bilgisel güçlükler nedeniyle optimal karar verme sürecini bozan dışsallıklara odaklıdır. İrrasyonel görüş ise yatırımcı psikolojisine odaklı olup, acentelerin ve bireylerin davranışlarını kör bir şekilde birbirini izleyen sürülere benzetmekte ve geçmiş rasyonel analizleri esas aldığı öne sürmektedir (Döm, , 2003: 135).

3.3.8. Kayıptan Kaçınma

Sınırlı dikkat, zihinsel işlem gücü ve zihinsel hesaplama hatalarından dolayı kişiler ekonomik kaybın yaratacağı mutsuzluk durumundan kaçınmak eğilimindedirler. Piyasalarda yapılan çalışmalar yatırımcıların kayıplardan ziyade ne kazanacaklarını düşünme eğiliminde olduklarını göstermektedir. Kayıptan kaçınma, verilen bir kayıptaki zihinsel cezanın, aynı ölçüde verilen bir kazançtaki zihinsel ödülünden daha büyük olacağı fikrine dayanır (Kesken, 2002: 2).

Kayıptan kaçınma, olası bir kayıptan duyulacak zihinsel sıkıntının, olası bir kazançtan duyulacak keyiften daha hissedilebilir olacağı inancına dayanmaktadır. Öte yandan yapılan çalışmalar,

yatırımcının kayıptan kaçınma derecesinin önceki kazançlara ve kayıplara bağlı olduğunu göstermektedir.

Kahneman ve Tversky insanların kayıp ihtimaline nasıl cevap verdikleri üzerinde çalışmıştır. Çalışmada katılımcılara iki seçenek sunulmaktadır:

1. Kesin olarak 7.500 dolar kaybedeceksin
2. 10.000 dolar yatırman durumunda % 25 kayıp ve % 75 kazanç

“Garanti olarak verilen kaybı mı yoksa sansı mı seçerdiniz?” şeklinde yöneltilen soruya katılımcıların çoğu ikinci seçenekle cevap vermiştir. Çünkü insanlar kayıptan nefret eder ve şüpheli seçenek kayıp elde etmeme umuduna dayanmaktadır (Brabazon, 2001: 4)

3.3.9. Pişmanlıktan Kaçınma

Pişmanlıktan kaçınma, insanların hatalı olarak davranması sonucu oluşan duygusal reaksiyonun üzerine eğilmektedir (Döm, 2003:90). İnsanlar doğası gereği hatalı olduğuna ikna olduğu her türlü eyleminin ardından pişmanlık duymaktadır. Bu sebeple atacakları her adımda sonrasında pişmanlık duymayacağı davranışlar sergilemek isteyecektir. Pişmanlıktan kaçınan yatırımcı, belirli bir süre kazanç sağlayan hisse senedini elinden çıkarmaya daha çabuk meylederken, kaybettiren hisse senedini sonradan pişmanlık duyabilme endişesi ile elinden çıkarmaya pek yanaşmayacaktır.

Barber ve Odeon (1999) bireylerin pişmanlık duygusundan kaçmak için değer kaybeden yatırımlarını çok uzun süreler ellerinde

tutup, kazanan yatırımlarını ise daha çabuk elde çıkarma sebeplerini üç başlık altında toplamıştır (Karan, 2004: 697):

1. *Yeniden Değerleme İsteği*: Yatırımcı kazanan senedini satarak, yeniden yatırıma girer ve böylece tekrar dengeleme ihtiyacı hisseder. Ancak yatırımcı kayıplarının farkına yılsonunda varır.
2. *Düşen Yatırımların Tekrar Yükselineceği Düşüncesi*: Yatırımcı aldığı olumlu bir bilgi ile bir hisse senedi satın aldığı anda ve senedin fiyatı yükseldiğinde, bütün bilginin senede yansıdığını düşünerek hisse senedini satar
3. *Bütün Menkul Kıymetlerin Ortalamaya Döneceği Düşüncesi*: Yatırımcılar, portföylerinde var olmayan ancak yeni düşüş eğilimi göstermiş senetleri tekrar ortalamaya dönecek düşüncesi ile satın alma eğilimi gösterirler.

3.3.10. Zihinsel Muhasebe

Bireylerin ve hane halklarının finansal aktivitelerini organize ederken, değerlendirirken ve hesabını tutarken kullandıkları bilişsel operasyonlardır (Sümer ve Aybar, 2016:82). Diğer bir ifadeyle zihinsel muhasebe, yatırımcıların finansal kararlarına ilişkin sonuçları kendi zihinlerinde nasıl değerlendirdikleri ile ilgilenmektedir.

Oldukça güçlü bir yanılma ihtimali olan bireylerin zihinsel muhasebelerindeki sapmaları en basit halini Buchanan (2007) benzer bir örnekle şu şekilde açıklamaya çalışmıştır: Bir not defteri ile kalemin toplam fiyatı 2,5 TL'dir. Not defteri, kalemde 2 TL daha pahalıdır. Bu durumda kalemin fiyatı ne kadardır? Birçok insan soruya 50 kuruş şeklinde cevap vermektedir ki cevap yanlıştır. Oysa doğru cevap 25

kuruştur. Çünkü not defteri 2.25 TL ve kalem de 25 kuruş olduğu takdirde belirtilen şartlar sağlanmış olacaktır. Dolayısıyla gerçekten finansal piyasaların nasıl çalıştığını anlamak ve bu doğrultuda günümüz şartları göz önünde bulundurularak anlayışınızı kökünden değiştirebilmemiz için öncelikle davranışsal ekonomi finansını iyi anlamak gerekmektedir.

Zihni muhasebe sisteminin isleyişinin anlaşılması, bireylerin tercihlerinin psikolojik faktörlerden nasıl ve ne derecede etkilendiğini anlamak açaşından önem taşımaktadır. Genel olarak, psikolojik etkiler nedeniyle Zihni muhasebe koşullarına göre değişmektedir. Bir satın alma işleminin hangi kategoriye dâhil edileceği, bu işlemin sonucunun diğer kategorilerdeki sonuçlar ile birleştirilmesi veya ayrı tutulması ve hesapların ne sıklıkta değerlendirileceği sečeneklerin algılanan çekiciliğini etkileyebilmektedir. Bu psikolojik etkilerin önemli bir sonucu ise ekonominin ikamecilik teorisini çürütmesidir. Bir zihinsel hesaptaki para diğer bir hesaptaki paranın yerine geçememektedir. İkamecilik teorisinin geçerliliği hususunda getirdiği olumsuz iddialar nedeniyle zihni muhasebe kavramı önemli bir ekonomik ve psikolojik olgu olarak kabul edilmektedir (Thaler, 1985: 184-185).

3.4. Davranışsal Finans Literatürü

Davranışsal ekonomi, neo-klasik iktisadın aksine bilişsel psikolojiden faydalanarak insanların ekonomik kararlarını verirken nasıl bir mekanizma kullandıklarını analiz eder ve “gerçeğe” daha yakın modeller geliştirdiği iddiasındadır. Davranışsal finansın vardığı sonuçlar hem yatırımcıların piyasayı, kendilerini ve diğer yatırımcıları

anlamalarına katkıda bulunurken, hem de profesyonellerin hizmet verdikleri yatırımcıları daha iyi anlayıp onların ihtiyaç ve isteklerine uygun tavsiyelerde bulunmalarını kolaylaştırmaktadır (Bayrak, 2012:6)

Davranışsal finans konusunda yapılmış araştırmaların çoğunluğunda hedef kitleyi borsa yatırımcıları oluşturmaktadır. Literatürde davranışsal finans ile ilgili yapılmış çalışmaların bazıları şunlardır:

- Süer (2007) çalışmasında İstanbul tekstil sektöründe faaliyet gösteren KOBİ'lerin karar mercileri ile yapılan görüşmelerde yöneticilerin olası kayıp-kazanç senaryoların karşısında sergiledikleri turum ve davranışların davranışsal finans teorileriyle uyumu araştırılmıştır. Senaryolar kazanç, kayıp, kar, zarar, harcama, gelir, maliyet kavramlarından biri üzerinde yoğunlaşarak hazırlanmıştır. On iki senaryonun sekizinin bulgularının beklenen sonuçları destekler nitelikte olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
- Akin (2009) çalışmasında 2009 Şubat-Mart döneminde BİST'e yatırım yapan 307 yatırımcı tutum ve davranışlarını davranışsal finans açısından incelenmiştir. Araştırma sonucunda, yatırımcıların %93,2'sinin hisse senedine yatırım yaptığı ve en az yatırım yapılan aracın ise devlet iç borçlanma senedi olduğu tespit edilmiştir. Bununla birlikte söz konusu yatırımcıların farklı finansal araçlara yatırım yapma hususunda riskten kaçma eğilimi gösterdikleri

- Doğukanlı ve Ergün (2011) alışmalarında etkin piyasalar ve davranışsal finans konularını değinerek Aşırı Tepki Hipotezini incelemişlerdir. Çalışmanın rneklemini İMKB Ulusal 100, İMKB Ulusal 50, İMKB-Ulusal 30, İMKB Ulusal-Sınai ve İMKB Ulusal Mali endeksleri kapsamında 1998 Temmuz-2008 Haziran döneminde aralıksız işlem görmüş hisse senetlerinin aylık getirileri oluşturmaktadır. Araştırma sonucunda İMKB 30 Endeksi dışındaki endekslerde Aşırı Tepki Hipotezini ve zıtlık stratejilerinin yararlılığını destekler sonuçlara ulaşılmıştır.
- Sefil ve ilingiroğlu (2011) alışmalarında finansal piyasalara önemli derecede etki eden bilişsel ve duygusal karar verme eğilimlerinin genel çerçevesini sunmayı amaçlamışlardır. Bireyin karmaşık doğasının varsayımlar içinde erimesine, insan psikolojisini referans alan davranışsal finans modelleriyle engel olmanın mümkün olacağı sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca 2001 tarihindeki başka bir çalışmalarında finansal piyasalara önemli derecede etki eden bilişsel ve duygusal karar verme eğilimlerinin genel çerçevesini ortaya koymuşlardır.
- Phan ve Zhou (2014)'nun hedef kitesini 472 bireysel yatırımcının oluşturduğu çalışmada psikolojik faktörlerin(aşırı güven, aşırı iyimserlik, risk psikolojisi ve sürü davranışları) yatırımcı davranışları üzerindeki etkisi incelenmiştir. Araştırma sonucunda psikolojik faktörlerin bireylerin yatırım kararları üzerinde etkili olduğu, söz konusu bu faktörlerin aslında bireylerin doğasında var olmasına rağmen bir kısmının bunun

- farkında olmadıkları ve farkında olan yatırımcıların ise, karar sürecinde daha temkinli hareket ettikleri sonucuna varılmıştır,
- Kengatharan ve Kengatharan (2014)'nin yatırımcıların kararlarını etkileyen davranış faktörlerini araştırdıkları ve bu faktörlerle yatırım performansı arasındaki ilişkinin incelendiği çalışmada hedefi kitleyi Kolombo Borsasındaki 128 yatırımcı oluşturmaktadır. Anket yöntemi ile toplanan verilerin analiz sonucunda yatırımcıların kararlarını sezgisel faktörün yüksek düzeyde etkilediği ve sürü psikolojisinin yatırım kararlarında düşük bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir.
 - Ergör (2017) çalışmasında Türkiye'deki karar vericilerin seçimlerini davranışsal finans teorilerinden beklenti teorisi kapsamında incelemiştir. Kahneman ve Tversky (1984)'nin çalışması temel alınarak hazırlanan anketlerle 108 kişiden elde edilen verileri analiz edilmiştir. Çalışma sonuçları, Türkiye'de yaşayan karar vericilerin büyük ölçüde riskten ve kayıptan kaçınma eğiliminde olduğu ve bu sebeple Türkiye'deki bireysel yatırımcıların, yatırım araçları içerisinde ağırlıklı olarak görece az riskli olan banka mevduatlarına yatırım yapmayı tercih ettikleri sonucuna varılmıştır.
 - Saraç ve Kahyaoğlu (2011) çalışmalarında, , 2008 yılında yaşanan ekonomik krizin, yatırımcı davranışlarına yansımaları davranışsal finans yaklaşımı çerçevesinde değerlendirmişlerdir. 31 yatırımcının 2007-2009 yılları arasında borsada yaptığı işlemlerin esas alarak yatırımcıların demografik özelliklerinin risk alma davranışı üzerine etkisini değerlendirmişlerdir.

3.5. Davranışsal Finansın 21. Yüzyıl Yansımaları

Geçmişten günümüze yaşanan konjonktürel dalgalanmalar, küreselleşme ve teknolojiye paralel olarak ortaya çıkan ekonomi balonları, çok sayıda teori ve modelin geliştirilmesine olanak sağlamıştır. Bazı iktisatçılar tarafından, piyasaların etkinliği ve rasyonalitesi ile ilgili genel kabul gören ilkelerin yerini zaman içerisinde yetersizliğinin ve zamanın koşullarına göre güncellenmesi gerektiği düşüncesi almıştır. Öte yandan “görünmez el” olarak da ifade edilen piyasaların devlet müdahalesine maruz kalmaması gerektiği tezi, özellikle 2008 sonrası yaşana küresel krizler gibi acı tecrübelerle inandırıcılığını yitirmiştir. Bazı iktisatçıların hala devletin piyasa ve krizlere müdahale etmemesi konusunda ısrarcı olmasına rağmen Neoliberal makro ekonominin günümüz ekonomik ve finansal gelişmeleri açıklamakta yetersiz kaldığı fikrinin savunucuları artış göstermektedir. Bu noktada, insana ait tüm unsurların da söz konusu bu gelişmelere dahil edilerek araştırma ve tespitlerinin yapılması gerektiği ortaya çıkmıştır.

