

**T.C.
HALIÇ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
İŞLETME DOKTORA PROGRAMI**

**BAZI DAVRANIŞSAL FİNANS MODELLERİNİN
BİREYSEL YATIRIMCILARIN GETİRİLERİNE ETKİSİ:
BORSA İSTANBUL ÖRNEĞİ**

DOKTORA TEZİ

**HAZIRLAYAN
HAKAN YILDIRIM**

**DANIŞMANI
PROF.DR. ARMAN TEVFİK**

İSTANBUL – 2017

T.C.
HALIÇ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

..... işletme Anabilim Dalı Doktora Programı öğrencisi
..... Hakan Yıldırım tarafından hazırlanan
“Bef. Davranışsal Finans Modellerinin Dışsal Yatırımların
Geliştirilme Etkisi: Borsa İstanbul Örneği” adlı bu çalışma
jürimizce Doktora Tezi olarak kabul edilmiştir.

Sınav Tarihi : 21/02/2017

(Jüri Üyesinin Ünvanı, Adı, Soyadı ve Kurumu):

İmzası:

Jüri Üyesi: Prof. Dr. Arman T. Terpil
Danışman: Hakan Üniv. İşletme ABD Öğr. Üyesi

Dr. Arman Terpil

Jüri Üyesi: Prof. Dr. Beril Durmuş
Marmara Üniv. Sayısal Yn. ABD Öğr. Üyesi

Beril Durmuş

Jüri Üyesi: Yrd. Doç. Dr. Serkan Ömaydin
Arel Üniv. İşletme (İzmir) ABD Öğr. Üyesi

Serkan Ömaydin

Jüri Üyesi: Prof. Dr. Rengül Arkan
Halice Üniv. İşletme ABD Öğr. Üyesi

Rengül Arkan

Jüri Üyesi: Y. Doç. Dr. Özlem İstan
Halice Üniv. İşletme ABD Öğr. Üyesi

Özlem İstan

ÖNSÖZ

İnsan davranışları doğası gereği birçok biçime bürünür ve çeşitli koşul ve şartlar altında kişiden kişiye değişebilmektedir. Günümüzde finans çevreleri, davranışsal özelliklerin finans alanında öneminin farkına varmış ve davranışsal finans adı altında bir araştırma konusu olan, kişilerin finansal yatırımlar yapma aşamasında verdikleri kararları incelemeyi sürdürmüşlerdir.

Yatırım yapan veya yatırım yapmayı düşünen bireysel yatırımcılar, teknik ve temel analiz gibi yöntemlere önem verirler ve bu yöntemler doğrultusunda alım ve satım ile ilgili nihai bir karar oluşur. Diğer taraftan bireysel yatırımcıların kişilik özellikleri ve davranış eğilimleri ele alındığında, yapılan yatırımlara ait getirilerin etkilendiği bu durumda hisse senedi piyasaların da işlem yapan bireysel yatırımcıların zarar etmelerine hatta ve hatta anaparalarının bile kaybetmelerine yol açmaktadır. Diğer yandan bireysel yatırımcıların duygusal ve bilişsel ön yargıları menkul kıymet piyasasında işlem yapan rasyonel yatırımcıları da olumsuz yönde etkilemekte ve bu durumda menkul kıymetler piyasasında olumsuz bir etkiye yol açmaktadır.

Bu noktada önceden de belirtildiği gibi davranışsal finans konu olarak önemli hale gelmesinin yanı sıra makroekonomik anlamda ele alınan popüler bir başlık haline dönüşmüştür. Dolayısıyla bireysel yatırımcıların davranış biçimleri tanımlanmış ve Borsa İstanbul'da işlem yapan yatırımcıların davranış biçimleri saptanmış ve bu davranış finans' a ait davranışlar içinde bulunan bireysel yatırımcıların getirilerine ne ölçüde etki ettiğine işaret edilmiştir.

Araştırmanın her aşamasında desteğini esirgemeyen ve her soruya sabırla, nazik, mütevazı ve sıkılmadan cevap veren ve engin tecrübelerinden faydalanmama izin veren çok değerli danışmanım ve hocam Prof. Dr. Arman TEVFIK, Prof. Dr. Beril DURMUŞ ve Yard. Doç. Sezer Cihan GÜNAYDIN' a saygı ve şükranlarımı sunarım.