Finans sektörünün tarihi süreçteki gelişimine bakıldığında teknolojik gelişmelere ve siyasal gerginliklere paralellik gösterdiğini söyleyebiliriz. Dünya çapında 1974-75 durgunluğu, 1978 Washington Konsensüsü ve 1980’lerle 1990’ların hareketli mali gerginliklerinden sonra finans sektörü olağanüstü canlanmıştır. 1978 Washington Konsensüsü’nden Eylül 2008’e kadar geçen sürede ise kapitalizm John Bellamy Foster’ın da ifade ettiği gibi üçleme bir karakteristik yapıya

bürünmüştür: Neoliberalizm-Küreselleşme-Finansallaşma (Kurtoğlu ve Fırat, 2014: 90).

Neoliberalizm-Küreselleşme-Finansallaşma, üçlü yapı 1980'lerden sonra teknolojik gelişmelerin de etkisi ile daha sık tekrar edilir hale gelmiştir. Yine aynı süreç içerisinde küresel krizlerin belirli bir takım iş veya işleyiş hatasına tam olarak dayandırılmaması, mevcut sistemin geliştirilerek zağın gereği olan yeni bir ekonomik anlayışın benimsenmesi gerekliliğini kanıtlar niteliktedir. Bu sebeple 21. yüzyılda davranışsal ekonominin önemi daha da artmakta ve özellikle disiplinlerarası platformlarda temel belirleyici olmaktadır.

Disiplinlerarası çalışma alanı olarak ortaya çıkan davranışsal ekonomi belirsizlik kavramının önemini vurgulayarak, insanların karar alma mekanizmalarının belirsizlik altında rasyonaliteden uzaklaştığını ve bireylerin kendi önyargı ve eğilimlerinin etkisi ile bilişsel zekâlarını kullanarak hareket ettiğini ifade etmektedir. Bu noktada 2008 küresel krizinde bireylerin rasyonaliteden uzak sınırlı bilişsel yetenekleri ile karar verme sürecini tamamladıklarını söylemek mümkündür. Küresel piyasalarda bireyleri ve bireylerin oluşturduğu kurumları anlamanın yolu ancak rasyonel iktisat teorileri ile değil bunun yanında davranışsal iktisat öngörülerini de harmanladığı bir anlayışla ampirik çıkarımlarda bulunmak mümkün olmaktadır. 21. yüzyıl küresel piyasası, risk ve belirsizliğin hâkim olduğu çevrelerde bireylerin rasyonaliteye ayak uydurmaktan ziyade kişilerin bilişsel yetenekleri ile eyleme geçmesini gerektirmektedir.

Bireyler doğası gereği geçmişte yaşamış oldukları herhangi bir eylemin etkisinde olması gerekenden fazla kalabildikleri gibi istenmeyen acı sonuçların ise etkisinden kısa sürede kolayca çıkabilmektedirler. Karmaşık ve birbirinden farkı sayısız uyarıcının etkisi ile davranış ve eylemleri değişiklik gösterebilen insanın, belirli kurallar dahilinde mekanik davranması beklenemez. Karar verme sürecinde olan bireylerin neyin ne düzeyde etkisinde kalabileceği ve bunun kararlarına nasıl yansıtacağı, risk ve belirsizlik değerlendirmesini nasıl yapacağı gibi sorularının cevabı ise nöroloji, ekonomi, finansman ve fizyolojiyi disiplinlerini bir araya getirerek olaylarda beynin rolünü incelemeye çalışan ve henüz yeni bir alan olan “NöroFinans” ile verilmektedir.

Gerçekçi yatırımcının, yatırım sürecinde herhangi bir mücadeleye girmeden duygularına hâkim olacağı ve alım-satımlara karşı kişisel duygular beslemeyeceği genel kabul görmüş bir varsayımdır. Diğer bir deyişle, aslında karar süreci bir yatırımcı için İçgüdü-Akıl-Önsezi üçlemesinin Duygular-Bilişsel Zekâ- Psikoloji üçlemesi ile mücadelesidir. Söz konusu bu ikilem için “Mücadele” denilmesinin sebebi ise insanın kendi kontrolü dışındaki görsel, işitsel ve hatta algısal faktörlerden de istemeden etkilenmesidir. Yani kişinin bilinci dışında gerçekleşen her türlü uyarıcı davranış ve kararlarını etkilemektedir. Söz konusu bu bilinçdışı uyarıcıları kullananlar ise, bilinçdışı uyarıcıların farkında olan ve bilişim teknolojisini nimetlerinden faydalanan kapitalizmin yeni temsilcileridir.

Karar sürecinde kişileri bir konuda ikna etmek ikna edilen eylemin alternatifini kabul ettirmekten çok daha zordur. Bu sebeple başta televizyon olmak üzere bilgi kaynaklarının kolayca pazarlandığı alanlarda kişilerin bilinçaltı farkında olunmadan istenilen şekilde ve düzeyde etkilenebilmektedir. Medya araçları içerisinde televizyon, kişilerin duygu düşünce ve davranışları üzerinde en güçlü etkiye sahip olan uyarıcıdır. Ekranda akan görselin (film, yarışma, reklam, siyaset, spor veya müzik programı) ne olduğu fark etmez. Medya kişilerin dikkatini başka bir yöne çekerek aleni olmayan simge, ses, görüntü efekt, duygu vb. gibi uyarıcılarla bilinçaltı şekillenebilmektedir. Sektör içerisinde “bilinçaltını baştan çıkarma” olarak adlandırılan bu durum, kişilerin savunma mekanizmalarını harekete geçirmesine imkân vermeyecek şekilde hızlı gelişmektedir.

Bireylerin davranış ve kararlarını etkileyen en güçlü duygu “güven”dir. Kişinin herhangi bir kurum veya ürüne duyduğu güven düzeyinin yüksek olması, kişinin okurum veya ürüne karşı göze alabileceği risk oranını arttırmaktadır. Son yıllarda duyguların yatırım kararları üzerindeki etkilediği ile ilgili yapılan araştırmaların sayısı oldukça fazladır. Özellikle akademik alanda yapılan ampirik çalışmalar, farklı taraflarında olan ilgilini arttırmıştır. Üniversite öğrencileri, akademisyenler, piyasa profesyonelleri, teknoloji firmaları, gelişmiş ülkeler vb. gibi birçok taraf yıllardır bu alanda bireysel veya ortaklaşa anket veya deneyler gerçekleştirmiş ve bu hususta araştırma merkezlerinin dahi kurulmasını sağlamıştır. Zaman zaman ine üniversitelerin ilgili bölüm öğrencileri yatırım bankaları ile birlikte

kişilerin yatırımları ile duygularının bağdaştırılması hususunda çalışmalar yürütmüşlerdir. Söz konusu bu çalışmalarda, yatırımcıların duyguların etkisini ölçmeye yönelik nabız atış sayısı gibi gözlemlerin dikkate alındığı görülmüştür.

Birçok haber kanalına göre kişilerin duygularını kontrol ederek yatırımlarını yönlendirebilme imkânı veren bir teknolojik aletin piyasaya sunulmuştur. “Rationalizer” isimli bu teknolojik alet, kişilerin yatırım kararı alırken mevcut duygusunu tespit etmekte ve kişiye alım veya satım işlemlerini kolaylaştırmayı amaçlamaktadır. Philips şirketinin elektronik grubunun ABN Amro Bankası ile ortak çalışması sonucu geliştirilen aletin hedef kitesini internet üzerinden işlem yapan yatırımcılar oluşturmaktadır. Koluna takabileceği formda geliştirilen alet, kişinin yatırım kararının verileceği sırada stres altında olup olmadığını tespit etmek için duygularla deri oluşan değişiklikleri renklere yansıtma suretiyle ölçülmesini sağlamaktadır.

Son yıllarda duygu algılama sistemine benzer çok sayıda çalışma yapılmaya devam etmektedir. Akademik, finans ve psikolojik alanda yapılan çalışmaların piyasaya geri dönüşü alacak nitelikte ortaya çıkan son buluşlarda beynin etkilenebilen ve yönlendirilebilen bölümleri keşfedilmeye çalışılmaktadır. Öyle ki NöroFinansın ortaya çıkmasına olanak sağlayan ve nöroloji ile finansın belirli noktalarda kullanılarak yapılan çalışmalarla karar mekanizmalarının kontrolünü sağlanmaya çalışılmaktadır. Nitekim Brain Observatory’nin UCSD’de (California Üniversitesi San Diego) insan beyninin haritasını çıkarmış ve bunu facebook ve twitter’den takip etmeyi mümkün kılmıştır. Observatory

kognitif sistemi analiz etmede, manyetik rezonans görüntü (MRI) aleti ve bilgisayarlı mikroskopik tekniklerinden faydalanmaktadır (Kurtoğlu, 2015:86).

3.5.1. NöroFinans

Nörofinans-nöroekonomi, bireylerin karar sürecindeki davranışlarını inceleyen ve kararlarını etki eden kişisel ve çevresel tüm unsurları göz önünde bulundurarak kararlarını nasıl verdiklerini tespit edebilmek için nöroloji, ekonomi, finansman ve fizyolojiyi disiplinlerini bir arada kullanmaktadır.

Davranışsal finansın kabul görmeye ve gerekli analiz ve tespitlerde kullanılmaya başlanması ile birlikte nörofinans, ekonomide henüz yeni bir perspektif olarak görülmektedir. Nörofinans, çok yeni olmasına rağmen nöro geribildirim, beyin yönelimli koçluk, eğitim paradigmaları, finansal kişilik tiplmesi vb. gibi araçların gelişimi oldukça hızlı ilerlemektedir. Teknolojideki gelişmelere rağmen nörofinansın gelişindeki durgunluğun asıl sebebi nöroloji, ekonomi, finansman ve fizyolojiyi bilimlerinin hepsini bilen ve bunu istenilen doğrultuda kullanıp geliştirebilecek eğitimli ve yetenekli bireylerin yetersizliğidir. Öte yandan bu anada gerek duyulan ve kullanılan teknolojinin beklenilenin çok üstünde bir potansiyele sahip olmasıdır.

Karar verme sürecinde bilginin elde edilmesi ve işleme sürecinde bilişsel işleyişin ne şekilde yapıldığını inceleyen nörofinans, bireylerin karar sürecinde eylem planlarını nasıl ve neye göre seçtiklerini ortaya koymaya çalışmaktadır. Öte yandan söz konusu tercihi belirlerken insan beyninin bu süreçte nasıl işlediğini ve hangi çevresel koşullardan

olumlu veya olumsuz etkilendiğini tespit etmeye çalışmaktadır. Nörofinans disiplininin asıl amacı daha önce bahsedilen hedeflerin dışında karar sürecinin en önemli unsurlarını oluşturan risk, belirsizlik ve anomalilerin karar sürecini nasıl etkilediğini deneysel olarak belirlemektir.

Günümüzde bilimin geldiği nokta, bireylerin farkında olmadan kontrol mekanizmasını ele geçirebilecek düzeye ulaştığını görmek kısa sürelik şok etkisi yaratmaktadır. Hatta bu gelişmelerin 90’lardan itibaren fark edilerek uygulanmış olduğunu bilmek daha da şaşırtıcıdır. Bunu yeni bir bilim dalı olan “nöromarketing” ile örneklendirebiliriz.

Sinir bilimiyle pazarlama kelimesinin bir arada kullanılması ile ifade edilen nöromarketing, bir tür hipnoz ile bireylerin marar mekanizmalarını ele geçirmektedir. Nöromarketing, insan beyninin aktivitelerini test ederek ölçen cihazlarla bir reklam görselinden kullanarak beynimizin hangi bölümlerinin uyarıldığı tespit edilmektedir. Sonrasında elde ettikleri verilerle uygun afişler ve spotlar hazırlanmaktadır (Kurtoğlu, 2015:97). Diğer bir ifadeyle teknolojinin nimetlerinden sonuna kadar yararlanan taraflar, istenilen ölçüde bireylerin beyin sinirlerini belirli uyarıcılarla harekete geçirmekte ve karar mekanizmalarını istenilen yönde etkileyebilmektedir. Mal veya hizmet üretimi yapan veya bundan dolayı olarak getiri sağlayanların pazarlama sürecinde her ne kadar tercihi yatırımcının kendisine bırakmış gibi gözükse de gerçek pek de öyle değildir.