Hayatımda tek varlığım olan kıymetli aileme sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

İstanbul, 2017

Hakan YILDIRIM

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ.....	I
TABLO LİSTESİ	VI
ŞEKİL LİSTESİ	VIII
GENEL BİLGİLER.....	IX
GENERAL KNOWLEDGE.....	X
1. GİRİŞ.....	1
1.1. Çalışmanın Amacı	3
1.2. Çalışmanın Önemi	3
2. TEORİK ÇERÇEVE VE LİTERATÜR İNCELEMESİ	4
2.1. Geleneksel Finans Teorileri.....	4
2.1.1. Beklenen Fayda Teorisi.....	4
2.1.2. Bayes Teoremi.....	5
2.1.3. Etkin Piyasalar Hipotezi	6
2.1.3.1. Zayıf Etkin Piyasalar Teorisi.....	8
2.1.3.2. Yarı Güçlü Etkin Piyasalar Teorisi.....	8
2.1.3.3. Güçlü Etkin Piyasalar Teorisi.....	9
2.2. Hisse Senedi Getirilerini Tahmin Etmekte Kullanılan Yöntemler	9
2.2.1. Modern (Markovitz) Portföy Teorisi	10
2.2.2. Ortalama Varyans Modeli	12

2.2.3. Sermaye Varlıklarının Fiyatlandırma Modeli.....	13
2.2.4. Arbitraj Fiyatlama Teorisi	15
2.3. Lale Çılgınlığı.....	16
2.4 Anomaliler.....	17
2.4.1 Ocak Ayı Anomalisi.....	18
2.4.2. Haftanın Günleri Anomalisi	19
2.4.3. Ay içi Anomalisi.....	19
2.4.4. Tatil Anomalisi (Tatil Öncesi Anomalisi)	20
2.4.5. Uzmanların Tahminleri	21
2.4.6. Düşük Fiyatlı Hisse Senedi Anomalisi	21
2.4.7. İlk Halka Arzda Ucuz Fiyat Anomalisi	22
2.4.8. Firma Büyüklüğü Anomalisi	23
2.4.9. Pazar Değeri/Defter Değeri (PD/DD) Anomalisi.....	24
2.4.10. Fiyat / Kazanç (F/K) Oranı Anomalisi	24
2.4.11. Fiyat / Satışlar (F/S) Oranı Anomalisi.....	25
2.5. Davranışsal Finans.....	25
2.6. Davranışsal Finansın Alt Yapısı ve Gelişimi	27
2.7. Literatür Taraması	28
2.7.1. Davranışsal Finans Literatüründe Önemli Yayınlar	33
2.8. Davranışsal Finasta Yatırımcı Eğilimleri	34
2.8.1. Bilişsel Eğilimler	34
2.8.1.1. Zihinsel Muhasebe.....	34
2.8.1.2. Muhafazakârlık.....	36
2.8.1.3. Aşırı Güven	36
2.8.1.4. Bilişsel Çelişki.....	38
2.8.1.5. Geçmiş/Geri Görüş Ön Yargısı	39
2.8.1.6. Belirsizlikten Kaçınma	39
2.8.1.7. Temsililik (Temsil Edilebilirlik).....	40