Bireyler karar sürecinde kaçınılmaz bir şekilde bir şeylerin etkisinde kalacak ve rasyonel veya irrasyonel eylemlerin donucunda bir

karar verecektir. Birey bu süreçte neden ve ne şekilde etkilendiğinden çok karar sonrasındaki getiri veya pişmanlığa odaklandığı ve kendine güvendiği için karar mekanizmasının durumu ile ilgilenmez. Bu piyano çalan bir kişinin parmaklarının hangi notaya basacağını hesaplamadan müziğin ritmine kaptırmasına benzer. Bu noktada bilinç devre dışı bırakılmıştır. Günümüz şartlarında yatırım kararlarının görsel, işitsel, sezgisel, duygusal vb. gibi birçok uyarıcının yanında gıda veya ilaçlarla da etki altına alınabilmektedir. Bu durum profesyonel yatırımcılarca bilinmekte ve karar sürecinde bunlar gibi bir takım uyarıcıların etkisini minimize etmeye gayret etmektedirler.

BÖLÜM 4:

METODOLOJİ

4.1. Araştırmanın Amacı ve Önemi

Davranışsal finans literatürü incelendiğinde araştırmaların büyük çoğunluğunun hedef kitlesinin hisse senedi yatırımcılarının oluşturduğu çalışmalara rastlanmaktadır. Ayrıca başta iş hayatı olmak üzere, hayatın her alanında sayısı ve gücü önemli ölçüde artan kadınların söz konusu çalışmalara dâhil edilmesi önem arz etmektedir. Bu noktadan hareketle iş hayatında aktif rol oynayan kadınların, karar sürecinde yatırım kararlarını etkileyen faktörlerin ne derece etkili olduğunun tespiti amaçlanmıştır. Davranışsal finansın kadınlar üzerindeki etkisinin incelendiği çalışma sayısının az oluşu, bu çalışmanın önemini arttırmaktadır.

4.2. Araştırmanın Kapsamı ve Yöntemi

Araştırmanın kapsamını Şanlıurfa'da iş hayatında aktif olarak faaliyet gösteren kadınlar oluşturmaktadır. Araştırmada kullanılan veriler, çalışan kadın katılımcıdan birincil veri toplama yöntemlerinden biri olan anket uygulaması ile elde edilmiştir.

Araştırmada gözetim yöntemi olarak da ifade edilen anket yöntemi, belli bir konuda saptanmış hipotezlere ya da sorulara bağlı olarak, bir evren ya da örnekleme oluşturan kaynak kişilere sorular yöneltmek suretiyle sistemli veri toplama tekniği olarak tanımlanabilir (Balcı, 2011:150).

Araştırmalarda veri toplamada en çok yararlanılan yöntem olan gözatım yönteminin çalışmada kullanılması nenedi, bilgisayar destekli istatistiki programların gelişmesi ve anketlerden elde edilen verilerin bu programlar yardımıyla işlenmesinin ve analiz edilmesinin görece kolay olması ve verilere hızlı erişim sağlanmasıdır (Altınışık vd., 2005:68-69). Çalışmanın evrenini, şanlıurfa’da yaşayan ve çalışma hayatında yer alan kadın bireylerden oluşturmaktadır. şanlıurfa’da yaşayan ve iş hayatında yer alan kadınlardan, basit tesadüfi örnekleme tekniğiyle seçilen 564 kadın örnekleme dâhil edilmiştir.

Araştırmada, Böyükaslan (2012)’nın Ede (2007) ve Ateş (2007)’nin çalışmalarından yararlanarak hazırlamış olduğu ve Gül, Ekşi ve Sürme (2017)’nin de çalışmalarında kullanmış oldukları anket formu kullanılmıştır. Anket formunun birinci bölümünde demografik sorular yer alırken ikinci bölümde katılımcıların davranışsal finans literatüründe sıklıkla kullanılan yatırımcıların davranışlarını etkileyen psikolojik önyargılara ilişkin 5’li Liket ölçeğine göre düzenlenmiş ifadeler yer almaktadır.

Anket formu dijital ortamda tekrar düzenlenmiş ve katılımcılara internet aracılığı ile ulaştırılmış olan anket sorularının online cevaplamaları sağlanmıştır. Likert tipi sorularda katılım düzeyini belirlemek amacıyla iki aşırı uç arasında yer alan birden çok seçenek sunulur. Bu seçenekler “en yüksekte en düşüğe” veya “en iyiden en kötüye” doğru dereceli bir şekilde sıralanır. Analiz aşamasında bu seçenekler derecelerine göre birer sayısal değer atanarak kodlanır ve böylece nitel ve nicel veriye dönüştürülerek analiz edilir (Turan vd.,

2015:188). Araştırmada kullanılan ölçekte kullanılan ifadeler ile 1=Kesinlikle katılmıyorum, 2=Katılmıyorum, 3=Kararsızım, 4=Katılıyorum, 5=Kesinlikle katılıyorum şeklinde 1'den 5'e kadar eş aralıkla (interval) derecelendirme yapılmıştır.

Verilerin analizinde kullanılan tanımlayıcı analizler kapsamında frekans ve yüzde analizi, aritmetik ortalama ve standart sapma değerlerinin elde edilmesinde SPSS 16.0 (Statistical Package for the Social Sciences) istatistik paket programından yararlanılmıştır. Araştırma verilerinin güvenilirliğinin değerlendirmesinde Cronbach Alfa testi kullanılırken, verilerin normal dağılım gösterip göstermediğinin tespit edilmesi için Kolmogorov-Smirnov (K-S) testinden yararlanılmıştır. Ayrıca değişkenlerin birbiri ile ilişkisi olup olmadığını belirlemek için Spearman Korelasyon analizi yapılmıştır. Son olarak ortaya konulan farklılık hipotezlerinin test edilebilmesi için ise alt grup değişken sayıları dikkate alınarak, Mann Whitney U ve Kruskal Wallis H testlerinden yararlanılmıştır.

4.3. Bulgular ve Değerlendirme

4.3.1. Demografik zellikler

Ankete katılanların demografik zellikleri Tablo 4.1'de gösterilmiştir.

Tablo 4.1: Katılımcıların Demografik Özellikleri

Demografik Özellikler		F	%
Yaş	19-25	126	22,3
	26-35	207	36,7
	36-45	156	27,7
	46 ve üzeri	75	13,3
Medeni Durum	Evli	252	44,7
	Bekâr	312	55,3
Eğitim	İlköğretim	51	9
	Lise	99	17,6
	Ön Lisans	156	27,7
	Lisans	189	33,5
	Lisansüstü	69	12,2
Mesleki Tecrübe	0-5 Yıl	138	24,5
	6-10 Yıl	231	41
	11-15 Yıl	138	24,5
	16 yıl ve üstü	57	10,1
Yatırımları Gözden Geçirme Süresi	Günde bir kez	63	11,2
	Haftada bir kez	183	32,4
	Ayda bir kez	207	36,7
	Yılda bir kez	111	19,7
Yatırımları Yönlendirirken En Sık Kullanılan Bilgi Kaynaklar	TV	75	13,3
	Gazete	51	9
	Dergi	93	16,5
	Tavsiyeler	168	29,8
	Sosyal Medya	111	19,7
	İnternet Siteleri	66	11,7
Yatırım Araçlarının Tercihinde Temel Alınan Yöntemler	Analiz Yöntemleri	48	8,5
	Aracı Kurum Yönlendirmeleri	99	17,6
	Alınan Tüyolar	170	30,1
	Döviz Kurları	129	22,9
	Kişisel Sezgiler	118	20,9
Yatırım Araçları Tercihinde Göz Önünde Bulunan Temel Faktörler	Getiri Oranı	162	28,7
	Güvenlik	249	44,1
	Çeşitlendirme	153	27,1
Kişisel Özellikler	Güvenli	78	13,8
	Dikkatli	174	30,9
	Endişeli	195	34,6
	Duygusal	117	20,7

Tablo 4.1' göre katılımcıların %55,3'ü bekâr, %44,7'si ise evli bayanlardan oluşmaktadır. Katılımcıların yaş grupları incelendiğinde çoğunluğunu oluşturan % 36,7'sinin 26-35 yaş aralığında olduğu tespit edilmiştir. Katılımcıların eğitim düzeylerine bakıldığında % 33,3 'ü lisans düzeyinde eğitime sahip iken , %41'inin 6-10 yıl aralığında iş tecrübesine sahip oldukları görülmektedir.

Katılımcıların finansal profilleri incelendiğinde %36,7'si yatırımlarını ayda bir kez gözden geçirirken %29,8'i oluşturan çoğunluğu söz konusu bu yatırımlarını yönlendirirken tavsiyelerden yararlandığını belirtmiştir. Katılımcıların yatırım yaparken kullandıkları bilgi kaynaklarının tercih edilme sıralaması sosyal medya, dergi, TV ekonomi kanalları, internet siteleri ve TV şeklindedir. Bununla birlikte katılımcıların %30,1'inin ise yatırım araçlarının tercihinde en sık kullandıkları yöntemin alınan tüyolar olduğu görülmektedir.

Katılımcıların yatırım araçlarını tercihinde göz önünde bulundurdıkları temel faktörlere bakıldığında %44,1'i gibi bir çoğunluğun güvenliği ön planda tuttuğu tespit edilmiştir. Bu noktadan hareketle katılımcıların yatırım yapma sürecinde toplumsal eğilim ve tercihlerden yararlandığı ve yatırımları yönlendirme hususunda önceki tecrübeleri dikkate alarak faaliyete geçtikleri sonucu çıkarılabilmektedir. Zira katılımcıların %30,9'unun dikkatli ve %34,6'sının ise endişeli gibi kişisel özelliklere sahip olması, ifade edilen bu sonucu kanıtlar niteliktedir.

4.3.2. Kullanılan Ölçek Algularına İlişkin Bulgular

Katılımcıların araştırmada kullanılan ve yatırımcı davranışlarını etki eden değişkenleri algı düzeyleri belirlenmeye çalışılmıştır. Bu hususta aşırı güven, aşırı iyimserlik, pişmanlıktan kaçınma, kayıptan kaçınma ve temsil etme eğilimi olarak belirlenen ölçekleri ortalama ve standart sapmaları alınmıştır. Bu kapsamda yapılan analiz sonuçları Tablo 4.2’de verilmiştir.

Tablo 4.2: Kullanılan Ölçeklerin Ortalama ve Standart Sapma Sonuçları

Değişkenler	Ort.	Std. Sapma
Aşırı Güven (A.G.)	3,16	0,769
Sahip olduğum bilgilerin diğer yatırımcıların bilgilerine göre daha değerli olduğumu düşünürüm	2,90	1,045
Doğru ve sağlıklı kararlar aldığuma dair kendime güvenim tamdır.	3,68	,937
Finansal yatırımlarımın getirileri daima piyasadaki ortalama getirilerin üzerindedir.	2,89	,997
Aşırı İyimserlik (A.İ)	3,00	0,733
Piyasada az sayıda yatırımcının erişebileceği bilgiler finansal yatırımlarımda bana mutlak avantaj sağlar.	3,04	1,077
Finansal yatırımlarımın gelecek dönemde kazandıracağına olan beklentim güçlüdür.	3,41	,978
Gelecek dönemde kaybettirebilecek finansal yatırım araçları benim değil, başka yatırımcıların olacak.	2,85	,953
Yerel ve uluslararası piyasalarda meydana gelecek ekonomik gelişmelerin pozitif yönlü olacağını düşünüyorum	2,71	1,079
Pişmanlıktan Kaçınma (P.K)	3,40	0,745
Bir yatırım aracından zararım olduğunda zararımı karşılayana kadar yatırım aracını elimden çıkarmam.	3,40	1,134
Bir yatırım aracı alış maliyetini karşıladığımda elimden çıkarırım	3,00	1,112

A ve B olmak üzere iki yatırıma varsa, acil nakit ihtiyacım halinde maliyetleri aynı olan bu iki yatırım aracından kazandıranı değil, kaybettireni satarım	3,80	1,230
Kayıptan Kaçınma (K.K)	3,74	0,825
Getirisi düşük/riski az olan yatırım araçlarımı riski yüksek/getirisi yüksek yatırım araçlarına göre daha çok tercih ederim.	3,53	1,080
%80 olasılıkla 4.000 " kazanmak yerine %100 olasılıkla 3.000 " kazanmayı tercih ederim	3,95	1,079
Temsil Etme Eğilimi (T.E.E.)	3,26	0,652
Bir yatırım aracına ait olumlu performansları veya olumlu bilgileri hafızamda tutar ve sonraki yatırımlarımda karar verme aşamasında kullanırım.	3,81	,975
Mevduata düşük faiz veren tanınmış/büyük ölçekli bankalar yerine yüksek faiz veren ama tanınmamış/küçük ölçekli bankaları tercih ederim.	2,32	1,128
Yatırım yapacak olsam büyük ve tanınmış şirketlerin hisse senetlerine yatırım yaparım.	3,63	1,092

Tablo 4.2’de de görüldüğü gibi aşırı güven ölçeği üç önerme ile değerlendirilmiştir. Bu ölçek altında bulunan üç önermenin genel ortalaması ($\bar{x} = 3,16$, $\pm 0,769$) olarak tespit edilmiştir. Aynı zamanda katılımcıların aşırı güven ölçeğinde en yüksek düzeyde algıladığı önerme ise “Finansal yatırımlarımın getirileri daima piyasadaki ortalama getirilerin üzerindedir.” ($\bar{x} : 2,89$) önermesidir.

Aşırı iyimserlik ölçeği dört önerme ile değerlendirilmiştir. Bu ölçek altında bulunan önermelerin genel ortalaması ($\bar{x} = 3,00$, $\pm 0,733$) olarak tespit edilirken, en yüksek düzeyde algılanan önermenin “Yerel ve uluslararası piyasalarda meydana gelecek ekonomik gelişmelerin pozitif yönlü olacağını düşünüyorum” olduğu görülmektedir ($\bar{x} : 2,71$).

Pişmanlıktan kaçınma ölçeği üç önerme ile değerlendirilmiştir. Bu ölçek altında bulunan önermelerin genel ortalaması ($\bar{x} = 3,40$, $\pm 0,745$)

olarak tespit edilmiştir. Pişmanlıktan kaçınma ölçeğinde en yüksek düzeyde algılanan önerme ise “Bir yatırım aracı alış maliyetini karşıladığında elimden çıkarırım.” önermesidir ($\bar{x} :3,00$).

Kayıptan kaçınma ölçeği iki önerme ile değerlendirilmiştir. Bu ölçek altında bulunan önermelerin genel ortalaması ($\bar{x} =3,74, \pm 0,825$) ve en yüksek düzeyde algılanan önermenin ise “Getirisi düşük/riski az olan yatırım araçlarını riski yüksek/getirisi yüksek yatırım araçlarına göre daha çok tercih ederim.” olduğu tespit edilmiştir ($\bar{x} :3,53$).

Temsil etme eğilimi ölçeği üç önerme ile değerlendirilmiş ve bu ölçek altında bulunan önermelerin genel ortalaması ($\bar{x} =3,26, \pm 0,652$) olarak tespit edilmiştir. Katılımcıların temsil etme eğilimi ölçeğinde en yüksek düzeyde algıladığı önermenin “Mevduata düşük faiz veren tanınmış/büyük ölçekli bankalar yerine yüksek faiz veren ama tanınmamış/küçük ölçekli bankaları tercih ederim.” ($\bar{x} :2,32$) olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

4.3.3. Araştırma Ölçeklerinin Güvenilirlik Analizleri

Çalışmada ölçeklerin güvenilirliğinin değerlendirilmesinde en yaygın metot olan Cronbach Alfa testinden yararlanılmıştır. Literatürde Cronbach alfa katsayısı 0,70’den büyük olması sosyal bilimlerde içsel güvenilirlik için yeterli kabul edilmiştir. Tablo 4.3’te de görüldüğü üzere tüm değişkenler için Alfa katsayısının 0.729 olduğu tespit edilmiştir.

Tablo 4.3: Araştırma Ölçeklerine İlişkin Güvenilirlik Analizi

Değişkenler	İfade Sayısı	Cronbach Alfa (a) Değerleri
Aşırı Güven Ölçeği	3	0,661
Aşırı İyimserlik Ölçeği	4	0,701
Pişmanlıktan Kaçınma Ölçeği	3	0,662
Kayıptan Kaçınma Ölçeği	2	0,730
Temsil Etme Eğilimi Ölçeği	3	0,657
Tüm Değişkenler için Alfa Katsayısı	15	0,729

4.3.4. Verilerin Normallik Testleri

Çalışmada farklılık hipotezlerinin test edilmesinde hangi test türünün uygun olacağının belirlenebilmesi için verilerin normal dağılıp dağılmadığını gözlemleyebilmek amacıyla normallik testi yapılmıştır. Bunun içinde Kolmogorov-Smirnov (K-S) testinden yararlanılmış ve verilerin normal dağılım sergileyip sergilemediği belirlenmiştir. Yapılan analiz sonuçları Tablo 4.4'de gösterilmektedir.

Tablo 4.4: Kolmogorov-Smirnov Normallik Testi Sonuçları

		A.G.	A.İ.	P.K.	K.K.	T. E.E.
N		564	564	564	564	564
Normal Parametre	Ort.	3,16	3,00	3,40	3,74	3,26
	Std. Sapma	,769	,733	,745	,825	,652
Aşırı Farklar	Mutlak	,116	,104	,103	,156	,146
	Pozitif	,072	,079	,090	,123	,104
	Negatif	-,116	-,104	-,103	-,156	-,146
Kolmogorov-Smirnov Z		2,765	2,466	2,445	3,702	3,456
Asymp. Sig. (2-tailed)		,000	,000	,000	,000	,000

Bir serinin normal dağılım gösterebilmesi için Asymp. Sig (anlamlılık) satırındaki değerlerin istatistiksel anlamlılık hesaplamalarında sınır kabul edilen 0.05'den büyük olması gerekmektedir. Ancak söz konusu tabloda yer alan değişkenlere bakıldığında elde edilen tüm değerlerin 0,05'den küçük olduğu tespit edilmiş ve bu durum verilerin normal dağılım göstermediği sonucunu ortaya koymuştur. Böylece verilerin analinde parametrik olmayan testlerin uygulanması gerekmektedir.

4.3.5. Korelasyon Analizi

Değişkenlerin birbiri ile ilişkisi olup olmadığını belirlemek için korelasyon analizi yapılması gerekmektedir. Çalışma verilerinin normal dağılım göstermemesi sebebiyle Spearman korelasyon analizinden yararlanılmıştır.

Korelasyon analizi verilerin birbirleriyle olan ilişki türlerini ve ilişkinin boyutunu ortaya koymayı amaçlayan bir analiz tekniğidir. Bu analiz tekniğinde korelasyon katsayısı -1, 0 ve +1 arasında değerler alır. İlişkinin -1'e yakın olması değişkenler arasında negatif yönlü ve güçlü bir ilişki olduğunu, +1'e yakın olması ise ilişkiler arasında pozitif yönlü ve güçlü bir ilişki olduğunu göstermektedir.

Değişkenler arasındaki ilişkinin düzeyi 0-0,29 arasındaysa zayıf veya düşük korelasyon, 0,30 ile 0,64 arasındaysa orta düzeyde korelasyon, ilişki 0,65 ile 0,84 arasındaysa değişkenler arasında yüksek korelasyona sahip olduğu ifade edilir. Korelasyon katsayısının 0,85 ile 1 arasında yer alması ise değişkenlerin çok yüksek düzeyde bir korelasyona sahip olduğunu göstermektedir. (Aba Şenbayram, 2018: 170) Değişkenler arasında yapılan korelasyon analizi sonucunda elde edilen bulgular Tablo 4.5'de gösterilmektedir.

Tablo 4.5: Spearman Korelasyon Analizi

Değişkenler	A.G	A.İ	P.K	K.K	T.E.E.
A.G.	1	(r=0.576)** ,000	(r=0.370)** ,000	(r=0.230)** ,000	(r=0.339)** ,000
A.İ.		1	(r=0.298)** ,000	(r=0.117)** ,000	(r=0.353)** ,000
P.K.		(r=0.298)** ,000	1	(r=0.406)** ,000	(r=0.381)** ,000
K.K.		(r=0.117)** ,000	(r=0.406)** ,000	1	(r=0.410)** ,000
T.E.E.		(r=0.353)** ,000	(r=0.381)** ,000	(r=0.410)** ,000	1

** : Spearman Korelasyon $p < 0,01$ düzeyinde anlamlı

Korelasyon analizi sonuçlarına göre; katılımcıların aşırı iyimserlik ile aşırı güven algısı arasında pozitif yönlü, orta düzeyde ($r=0,576$) ve istatistiki olarak anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir (,000). **Bu kapsamda H_1 hipotezi kabul edilmiştir.**

Katılımcıların pişmanlıktan kaçınma algısı ile aşırı güven arasında pozitif yönlü, orta düzeyde ($r=0,370$) ve istatistiki olarak anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir (,000). **Bu kapsamda H_2 hipotezi kabul edilmiştir.**

Katılımcıların kayıptan kaçınma ile aşırı güven değişkeni arasında pozitif yönlü, düşük düzeyde ($r=0.230$) fakat istatistiki olarak anlamlı bir ilişkinin var olduğu tespit edilmiştir (,000). **Bu kapsamda geliştirilen H_3 hipotezi kabul edilmiştir.**

Katılımcıların temsil etme yetkisi ile aşırı güven değişkenleri arasında pozitif yönlü, orta düzeyde ($r=0.339$) ve istatistiki olarak

anlamli bir ilişki tespit edilmiştir (,000). ***Bu kapsamda H₄ hipotezi kabul edilmiştir.***

Katılımcıların pişmanlıktan kaçınuma algısı ile aşırı iyimserlik arasında pozitif yönlü, zayıf düzeyde ($r=0,298$), fakat istatistiki olarak anlamli bir ilişki tespit edilmiştir (,000). ***Bu kapsamda H₅ hipotezi kabul edilmektedir.***

Katılımcıların pişmanlıktan kaçınuma ile kayıptan kaçınuma değişkenleri arasında pozitif yönlü, orta düzeyde ($r=0.406$) ve istatistiki olarak anlamli bir ilişkinin varlığı tespit edilmiş (,000). ***Bu kapsamda H₆ hipotezi kabul edilmiştir.***

Katılımcıların pişmanlıktan kaçınuma ile temsil etme yetkisi değişkenleri arasında pozitif yönlü, orta düzeyde ($r=0.381$) ve istatistiki olarak anlamli bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir (,000). ***Bu kapsamda geliştirilen H₇ hipotezi ise kabul edilmiştir.***

Katılımcıların kayıptan kaçınuma ile temsil etme yetkisi değişkenleri arasında pozitif yönlü, orta düzeyde ($r=0.410$) ve istatistiki olarak anlamli bir ilişkinin varlığı tespit edilmiş (,000) ve ***H₈ hipotezi kabul edilmiştir.***

Katılımcıların kayıptan kaçınuma ile aşırı iyimserlik değişkenleri arasında pozitif yönlü, düşük düzeyde ($r=0.117$) ve istatistiki olarak anlamli bir ilişkinin varlığı tespit edilmiş (,000) ve ***H₉ hipotezi kabul edilmiştir.***

Katılımcıların temsil etme yetkisi ile aşırı iyimserlik değişkenleri arasında pozitif yönlü, orta düzeyde ($r=0.353$) ve istatistiki olarak

anlamli bir ilişkinin varliğı tespit edilmiş (,000) ve *H₁₀ hipotezi kabul edilmiştir.*

Araştırmada geliştirilen ilişki hipotezleri ve bu hipotezlerden elde edilen sonuçlar ise Tablo 4.6’de gsterilmektedir.

Tablo 4.6. Değişkenlerarası İlişki Hipotezlerinin Olçüm Sonuç Bilgileri

Hipotez Numarası	Hipotez	Sonuç
H₁	Katılımcıların aşırı iyimserlik ile aşırı güven algısı arasında pozitif yönlü ve istatistiki olarak anlamli bir ilişki bulunmaktadır.	Kabul
H₂	Katılımcıların pişmanlıktan kaçınma algısı ile aşırı güven arasında pozitif yönlü ve istatistiki olarak anlamli bir ilişki bulunmaktadır.	Kabul
H₃	Katılımcıların kayıptan kaçınma ile aşırı güven değişkeni arasında pozitif yönlü ve istatistiki olarak anlamli bir ilişki bulunmaktadır.	Kabul
H₄	Katılımcıların temsil etme yetkisi ile aşırı güven değişkenleri arasında pozitif yönlü ve istatistiki olarak anlamli bir ilişki bulunmaktadır.	Kabul
H₅	Katılımcıların pişmanlıktan kaçınma algısı ile aşırı iyimserlik arasında pozitif yönlü ve istatistiki olarak anlamli bir ilişki bulunmaktadır.	Kabul
H₆	Katılımcıların pişmanlıktan kaçınma ile kayıptan kaçınma değişkenleri arasında pozitif yönlü ve istatistiki olarak anlamli bir ilişki bulunmaktadır.	Kabul
H₇	Katılımcıların pişmanlıktan kaçınma ile temsil etme yetkisi değişkenleri arasında pozitif yönlü ve istatistiki olarak anlamli bir ilişki bulunmaktadır.	Kabul
H₈	Katılımcıların kayıptan kaçınma ile temsil etme yetkisi değişkenleri arasında pozitif yönlü ve istatistiki olarak anlamli bir ilişki bulunmaktadır.	Kabul
H₉	Katılımcıların kayıptan kaçınma ile aşırı iyimserlik değişkenleri arasında pozitif yönlü ve istatistiki olarak anlamli bir ilişki bulunmaktadır.	Kabul
H₁₀	Katılımcıların temsil etme yetkisi ile aşırı iyimserlik değişkenleri arasında pozitif yönlü ve istatistiki olarak anlamli bir ilişki bulunmaktadır.	Kabul

4.3.6. Bağımlı Değişkenlerin Bağımsız Değişkenlerle Olan Farklılık Analizleri

Katılımcıların yatırım davranışlarını etkileyen psikolojik önyargıların medeni durumları ile aralarında farklılığın olup olmadığının tespiti için farklılık analizlerinden yararlanılmıştır. Çalışma verilerinin normal dağılım göstermemesi sebebiyle farklılık hipotezlerinin test edilmesine yönelik yapılacak testlerde alt grup değişken sayıları dikkate alınarak Mann Whitney U testi veya Kruskal Wallis H testleri kullanılmıştır.