2.8.1.8. Doğrulama	41
2.8.1.9. Kumarcı Yanılgısı	42
2.8.1.10. Mevcudiyet Ön Yargısı	43
2.8.1.11. Kayıptan Kaçınma	43
2.8.1.12. Çıpalama ve Düzeltme (Çapalama).....	44
2.8.1.13. Kontrol Yanılsaması.....	46
2.8.1.14. Aşına Olma Önyargısı	47
2.8.2. Duygusal Eğilimler.....	48
2.8.2.1. Pişmanlıktan Kaçınma	48
2.8.2.2. Yerli Varlıklara Yatırım Önyargısı.....	49
2.8.2.3. Aşırı İyimserlik Eğilimi.....	49
2.8.2.4. Statüko Eğilimi.....	50
2.8.2.5. Sürü Psikolojisi (Davranışı)	51
2.8.2.5.1. Rasyonel Sürü Davranışı	52
2.8.2.5.2. Saygınlığa Dayalı Sürü Davranışı	52
2.8.2.5.3. İrrasyonel Sürü Davranışı.....	53
2.9. Aşırı Reaksiyon ve Düşük Reaksiyon Hipotezi	53
2.9.1. Aşırı Reaksiyon Hipotezi	54
2.9.2. Düşük Reaksiyon Hipotezi	55
2.10. Davranışsal Finans Modelleri.....	56
2.10.1. Barberis, Shleifer ve Vishny Modeli	56
2.10.1.1. Barberis, Shleifer ve Vishny Modelindeki Temsililik Davranışı	57
2.10.1.2. Barberis, Shleifer ve Vishny Modelindeki Muhafazakârlık(Tutuculuk) Davranışı	58
2.10.2. Hong ve Stein'in Modeli, Momentum Davranışı ve Haber Avcılığı.....	60
2.10.3.1. Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam Modelindeki Kendine Atfetme Davranışı	63
2.10.3.2. Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam Modelindeki Aşırı Güven Davranışı.....	63

3. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ VE TASARIMI	66
3.1. Araştırmanın Amacı	66
3.2. Araştırmanın Önemi	67
3.3. Araştırmanın Kapsam ve Kısıtları	68
3.4. Araştırma Sürecinin Belirlenmesi	69
3.5. Araştırmanın Hipotezleri	69
3.6. Araştırmanın Yöntemi	70
3.6.1. Araştırmanın Evren ve Örneklemi.....	71
3.6.2. Veri Toplama Tekniği	71
3.6.3. Araştırmada Kullanılan Modeller ve Değişkenleri.....	72
3.6.4. Araştırmaya Katılan Bireysel Yatırımcıların Anket Sonuçlarının Değerlendirilmesi	72
3.6.5. Davranış Özelliklerine Göre Dağılımları	77
3.6.5.1. Araştırmaya Ait Güvenirlik Testleri ve Faktör Analizi.....	83
3.6.5.2. Farklılık Testleri	88
3.6.5.3. Araştırmaya Ait Lojistik Regresyon Analizi Yöntem ve Sonuçları	95
4. Sonuç ve Öneriler.....	104
5. KAYNAKLAR.....	108
6. EKLER	114
Ek 1: Araştırmada Kullanılan Anket	115
Ek 2: BIST100 ‘ de Yer Alan Şirketlere Ait Betalar	120
Ek 3: 2015 Yılına Ait Hazine Bonosu Fiyatları ve Ortalaması	124
Ek 4: 1 Yıllık Hazine Bonosuna Ait Bloomberg Platform Resmi.....	125

TABLO LİSTESİ

Tablo 3.1: Davranışsal Finansa Ait Üç Önemli Model	72
Tablo 3.2: Bireysel Yatırımcıların Cinsiyete Göre Dağılımları	73
Tablo 3.3: Bireysel Yatırımcıların Yaş Gruplarına Göre Dağılımları	73
Tablo 3.4: Bireysel Yatırımcıların Medeni Hale Göre Dağılımları.....	74
Tablo 3.5: Bireysel Yatırımcıların Eğitim Düzeylerine Göre Dağılımları	74
Tablo 3.6: Bireysel Yatırımcıların Mesleki Durumlarına Göre Dağılımları	75
Tablo 3.7: Bireysel Yatırımcıların Alım Satım Deneyimlerine Göre Dağılımı	75
Tablo 3.8: Yatırımcıların Piyasalar Hakkındaki Bilgi Düzeyine Göre Dağılımları.....	76
Tablo 3.9: Jensen'in Alfasına Göre Hesaplanmış Getiriye Göre Dağılımları	76
Tablo 3.10: Muhafazakârlık Davranışına Ait Dağılım	77
Tablo 3.11: Temsilcilik Davranışına Ait Dağılım	78
Tablo 3.12: Kendine Atfetme Davranışına Ait Dağılım.....	80
Tablo 3.13: Aşırı Güven Davranışına Ait Dağılım.....	81
Tablo 3.14: Haber Avcılığı Davranışına Ait Dağılım	82
Tablo 3.15: Momentum Davranışına Ait Dağılım.....	83
Tablo 3.16: Çıkartılan Değişkenler.....	84
Tablo 3.17: Faktörlere Ait Soru Sayısı ve Cronbach Alfa Değerleri	85
Tablo 3.18: Davranış Şekillerine Ait Faktör Analizi Sonuçları	86
Tablo 3.19: Bireysel Yatırımcıların Ait Davranışların Cinsiyet Özelliklerine Göre Farklılık Dağılımları	88