4.3.6.1. Bağımlı Değişkenlerin Medeni Durum Değişkeni İle Olan Farklılığın Tespitine İlişkin Bulgular

Bağımlı değişkenlerin medeni durum değişkeni ile olan farklılığın tespitine yönelik Mann Whitney U testi yapılmış ve sonuçlar aşağıdaki tablolarda verilmiştir.

Tablo 4.7: Bağımlı Değişkenler İle Medeni Durum Değişkeni Arasındaki Farklılık Testi Sonuçları

Bağımlı Değişkenler	Medeni Durum	N	Sıra Ortalaması	Sd	X ²	P
Aşırı Güven	Evli	252	302,80	76306,50	34195,500	,007*
	Bekâr	312	266,10	83023,50		
Aşırı İyimserlik	Evli	252	279,50	70434,00	38556,000	,692
	Bekâr	312	284,92	88896,00		
Pişmanlıktan Kaçınma	Evli	252	297,25	74907,00	35595,000	,051*
	Bekâr	312	270,59	84423,00		
Kayıptan Kaçınma	Evli	252	291,14	73368,00	85962,000	,249
	Bekâr	312	275,14	85962,00		
Temsil Etme Eğilimi	Evli	252	304,73	76792,50	33709,500	,003*
	Bekâr	312	264,54	82537,50		

* $p \leq 0,05$

Tablo 4.7’de katılımcıların yatırım davranışlarını etkileyen aşırı güven, aşırı iyimserlik, pişmanlıktan kaçınma, kayıptan kaçınma ve temsil etme eğilimi gibi psikolojik önyargılar ile medeni durumları arasındaki olası farklılık ve bu farklılığın hangi gruptan kaynaklandığı görülmektedir.

Katılımcıların medeni durum değişkeni ile aşırı güven değişkeni ($p=,007$, $p<,05$) arasında anlamlı bir farklılığın olduğu tespit edilmiştir. Söz konusu farklılığın evli katılımcılardan kaynaklandığı tespit edilmiştir. ***Bu kapsamda geliştirilen H_1 hipotezi kabul edilmiştir.***

Tablo 4.7’e göre katılımcıların aşırı iyimserlik değişkenini algı düzeyi p sınır değeri olan 0,05’den büyük olduğu için medeni durum değişkenine göre anlamlı bir farklılık göstermemektedir ($p=,692$, $p>,05$). ***Bu kapsamda geliştirilen H_2 hipotezi red edilmiştir.***

Katılımcıların medeni durum değişkeni ile pişmanlıktan kaçınma değişkeni ($p=,051$, $p<,05$) arasında anlamlı bir farklılığın olduğu tespit edilmiştir. Söz konusu farklılığın ise evli katılımcılardan kaynaklandığı görülmektedir. ***Bu kapsamda geliştirilen H_3 hipotezi kabul edilmiştir.***

Öte yandan katılımcıların kayıptan kaçınma değişkenini algı düzeyleri ile medeni durumları arasında anlamlı bir farklılığın olup olmadığını incelendiğinde, p sınır değerinin 0,05’den büyük olması sebebiyle ($p=,249$, $p>,05$) aralarında anlamlı bir farklılığın olmadığı tespit edilmiştir. ***Bu kapsamda geliştirilen H_4 hipotezi red edilmektedir.***

Son olarak katılımcıların temsil etme eğilimi değişkenini algı düzeylerinin medeni durumlarına göre farklılık gösterip göstermediğine bakıldığına ($p=,003$, $p<,05$) aralarında anlamlı bir farklılığın olduğu tespit edilmiştir. Söz konusu farklılığın ise yine evli katılımcılardan kaynaklandığı tespit edilmiştir. ***Bu kapsamda geliştirilen H_5 hipotezi kabul edilmiştir.***

Tablo 4.8: Geliştirilen Birinci Grup Farklılık Hipotezleri Ve Ölçüm Sonuç Bilgileri

Hipotez Numarası	Hipotez	Sonuç
H₁	Katılımcıların aşırı güven değişkeni ile medeni durum değişkeni arasında anlamlı bir farklılık bulunmaktadır.	Kabul
H₂	Katılımcıların aşırı iyimserlik ile medeni durum değişkeni arasında anlamlı bir farklılık bulunmamaktadır.	Red
H₃	Katılımcıların pişmanlıktan kaçınma ile medeni durum değişkeni arasında anlamlı bir farklılık bulunmaktadır	Kabul
H₄	Katılımcıların kayıptan kaçınma ile medeni durum değişkeni arasında anlamlı bir farklılık bulunmamaktadır.	Red
H₅	Katılımcıların temsil etme eğilimi ile medeni durum değişkeni arasında anlamlı bir farklılık bulunmaktadır.	Kabul

4.3.6.2. Bağımlı Değişkenlerin Yaş Değişkeni İle Olan Farklılığın Tespitine İlişkin Bulgular

Katılımcıların yatırım davranışlarını etkileyen önyargıların yaş değişkenine göre farklılık gösterip göstermediğinin tespitine yönelik Kruskal Wallis testi yapılmış ve sonuçlar aşağıdaki tablolarda verilmiştir.

Tablo 4.9: Bağımlı Değişkenler İle Yaş Değişkeni Arasındaki Farklılık Testi Sonuçları

Bağımlı Değişkenler	Yaş Aralığı	N	Sıra Ort.	Sd	X ²	P
Aşırı Güven	19-25	126	303,96	4	3,085	,379
	26-35	207	272,54			
	36-45	156	279,56			
	46 ve üstü	75	280,04			
Aşırı İyimserlik	19-25	126	266,25	4	5,182	,159
	26-35	207	289,98			
	36-45	156	298,34			
	46 ve üstü	75	256,22			
Pişmanlıktan Kaçınma	19-25	126	280,64	4	9,474	,024*
	26-35	207	301,52			
	36-45	156	281,72			
	46 ve üstü	75	234,74			
Kayıptan Kaçınma	19-25	126	295,61	4	5,441	,142
	26-35	207	290,83			
	36-45	156	257,29			
	46 ve üstü	75	289,94			
Temsil Etme Eğilimi	19-25	126	295,00	4	4,808	,186
	26-35	207	268,02			
	36-45	156	278,26			
	46 ve üstü	75	310,28			

* $p \leq 0,05$

Tablo incelendiğinde katılımcıları yatırım kararlarını etkileyen aşırı güven değişkeninin yaş değişkeni ile arasında anlamlı bir farklılığın olmadığı ($p=,379$, $p>,05$) ve görülmektedir. Bu kapsamda geliştirilen *H₁ hipotezi red edilmiştir.*

Katılımcıların yatırım kararlarını etkileyen diğer bir faktör olan aşırı iyimserlik değişkeninin yaşlarına göre farklılık ($p=,159$, $p>,05$) göstermediği tespit edilmiştir. Bu kapsamda geliştirilen *H₂ hipotezi red edilmiştir.*

Tablo 4.10’da de görüldüğü üzere katılımcıların yatırım kararlarını etkileyen pişmanlıktan kaçınma değişkeni ile yaş değişkeni arasında

($p=,024$, $p<,05$) anlamlı bir farklılığın olduğu tespit edilmiştir. Söz konusu farklılığın ise 26- 35 yaş aralığında yer alan katılımcılardan kaynaklandığı görülmektedir. Daha geniş bir ifade ile 26- 35 yaş aralığındaki katılımcılar, diğer yaş grubundaki katılımcılara göre daha temkinli davranmakta ve yatırım kararlarında pişmanlık duymaktan çekindikleri için risk faktörünü göz önünde bulundurarak kazanç sağlamaktan çok kaybın neredeyse hiç yaşanmayacağına inandıkları adımları atmaktadırlar. Bu kapsamda geliştirilen ***H₃ hipotezi kabul edilmiştir.***

Öte yandan katılımcıların yatırım kararlarını etkileyen kayıptan kaçınma ve temsil etme eğilimi değişkenlerinin yaşlarına göre farklılık gösterip göstermediğine bakıldığında her iki bağımlı değişkende de herhangi bir farklılığın ($p=,142$, $p>,05$), ($p=,186$, $p>,05$) olmadığı tespit edilmiştir. Bu kapsamda geliştirilen ***H₄ hipotezi ve H₅ hipotezi red edilmiştir.***

Tablo 4.10: Geliştirilen İkinci Grup Farklılık Hipotezleri ve Ölçüm Sonuç Bilgileri

Hipotez Numarası	Hipotez	Sonuç
H₁	Katılımcıların aşırı güven değişkeni ile yaş değişkeni arasında anlamlı bir farklılık bulunmamaktadır.	Red
H₂	Katılımcıların aşırı iyimserlik ile yaş değişkeni arasında anlamlı bir farklılık bulunmamaktadır.	Red
H₃	Katılımcıların pişmanlıktan kaçınma ile yaş değişkeni arasında anlamlı bir farklılık bulunmamaktadır.	Kabul
H₄	Katılımcıların kayıptan kaçınma ile yaş değişkeni arasında anlamlı bir farklılık bulunmamaktadır.	Red
H₅	Katılımcıların temsil etme eğilimi ile yaş değişkeni arasında anlamlı bir farklılık bulunmamaktadır.	Red

4.3.6.3. Bağımlı Değişkenlerin Eğitim Değişkeni İle Olan Farklılığın Tespitine İlişkin Bulgular

Katılımcıların yatırım davranışlarını etkileyen önyargıların eğitim düzeylerine göre farklılık gösterip göstermediğinin tespitine yönelik Kruskal Wallis testi yapılmış ve sonuçlar aşağıdaki tablolarda verilmiştir.

Tablo 4.11: Bağımlı Değişkenler İle Eğitim Düzeyi Değişkeni Arasındaki Farklılık Testi Sonuçları

Bağımlı Değişkenler	Eğitim Düzeyi	N	Sıra Ort.	Sd	X ²	P
Aşırı Güven	İlköğretim	51	283,74	4	1,767	,778
	Lise	99	290,50			
	Ön Lisans	156	280,83			
	Lisans	189	272,88			
	Lisansüstü	69	300,24			
Aşırı İyimserlik	İlköğretim	51	299,44	4	17,424	,002*
	Lise	99	328,50			
	Ön Lisans	156	270,85			
	Lisans	189	253,45			
	Lisansüstü	69	309,89			
Pişmanlıktan Kaçınma	İlköğretim	51	265,56	4	9,253	,055*
	Lise	99	249,55			
	Ön Lisans	156	295,19			
	Lisans	189	280,48			
	Lisansüstü	69	319,15			
Kayıptan Kaçınma	İlköğretim	51	212,44	4	14,496	,006*
	Lise	99	289,64			
	Ön Lisans	156	278,43			
	Lisans	189	286,43			
	Lisansüstü	69	322,48			
Temsil Etme Eğilimi	İlköğretim	51	298,56	4	14,357	,006*
	Lise	99	302,36			
	Ön Lisans	156	253,91			
	Lisans	189	273,07			
	Lisansüstü	69	332,59			

* p≤0,05

Tablo 4.11'e göre katılımcıların yatırım kararlarını etkileyen ön yargılarda sadece aşırı güven değişkeni ile eğitim düzeyleri arasında herhangi bir farklılığın ($p=,778$, $p>,05$) olmadığı görülmektedir. Bu kapsamda geliştirilen ***H₁ hipotezi red edilmiştir.***

Tablo 4.11'deki diğer farklılık testi sonuçlarına bakıldığında katılımcıların aşırı iyimserlik değişkeni ile eğitim düzeyleri arasında anlamlı bir farklılığın olduğu sonucu tespit edilmiştir ($p=,002$, $p<,05$). Ortaya çıkan bu farklılığın Lise mezunu katılımcılardan kaynaklandığı ve bu eğitim düzeyindeki katılımcıların yatırım kararlarında daha iyimser bir politika sergiledikleri sonucuna ulaşılmıştır. Bu kapsamda geliştirilen ***H₂ hipotezi kabul edilmiştir.***

Yine katılımcıların pişmanlıktan kaçınma değişkeni ile eğitim düzeyleri arasında anlamlı bir farklılığın olduğu sonucu tespit edilmiştir ($p=,055$, $p<,05$). Söz konusu bu farklılığın Lisansüstü eğitim düzeyine sahip olan katılımcılardan kaynaklandığı görülmektedir. Lisansüstü eğitim düzeyine sahip olan katılımcıların diğer katılımcılara oranla yatırım kararlarında pişmanlıktan kaçınma eğiliminde oldukları sonucuna ulaşılmıştır. Bu kapsamda geliştirilen ***H₃ hipotezi kabul edilmiştir.***

Tablo 4.11'de görüldüğü gibi kayıptan kaçınma değişkeni ile katılımcıların eğitim düzeyleri arasında anlamlı bir farklılığın olduğu sonucu tespit edilmiştir ($p=,006$, $p<,05$). Söz konusu bu farklılığın ise yine Lisansüstü eğitim düzeyine sahip olan katılımcılardan kaynaklandığı görülmekte ve bu eğitim düzeyine sahip olan katılımcıların diğer katılımcılara oranla yatırım kararlarında

pişmanlıktan kaçınma eğiliminde olduk gibi kayıptan da kaçınma eğilimi gösterdikleri görülmektedir. Bu noktadan hareketle lisansüstü eğitim düzeyindeki katılımcıların yatırım kararlarında diğer katılımcılara göre daha garantici davranışlar sergilemeye çalıştıkları emin veya beklentilerinin yüksek olmadığı girişimlerde bulunmamaya özen gösterdikleri sonucuna ulaşılabilmektedir. Bu kapsamda geliştirilen ***H₄ hipotezi kabul edilmiştir.***

Öte yandan temsil etme eğilimi değişkeni ile katılımcıların eğitim düzeyleri arasında anlamlı bir farklılığın olduğu sonucu tespit edilmiştir ($p=,006$, $p<,05$). Söz konusu bu farklılığın da Lisansüstü eğitim düzeyine sahip olan katılımcılardan kaynaklandığı görülmektedir. Lisansüstü eğitim düzeyine sahip olan katılımcıların diğer katılımcılara oranla yatırım kararlarında daha önce gerçekleşmiş olan iyi örnekleri dikkate aldığı veya çoğunluğun tercih ettiği girişimlere eğilim gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır. Bu kapsamda geliştirilen ***H₅ hipotezi kabul edilmiştir.***

Tablo 4.12: Geliştirilen Üçüncü Grup Farklılık Hipotezleri ve Ölçüm Sonuç Bilgileri

Hipotez Numarası	Hipotez	Sonuç
H₁	Katılımcıların aşırı güven değişkeni ile eğitim düzeyi arasında anlamlı bir farklılık bulunmamaktadır.	Red
H₂	Katılımcıların aşırı iyimserlik ile eğitim düzeyi arasında anlamlı bir farklılık bulunmaktadır.	Kabul
H₃	Katılımcıların pişmanlıktan kaçınma ile eğitim düzeyi arasında anlamlı bir farklılık bulunmaktadır.	Kabul
H₄	Katılımcıların kayıptan kaçınma ile eğitim düzeyi arasında anlamlı bir farklılık bulunmaktadır.	Kabul
H₅	Katılımcıların temsil etme eğilimi ile eğitim düzeyi arasında anlamlı bir farklılık bulunmaktadır.	Kabul

4.3.6.4. Bağımlı Değişkenlerin Mesleki Tecrübe İle Olan Farklılığın Tespitine İlişkin Bulgular

Katılımcıların yatırım davranışlarını etkileyen önyargıların mesleki tecrübelerine göre farklılık gösterip göstermediğinin tespitine yönelik Kruskal Wallis testi yapılmış ve sonuçlar aşağıdaki tablolarda verilmiştir.

Tablo 4.13: Bağımlı Değişkenler İle Mesleki Tecrübe Değişkeni Arasındaki Farklılık Testi Sonuçları

Bağımlı Değişkenler	Mesleki Tecrübe	N	Sıra Ort.	Sd	X ²	P
Aşırı Güven	0-5 Yıl	138	278,20	3	,732	,866
	6-10 Yıl	231	278,53			
	11-15 Yıl	138	288,70			
	16 yıl ve üstü	57	294,03			
Aşırı İyimserlik	0-5 Yıl	138	278,20	3	1,686	,640
	6-10 Yıl	231	278,53			
	11-15 Yıl	138	288,70			
	16 yıl ve üstü	57	294,03			
Pişmanlıktan Kaçınma	0-5 Yıl	138	290,65	3	1,929	,587
	6-10 Yıl	231	278,68			
	11-15 Yıl	138	272,36			
	16 yıl ve üstü	57	302,79			
Kayıptan Kaçınma	0-5 Yıl	138	303,30	3	11,867	,008*
	6-10 Yıl	231	265,08			
	11-15 Yıl	138	269,59			
	16 yıl ve üstü	57	333,97			
Temsil Etme Eğilimi	0-5 Yıl	138	286,77	3	7,796	,050*
	6-10 Yıl	231	262,55			
	11-15 Yıl	138	310,15			
	16 yıl ve üstü	57	286,05			

* $p \leq 0,05$

Tablo 4.13'e göre katılımcıların yatırım kararlarını etkileyen ön yargılardan aşırı güven ($p = ,866$, $p > ,05$), aşırı iyimserlik ($p = ,640$, $p > ,05$) ve pişmanlıktan kaçınma ($p = ,587$, $p > ,05$) değişkenleri ile mesleki tecrübeleri arasında ile mesleki tecrübe arasında herhangi bir farklılığın olmadığı görülmektedir. Bu kapsamda geliştirilen H_1 , H_2 ve H_3 hipotezleri red edilmiştir.

Tablo 4.13'deki diğer farklılık testi sonuçlarına bakıldığında katılımcıların kayıptan kaçınma değişkeni ile mesleki tecrübe arasında anlamlı bir farklılığın olduğu sonucu tespit edilmiştir ($p = ,008$, $p < ,05$). Ortaya çıkan bu farklılığın 16 yıl ve üstü mesleki tecrübeye sahip

katılımcılardan kaynaklandığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu kapsamda geliştirilen *H₄ hipotezi kabul edilmiştir.*

Öte yandan temsil etme yetkisi değişkeni ile katılımcıların mesleki tecrübeleri arasında anlamlı bir farklılığın olduğu sonucu tespit edilmiştir ($p=,050$, $p<,05$). Söz konusu bu farklılığın 0-5 yıl aralığında mesleki tecrübeye sahip katılımcılardan kaynaklandığı görülmektedir. Aynı şekilde söz konusu farklılığa kaynaklık eden diğer bir grup ise 16 yıl ve üstü mesleki tecrübeye sahip katılımcılardır. Bu kapsamda geliştirilen *H₅ hipotezi kabul edilmiştir.*

Tablo 4.14: Geliştirilen Dördüncü Grup Farklılık Hipotezleri ve Ölçüm Sonuç Bilgileri

Hipotez Numarası	Hipotez	Sonuç
H₁	Katılımcıların aşırı güven değişkeni ile mesleki tecrübe arasında anlamlı bir farklılık bulunmamaktadır.	Red
H₂	Katılımcıların aşırı iyimserlik ile mesleki tecrübe arasında anlamlı bir farklılık bulunmamaktadır.	Red
H₃	Katılımcıların pişmanlıktan kaçınma ile mesleki tecrübe arasında anlamlı bir farklılık bulunmamaktadır.	Red
H₄	Katılımcıların kayıptan kaçınma ile mesleki tecrübe arasında anlamlı bir farklılık bulunmaktadır.	Kabul
H₅	Katılımcıların temsil etme eğilimi ile mesleki tecrübe arasında anlamlı bir farklılık bulunmaktadır.	Kabul

4.3.6.5. Bağımlı Değişkenlerin Kişilik Özellikleri İle Olan Farklılığın Tespitine İlişkin Bulgular

Katılımcıların yatırım davranışlarını etkileyen önyargıların kişilik özelliklerine göre farklılık gösterip göstermediğinin tespitine yönelik Kruskal Wallis testi yapılmış ve sonuçlar aşağıdaki tablolarda verilmiştir.

Tablo 4.15: Bağımlı Değişkenler İle Kişilik Özellikleri Değişkeni Arasındaki Farklılık Testi Sonuçları

Bağımlı Değişkenler	Kişilik Özellikleri	N	Sıra Ort	Sd	X ²	P
Aşırı Güven	Güvenli	78	271,60	3	29,263	,000*
	Dikkatli	174	231,76			
	Endişeli	195	316,61			
	Duygusal	117	308,38			
Aşırı İyimserlik	Güvenli	78	260,69	3	17,120	,001*
	Dikkatli	174	248,16			
	Endişeli	195	301,33			
	Duygusal	117	316,73			
Pişmanlıktan Kaçınma	Güvenli	78	235,02	3	23,755	,000*
	Dikkatli	174	252,45			
	Endişeli	195	318,64			
	Duygusal	117	298,62			
Kayıptan Kaçınma	Güvenli	78	274,48	3	13,382	,004*
	Dikkatli	174	251,98			
	Endişeli	195	312,50			
	Duygusal	117	283,23			
Temsil Etme Eğilimi	Güvenli	78	244,13	3	23,283	,000*
	Dikkatli	174	258,37			
	Endişeli	195	326,00			
	Duygusal	117	271,46			

* $p \leq 0,05$

Tablo 4.15'deki diğer farklılık testi sonuçlarına bakıldığında tüm bağımlı değişkenler ile katılımcıların kişilik özellikleri arasında anlamlı farklılığın olduğu görülmektedir. Katılımcıların aşırı güven önyargıları ile kişilik özellikleri arasında ($p=,000$, $p<,05$) değerinde anlamlı bir

farklılığın olduğu ve bu farklılığın endişeli katılımcılardan kaynaklandığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu kapsamda geliştirilen ***H₁ hipotezi kabul edilmiştir.***

Aşırı iyimserlik değişkeni ile katılımcıların kişilik özellikleri arasındaki farklılığa bakıldığında ($p=,001$, $p<,05$) değerinde anlamlı bir farklılığın olduğu ve bu farklılığın yine endişeli katılımcılardan kaynaklandığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu kapsamda geliştirilen ***H₂ hipotezi kabul edilmiştir.***

Diğer bir farklılık sonucuna göre pişmanlıktan kaçınma değişkeni ile katılımcıların kişilik özellikleri arasındaki farklılığa bakıldığında ($p=,000$, $p<,05$) değerinde anlamlı bir farklılığın olduğu ve bu farklılığın yine endişeli katılımcılardan kaynaklandığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu kapsamda geliştirilen ***H₃ hipotezi kabul edilmiştir.***

Aynı şekilde katılımcıların yatırım kararlarını etkileyen ön yargılardan kayıptan kaçınma ve temsil etme eğilimi değişkenleri ile katılımcıların kişilik özellikleri arasında ($p=,004$, $p<,05$) ve ($p=,000$, $p<,05$) değerinde anlamlı farklılığın olduğu ve bu farklılığın endişeli katılımcılardan kaynaklandığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu kapsamda geliştirilen ***H₄ ve H₅ hipotezleri kabul edilmiştir.*** Bu noktadan hareketle endişeli katılımcıların diğer katılımcılara oranla yatırım kararlarında psikolojik faktörlerden daha çok etkilendiğini söylemek mümkün olacaktır.

Tablo 4.16: Geliştirilen Beşinci Grup Farklılık Hipotezleri ve Ölçüm Sonuç Bilgileri

Hipotez Numarası	Hipotez	Sonuç
H₁	Katılımcıların aşırı güven değişkeni ile kişilik özellikleri arasında anlamlı bir farklılık bulunmaktadır.	Kabul
H₂	Katılımcıların aşırı iyimserlik ile kişilik özellikleri arasında anlamlı bir farklılık bulunmaktadır.	Kabul
H₃	Katılımcıların pişmanlıktan kaçınma ile kişilik özellikleri arasında anlamlı bir farklılık bulunmaktadır.	Kabul
H₄	Katılımcıların kayıptan kaçınma ile kişilik özellikleri arasında anlamlı bir farklılık bulunmaktadır.	Kabul
H₅	Katılımcıların temsil etme eğilimi ile kişilik özellikleri arasında anlamlı bir farklılık bulunmaktadır.	Kabul

SONUÇ

Yakın geçmişe kadar, ekonomi ve finans teorilerinin büyük çoğunluğu piyasaların etkin ve insanın ise rasyonel olduğu varsayımına dayandırılmış ve insanın içsel ve dışsal çok sayıda faktörden direkt veya dolaylı, bilinçli veya bilinç dışı etkilendiği göz ardı edilmiştir. Teknolojik gelişmeler, küreselleşme, ekonomik krizler, savaşlar, piyasa dengelerinin dinamik yapısı, sınırlı kaynaklar vb. gibi birçok unsur, ekonomik-finans teorilerinin zamana karşı direncini kırmakta ve zamanın koşullarına göre güncellenmesini gerekli kılmıştır. Geleneksel finansa göre, insan karar sürecinde piyasadaki mevcut bilgiyi bir takım zihinsel hesaplar aracılığı ile kullanarak muhtemel kararı verebilecek rasyonel davranışlar sergilemelidir. Psikolojik, sosyal ve duygusal tüm eğilim ve önyargılardan uzak mekanik bir varlık olarak düşünülen insan, yeni bir ekonomi-finans anlayışı olan davranışsal finansın ortaya çıkmasına ve insana dair tüm unsurların da dikkate alındığı gerçek hayata yakın teori ve modellerin gelişimine aracılık etmiştir. Geleneksel ekonomi-finans için devrim niteliğinde olan davranışsal finans, yatırım kararlarının sadece formülize edilmiş bilgilerle verilemediği, insanın kişisel, çevresel, sezgisel, duygusal, bilişsel vb. gibi birçok uyarıcının etkisi ile verildiğini ve bunun piyasa üzerindeki dağılımının görüntüsünü ifade etmektedir.

Davranışsal finans, bir takım finansal olayların daha iyi anlaşılabilmesi veya çıktılarının daha iyi analiz edilerek yorumlanabilmesi için insanın doğası gereği duygu, sezgi, korku, eğilim, önyargı, vb. gibi kişiyi irrasyonel davranışa yöneltten uyarıcılar

ile birlikte değerlendirilmesi gerektiğini vurgulamaktadır. Bu sebeptendir ki davranışsal finansın temelini bilişsel psikoloji alanında yapılan çalışmalar oluşturmakta ve farklı birçok disipline ait çalışma ile de desteklenmektedir. Davranışsal finans ile ilgili söz konusu çalışmalar, özellikle belirsizlik durumlarında bireylerin karar verirken beklenen fayda teorisinin varsayımlarından uzaklaşarak, psikolojik faktörlerin etkisi ile gerçek hayattaki turum ve davranışları neler olduğunun anlaşılmasını sağlamaktadır.

Bireylerin rasyonel davranmalarına engel olan anomaliler ile bunların bireylerin yatırım kararlarını ve dolayısıyla servetlerini ne düzeyde etkilendiği hususunda yapılan çalışmalar incelendiğinde, araştırmaların büyük çoğunluğunun hedef kitlesinin hisse senedi yatırımcılarının oluşturduğu görülmüştür. Ayrıca başta iş hayatı olmak üzere, hayatın her alanında etkinliği ve gücü önemli ölçüde artan kadınların, söz konusu çalışmalara dâhil edilmesi önem arz etmektedir. Bu noktadan hareketle çalışmada, iş hayatında aktif rol oynayan kadınların karar sürecinde yatırım kararlarını etkileyen faktörlerin neler olduğu ve bunların ne derece etkili olduğunun tespiti amaçlanmıştır. Bu kapsamda hazırlanan anketler, dijital ortamda düzenlenmiş ve Şanlıurfa'da iş hayatında aktif rol alan ve basit tesadüfi örnekleme tekniğiyle seçilen 564 kadın katılımcıya internet aracılığı ile ulaştırılarak online cevaplamaları sağlanmıştır. İki bölümden oluşan anket formunun birinci bölümünde demografik sorular yer alırken ikinci bölümde katılımcıların davranışsal finans literatüründe sıklıkla

kullanılan yatırımcıların davranışlarını etkileyen psikolojik önyargılara ilişkin 5’li Liket ölçeğine göre düzenlenmiş ifadeler yer almaktadır.

Verilerin analizinde kullanılan tanımlayıcı analizler kapsamında frekans ve yüzde analizi, aritmetik ortalama ve standart sapma değerlerinin elde edilmesinde SPSS 16.0 (Statistical Package for the Social Sciences) istatistik paket programından yararlanılmıştır. Araştırma verilerinin güvenilirliğinin değerlendirmesinde Cronbach Alfa testi kullanılırken, verilerin normal dağılım gösterip göstermediğinin tespit edilmesi için Kolmogorov-Smirnov (K-S) testinden yararlanılmıştır. Ayrıca değişkenlerin birbiri ile ilişkisi olup olmadığını belirlemek için Spearman Korelasyon analizi yapılmıştır. Son olarak ortaya konulan farklılık hipotezlerinin test edilebilmesi için ise alt grup değişken sayıları dikkate alınarak, Mann Whitney U ve Kruskal Wallis H testlerinden yararlanılmıştır.

Araştırmaya katılan bayanların %55,3’ünün bekâr, %44,7’si ise evli olduğu tespit edilmiştir. Katılımcıların yaş grupları incelendiğinde 207’sinin 26-35 yaş aralığında olduğu, eğitim düzeylerine incelendiğinde ise % 33,3 ‘ü lisans düzeyinde eğitime sahip iken, 231 katılımcının oluşturduğu %41’inin 6-10 yıl aralığında iş tecrübesine sahip oldukları görülmektedir. Katılımcıların finansal profilleri incelendiğinde %36,7’si yatırımlarını ayda bir kez gözden geçirirken %29,8’i oluşturan çoğunluğu söz konusu bu yatırımlarını yönlendirirken tavsiyelerden yararlandığını belirtmiştir. Öte yandan katılımcıların %30,3’ünün yatırım yaparken çevreden alınan tüyolardan yararlandığı görülmüştür. Bu durum katılımcıların, yatırım kararında

pişmanlıktan kaçındıkları için diğer yatırımcıların genel eğilimini taklit ettiğinin göstergesidir. Katılımcıların yatırım araçlarını tercihinde göz önünde bulundurdıkları temel faktörlere bakıldığında %44,1'i gibi bir çoğunluğun güvenliği ön planda tuttuğu tespit edilmiştir. Bu noktadan hareketle katılımcıların yatırım yapma sürecinde toplumsal eğilim ve tercihlerden yararlandığı ve yatırımları yönlendirme hususunda önceki tecrübeleri dikkate alarak faaliyete geçtikleri sonucu çıkarılabilmektedir. Zira katılımcıların %30,9'unun dikkatli ve %34,6'sının ise endişeli gibi kişisel özelliklere sahip olması, ifade edilen bu sonucu kanıtlar niteliktedir.

Yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyen psiko-sosyal değişkenlerin birbiri ile ilişkisi olup olmadığını belirlemek için yapılan korelasyon analizi sonuçlarına göre;

- Katılımcıların aşırı iyimserlik ile aşırı güven algısı arasında pozitif yönlü, orta düzeyde ($r=0,576$) ve istatistiki olarak anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir ($,000$).
- Katılımcıların pişmanlıktan kaçınma algısı ile aşırı güven arasında pozitif yönlü, orta düzeyde ($r=0,370$) ve istatistiki olarak anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir ($,000$).
- Katılımcıların kayıptan kaçınma ile aşırı güven değişkeni arasında pozitif yönlü, düşük düzeyde ($r=0,230$) fakat istatistiki olarak anlamlı bir ilişkinin var olduğu tespit edilmiştir ($,000$).
- Katılımcıların temsil etme yetkisi ile aşırı güven değişkenleri arasında pozitif yönlü, orta düzeyde ($r=0,339$) ve istatistiki olarak anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir ($,000$).

- Katılımcıların pişmanlıktan kaçınma algısı ile aşırı iyimserlik arasında pozitif yönlü, zayıf düzeyde ($r=0,298$), fakat istatistiki olarak anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir ($,000$).
- Katılımcıların pişmanlıktan kaçınma ile kayıptan kaçınma değişkenleri arasında pozitif yönlü, orta düzeyde ($r=0.406$) ve istatistiki olarak anlamlı bir ilişkinin varlığı tespit edilmiş ($,000$).
- Katılımcıların pişmanlıktan kaçınma ile temsil etme yetkisi değişkenleri arasında pozitif yönlü, orta düzeyde ($r=0.381$) ve istatistiki olarak anlamlı bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir ($,000$).
- Katılımcıların kayıptan kaçınma ile temsil etme yetkisi değişkenleri arasında pozitif yönlü, orta düzeyde ($r=0.410$) ve istatistiki olarak anlamlı bir ilişkinin varlığı tespit edilmiş ($,000$).
- Katılımcıların kayıptan kaçınma ile aşırı iyimserlik değişkenleri arasında pozitif yönlü, düşük düzeyde ($r=0.117$) ve istatistiki olarak anlamlı bir ilişkinin varlığı tespit edilmiş ($,000$).
- Katılımcıların temsil etme yetkisi ile aşırı iyimserlik değişkenleri arasında pozitif yönlü, orta düzeyde ($r=0.353$) ve istatistiki olarak anlamlı bir ilişkinin varlığı tespit edilmiş ($,000$). Bu kapsamda araştırmada geliştirilen ilişki hipotezlerinin hepsinin kabul edildiği görülmektedir.

Katılımcıların yatırım davranışlarını etkileyen psikolojik önyargıların demografik özellikleri ile aralarında farklılığın olup olmadığının tespiti için farklılık analizlerinden yararlanılmıştır. Çalışma verilerinin normal dağılım göstermemesi sebebiyle farklılık

hipotezlerinin test edilmesinde, yapılacak testlerde alt grup değişken sayıları dikkate alınarak Mann Whitney U testi veya Kruskal Wallis H testlerinden yararlanılmıştır. Bağımlı değişkenlerin katılımcıların demografik özelliklerine göre farklılığın tespitine yönelik yapılan analiz sonuçlarına göre; katılımcıların medeni durum değişkeni ile aşırı güven değişkeni ($p=,007$, $p<,05$) arasında anlamlı bir farklılığın olduğu tespit edilmiştir. Söz konusu farklılığın evli katılımcılardan kaynaklandığı tespit edilmiştir. Ayrıca katılımcıların medeni durum değişkeni ile pişmanlıktan kaçınma değişkeni ($p=,051$, $p<,05$) arasında anlamlı bir farklılığın olduğu tespit edilirken söz konusu farklılığın evli katılımcılardan kaynaklandığı görülmektedir. Son olarak katılımcıların temsil etme eğilimi değişkenini algı düzeylerinin medeni durumlarına göre farklılık gösterip göstermediğine bakıldığına ($p=,003$, $p<,05$) aralarında anlamlı bir farklılığın olduğu ve bu farklılığın ise yine evli katılımcılardan kaynaklandığı tespit edilmiştir.

Katılımcıların yatırım davranışlarını etkileyen önyargıların yaş değişkenine göre farklılık tespiti sonucuna göre, katılımcıların yatırım kararlarını etkileyen pişmanlıktan kaçınma değişkeni ile yaş değişkeni arasında ($p=,024$, $p<,05$) anlamlı bir farklılığın olduğu tespit edilmiştir. Söz konusu farklılığın ise 26- 35 yaş aralığında yer alan katılımcılardan kaynaklandığı görülmektedir. Daha geniş bir ifade ile 26- 35 yaş aralığındaki katılımcılar, diğer yaş grubundaki katılımcılara göre daha temkinli davranmakta ve yatırım kararlarında pişmanlık duymaktan çekindikleri için risk faktörünü göz önünde bulundurarak kazanç

sağlamaktan çok kaybın neredeyse hiç yaşanmayacağına inandıkları adımları atmaktadırlar.

Katılımcıların yatırım davranışlarını etkileyen önyargıların eğitim düzeylerine göre farklılığına bakıldığında katılımcıların sadece aşırı güven değişkeni ile eğitim düzeyleri arasında herhangi bir farklılığın ($p=,778$, $p>,05$) olmadığı görülmektedir. Katılımcıların aşırı iyimserlik değişkeni ile eğitim düzeyleri arasında anlamlı bir farklılığın olduğu ($p=,002$, $p<,05$) ve bu farklılığın Lise mezunu katılımcılardan kaynaklandığı tespit edilirken, bu eğitim düzeyindeki katılımcıların yatırım kararlarında daha iyimser bir politika sergiledikleri sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca atılımcıların pişmanlıktan kaçınma ($p=,055$, $p<,05$), kayıptan kaçınma ($p=,006$, $p<,05$) ve temsil etme eğilimi ($p=,006$, $p<,05$) değişkenleri ile eğitim düzeyleri arasında da anlamlı farklılığın olduğu söz konusu farklılıkların tümünün Lisansüstü eğitim düzeyine sahip olan katılımcılardan kaynaklandığı görülmektedir.

Katılımcıların yatırım davranışlarını etkileyen önyargıların mesleki tecrübelerine göre farklılığına bakıldığında ise katılımcıların kayıptan kaçınma değişkeni ile mesleki tecrübe arasında anlamlı bir farklılığın olduğu sonucu tespit edilmiştir ($p=,008$, $p<,05$). Ortaya çıkan bu farklılığın 16 yıl ve üstü mesleki tecrübeye sahip katılımcılardan kaynaklandığı sonucuna ulaşılmıştır. Öte yandan temsil etme yetkisi değişkeni ile katılımcıların mesleki tecrübeleri arasında anlamlı bir farklılığın olduğu ($p=,050$, $p<,05$) ve bu farklılığın ise 0-5 yıl aralığında mesleki tecrübeye sahip katılımcılardan kaynaklandığı tespit edilmiştir. Bu noktada uzun yıllar çalışma hayatında olan katılımcıların buna bağlı

olarak yaşlarının da etkisi ile yatırım kararı sürecinde getirinin maksimize edilmesinden çok kaybın minimize edilmesi ile daha çok ilgilenmektedirler. Yine aynı doğrultuda 0-5 yıl gibi kısa bir süre iş hayatında olan katılımcıların bilgi, tecrübe ve paralel olarak güven eksikliğinin etkisi ile temsil etme eğilimi gösterdikleri görülmektedir.

Katılımcıların yatırım davranışlarını etkileyen önyargılar ile güvenli, dikkatli, endişeli, duygusal gibi kişilik özelliklerinin tümü arasında anlamlı farklılığın olduğu tespit edilmiştir. Katılımcıların aşırı güven ($p=,000$, $p<,05$), aşırı iyimserlik ($p=,001$, $p<,05$), pişmanlıktan kaçınma ($p=,000$, $p<,05$), kayıptan kaçınma ($p=,004$, $p<,05$) ve temsil etme eğilimi ($p=,000$, $p<,05$) değişkenleri ile katılımcıların kişilik özellikleri arasında anlamlı farklılığın olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Söz konusu farklılığın ise tüm değişkenler için endişeli yapıya sahip katılımcılardan kaynaklandığı tespit edilmiştir. Diğer bir ifade ile endişeli katılımcıların diğer kişilik özelliklerine sahip katılımcılara oranla yatırım kararı sürecinde psiko-sosyal uyarıcıların etkisi ile irrasyonel davranmaları eğilimlerinin daha yüksek olduğunu söylemek mümkündür.

KAYNAKLAR

- Aba Şenbayram, E. (2018) Bankaların, Sosyal Sermayesi Güçlü İşgören Kayıplarına Karşı Tutumu: Gap Bölgesi Örneği, Kilis 7 Aralık Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayımlanmış Doktora Tezi.
- Abaan E. D., (1998), Fayda Teorisi ve Rasyonel Seçimler, TCMB Tartışma Tebliğ No:2002/3, Ankara.
- Ahyaoğlu, M., ve Ülkü, S. (2012). Temsililik Hevristikinin Algılanan Risk Üzerindeki Etkisi: İMKB Bireysel Hisse Senedi Yatırımcıları Üzerine Bir Uygulama, Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi, Cilt:4, Sayı:1, ss:53-59.
- Aksoy T. ve Şahin I. (2015). Belirsizlik Altında Karar Alma: Geleneksel ve Modern Yaklaşımlar İktisat Politikası Araştırmaları Dergisi, Cilt 2, Sayı 2, ss. 1-28
- Altun, O. (1992). Sermaye Piyasalarında Etkinlik: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üzerine Fiyat Etkinliği Testi, SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara.
- Altunışık R., Coşkun R., Bayraktaroğlu S. ve Yıldırım E., (2005), Sosyal Bilimlerde Araştırma Yöntemleri SPSS Uygulamalı, Sakarya Kitapevi, Sakarya.
- Ayyıldız Ünnü, N. A. (2014). Rasyonel” Perspektif Işığında Karar Verme Eylemi: Nitel Bir Analiz, Journal of Management and Economics Research (Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi), Cilt: 24, ss: 91-116

- Balcı A. (2011). Sosyal Bilimlerde Araştırma Yöntem, Teknik ve İlkeler, Pegem Yayınları, Ankara.
- Barak, O. (2008), Davranışsal Finans: Teori ve Uygulama, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Barak O. ve Demireli E. (2002). İMKB'DE Gözlemlenen Fiyat Anomalilerinin Davranışsal Finans Modelleri Kapsamında Değerlendirilmesi, 10. Ulusal Finans Sempozyumu, Dokuz Eylül Üniversitesi, İzmir.
- Barberis N., Shleifer A. ve Vishny R. (1998). A Model Of Investor Sentiment, Journal of Financial Economics, Vol:49, No:1.
- Bayrak, O. K. (2012). Davranışsal Finans, Sermaye Piyasasında Gündem, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAK), Sayı:120.
- Bernoulli, D. (1954). Exposition of a New Theory on the Measurement of Risk, Econometrica, Vol 22, No 1, pp: 23-36.
- Brabazon, T. (2000). Behavioural Finance: A New Sunrise or A False Down?, University Of Limerick.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., Marcus and Alan J. (1995). İşletme Finansının Temelleri,4. Basım, (Çevirenler: Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan, Hatice Doğukanlı). İstanbul: Literatür Yayıncılık
- Buğra, A. (2003). İktisatçılar ve İnsanlar, İletişim Yayınları, İstanbul.

- Chuvakhin, N. (2001). Efficient Market Hypothesis And Behavioral Finance – Is A Compromise In Sight?, (<http://ncbase.com/papers/EMH-BF.pdf>) E.T: 07.03.2019
- Daniel, K., Hirshleifer, D., ve Subrahmanyam, A. (1998). Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions, Journal of Finance.
- Demir, Y., Akçakanat, T., ve Songur, A., (2011). Yatırımcıların Psikolojik Eğilimleri ve Yatırım Davranışları Arasındaki İlişki: IMKB Hisse Senedi Yatırımcıları Üzerine Bir Uygulama, Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt: 10, Sayı:1, ss: 117-145.
- Demireli, E. (2008). Etkin Pazar Kuramından Sapmalar: Finansal Anomalileri Etkileyen Makro Ekonomik Faktörler Üzerine Bir Araştırma, Ege Akademik Bakış, Cilt:8, Sayı:1, ss: 215 – 241.
- Döm, S. (2003). Yatırımcı Psikolojisi, İstanbul: Değişim Yayınları
- Dyckman, T. and Morse, Dale (1986). Efficient Capital Markets and Accounting: A Critical Analysis (2. Edition). Prentice-Hall.
- Ede, M.(2007). Davranışsal Finans ve Bireysel Yatırımcı Davranışları Üzerine Ampirik Bir Uygulama, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.
- Emery, G. W. (1998). Corporate Finance Principles and Practice. Addison-Wesley Longman Inc. United States of America.

- Fama F. E. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *The Journal of Finance*, Vol: 25, No: 2.
- Filho, F. F. ve Conceição, O. A. (2005). The Concept of Uncertainty in Post Keynesian Theory and in Institutional Economics. *Journal of Economic Issues*, Vol:39, No:3, pp: 579-594.
- Firat, D. ve Fettahoğlu S. (2011). Investors' Purchasing Behaviour via Behavioural Finance Approach, *International Journal of Business and Management*, Cilt:6, Sayı:7.
- Firat E.ve Kurtoğlu R. (2014), Finans Dünyasının Krizler Karşısındaki Belirsizliği Davranışsal Ekonomi, *Aksaray Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt:7, Sayı: 1, ss: 87-101
- Fuller, R.(1998), Behavioral Finance and Sources of Alpha, *Journal of Pension Investing*, Vol 2, No:3.
- Gül M., Ekşi İ. H. ve Sürme M. (2017). Davranışsal Finans Açısından Altın Yatırımcılarının Davranışlarının İncelenmesi: Gaziantep Örneği, *Maliye Finans Yazıları*, Cilt:108, ss:143-166.
- Gürünlü, M. (2011). Finansal Piyasaların Etkinliği Teorisinden Davranışsal Finansa: Finans Teorisinin Evrimi, *Maliye, Finans Yazıları Dergisi*, Cilt:25, Sayı:92.
- Harrison H. ve Jeremy C. S. (1999), A Unified Theory Of Underreaction, Momentum Trading And Overreaction In Asset Markets, *Journal of Finance*, Vol: 54
- Hens, T. ve Bachmann, K. (2008). *Behavioural Finance For Private Banking*. Chichester, West Sussex: John Wiley & Sons Ltd.

- Heracleous, L. Th. (1994). Rational Decision Making: Myth or Reality? Management Development Review, Vol: 7, Sayı: 4, pp: 16-23
- Karan, M. B. (2004). Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi, 2. Baskı, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Klauss, P. C. (2006). Capital Investment Decisions with Managerial Overconfidence and Regret Aversion, PhD Thesis, University of Bath School of Management.
- Korkmaz, T. ve Ceylan, A. (2010). Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi, Ekin Yayınevi, Bursa.
- Korte, R. F. (2003). Biases In Decision Making And İmplications For Human Resource Development, Advances in Developing Human Resources, Vol:5, Sayı:4, pp: 440-457.
- Kılıç İ. ve Ural A. (2013). Bilimsel Araştırma Süreci ve SPSS İle Veri Analizi, Detay Yayıncılık, 3. Baskı.
- Kurtoğlu R. (2015). Küresel Para Savaşları ve Davranış Ekonomisi Nörofinans, Orion Yayınevi, 4. Baskı.
- Kulalı, İ. (2016). Etkin Piyasalar Hipotezi ve Davranışsal Finans Çatışması, Finans ve Bankacılık Çalışmaları Dergisi, Cilt:5, Sayı:2, ss: 2147-4486.
- Küden, M. (2014). Davranışsal Finans Açısından Bireysel Yatırım Tercihlerinin Değerlendirilmesi. İzmir: Gediz Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi.

- İğdeli A. ve Sever, E. (2018). Belirsizlik ve Risk Kavramlarının Felsefi Ve Matematiksel Açıdan İncelenmesi, Aksaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt:2, Sayı:1.
- Mullainathan, S. ve Thaler, R. H. (2000). Behavioral economics (No:948). National Bureau of Economic Research.
- Öztürkatalay M. V. (2005). Hisse Senedi Piyasalarında Görülen Kesitsel Anomaliler ve İMKB'ye Yönelik Bir Araştırma, İMKB Yayınları, İstanbul.
- Özsoy, İ. (2009). İktisadî Adamdan Toplum Adamına, Bilig/Türk Dünyası Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt: 48, ss 177–206.
- Richard Thaler, (1985). Mental Accounting Matters, Journal Of Behavioral Decision Making, , No:12.
- Schwert, G. W. (2002). Anomalies and Market Efficiency. <http://218.2.28.130/tushu/book/book12/2009875799258.pdf>, (E.T:13.03.2019)
- Sefil, S. ve Çilingiroğlu, H. K. (2011). Davranışsal Finansın Temelleri: Karar Vermenin Bilişsel Ve Duygusal Eğilimleri, İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt: 10, Sayı: 19,ss. 247-268.
- Sharma, A. J. (2014). The Behavioural Finance: A Challenge or Replacement to Efficient Market Concept, The SIJ Transactions on Industrial, Finance & Business Management (IFBM), Vol. 2, No.6, August
- Sönmez, T. (2010). Davranışsal Finans Yaklaşımı:

İMKB’de Aşırı Tepki Hipotezi Üzerine Bir Araştırma, Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Ankara

Shleifer, A.(2000). Inefficient Markets: An Introduction To Behavioral Finance, New York: Oxford University Press Inc.

Sümer, E. ve Aybar Ş. (2016). Etkin Piyasalar Hipotezinin, Finansal Piyasaları Açıklamadaki Yetersizliği ve Davranışsal Finans, Erzincan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt: IX, Sayı: II, ss:75-84.

Şahin, Ö. (2015). BİST’teki Endekslerin Volatilitelerinin Karşılaştırmalı Analizi: BİST Kurumsal Yönetim, BİST 100, BİST 50 ve BİST 30 Endeksleri Üzerinde Bir Uygulama, Düzce Üniversitesi Doktora Tezi

Şahin Ö. (2016). Güniçi Fiyat Anomalisi’nin Arch Ailesi Modelleri İle Test Edilmesi; Borsa İstanbul 100 ve Kurumsal Yönetim Endeksi Üzerine Bir Uygulama, Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt:19, Sayı:36, ss:329-359

Şener, U. (2015). Beklenen Fayda Yaklaşımı Ve Bu Yaklaşımın Sistematik Halleri, İstanbul Aydın Üniversitesi Dergisi, Sayı: 27, ss. 37-68.

Tamer T. ve Kayalıdere K. (2002). 1995 - 2000 Döneminde İMKB’de Anomali Araştırması, Yönetim ve Ekonomi Dergisi, Cilt:9, Sayı:1.

- Taner B. ve Akkaya C. (2005). Yatırımcı Psikolojisi ve Davranışsal Finans Yaklaşımı, Muhasebe ve Finansman Dergisi, Cilt: 27.
- Taner, T. ve Kayalıdere, K. (2002). 1995-2000 Döneminde İMKB’de Anomali Araştırması, Celal Bayar Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Yönetim ve Ekonomi Dergisi, 9 (1-2), 1 – 24
- Tekin B. (2016). Beklenen Fayda ve Beklenti Teorileri Bağlamında Geleneksel Finans - Davranışsal Finans Ayrımı, Journal of Accounting, Finance and Auditing Studies, Cilt: 2, Sayı:4, ss: 75-107
- Tufan C. ve Sarıççek R. (2013). Davranışsal Finans Modelleri, Etkin Piyasa Hipotezi Ve Anomalilerine İlişkin Bir Değerlendirme, Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt:15 Sayı:2, ss:59-182.
- Turan, İ., Şimşek Ü. ve Aslan H. (2015). Eğitim Araştırmalarında Likert Ölçeği ve Likert- Tipi Soruların Kullanımı ve Analizi, Sakarya Üniversitesi Eğitim Fakültesi Dergisi, (30): 186-203.
- Turanlı, M. Özden Ü.H. ve Demirhan D. (2002). Seçim Tartışmalarının Hisse Senedi Piyasasına Etkisi, İstanbul Ticaret Üniversitesi Fen Bilimleri Dergisi, Cilt 1, Sayı 2
- White, Mark D. (2004). Can Homo Economicus Follow Kant’s Categorical Imperative?, Journal of Socio-Economics, 33, Staten Island, pp. 89–106.
- Yalçınkaya T. (2004), Risk ve Belirsizlik Algılamasının İktisadi Davranışlara Yansımaları, Muğla Üniversitesi Tartışma Tebliğ, Working Paper No: 2004/05.

Yörükoğlu A.(2007). Davranışsal Finans, Marmara Üniversitesi
Bankacılık Ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasası ve Borsa
Ana Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.



978-605-7695-20-8