Tablo 3.20: Bireysel Yatırımcılara Ait Davranışların Yaş Gruplarına Göre Farklılık Dağılımları	89
Tablo 3.21: Bireysel Yatırımcılara Ait Davranışların Medeni Durumlarına Göre Farklılık Dağılımları	90
Tablo 3.22: Bireysel Yatırımcılara Ait Davranışların Eğitim Durumlarına Göre Farklılık Dağılımları	91
Tablo 3.23: Bireysel Yatırımcılara Ait Davranışların Meslek Gruplarına Göre Farklılık Dağılımları	92
Tablo 3.24: Bireysel Yatırımcılara Ait Davranışların Hisse Senedi Piyasasında İşlem Yapma Sürelerine Göre Farklılık Dağılımları	93
Tablo 3.25: Bireysel Yatırımcılara Ait Davranışların Menkul Kıymet Piyasası Hakkında Bilgi Düzeyine Göre Farklılık Dağılımları	94
Tablo 3.26: Yatırımcının En Çok Yatırım Yaptığı Hisse Senetlerinin Ağırlıkları ve Betalarının Çarpımlarına Ait Toplamlar	96
Tablo 3.27: Değişken Kodları.....	96
Tablo 3.28: İterasyon Tarihi	97
Tablo 3.29: Sınıflandırma Tablosu	97
Tablo 3.30: Eşitliğe Alınan Değişkenler	97
Tablo 3.31: Eşitliğe Alınmayan Değişkenler.....	98
Tablo 3.32: Omnibus Testleri ve Model Katsayıları	98
Tablo 3.33: Model Özeti.....	99
Tablo 3.34: Sınıflandırma Tablosu	99
Tablo 3.35: Eşitliğe Alınan Değişkenler	100
Tablo 3.36: Eşitliğe Alınan Değişkenler	102

ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 2.1: 1934 ve 1937 Yılları Arası Lale Soğanı Fiyatları.....	17
Şekil 2.2: Fiyatlara Göre Oluşturulmuş Portföyler	22
Şekil 2.3 Çıpalamayı Oluşturabilecek Üç Aşama	45
Şekil 2.4: Aşırı Reaksiyon Hipotezine Ait Fiyat Oluşum Grafiği.....	55
Şekil 2.5: Barberis, Shleifer ve Vishny Modeli	56
Şekil 2.6: Hong ve Stein'in Modeli, Momentum Davranışı ve Haber Avcılığı	61
Şekil 2.7: Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam Modeli	63

GENEL BİLGİLER

Adı ve Soyadı : Hakan YILDIRIM
Anabilim Dalı : İşletme
Programı : İşletme
Tez Danışmanı : Prof. Dr. Arman Tefvik
Tez Türü ve Tarihi : Doktora – Subat 2017

BAZI DAVRANIŞSAL FİNANS MODELLERİNİN BİREYSEL YATIRIMCILARIN GETİRİLERİNE ETKİSİ: BORSA İSTANBUL ÖRNEĞİ

ÖZET

Bu araştırma ile davranışsal finansın üç önemli modelinde yer alan davranış özelliklerinin, bireysel yatırımcıların getirilerine etki edip etmediği ölçülecektir. Davranışsal finans menkul kıymet piyasaların da işlem yapan bireysel yatırımcıların tamamının rasyonel davranmadığını iddia etmektedir. İrrasyonel davranan bireysel yatırımcılar hem menkul kıymet piyasasını hem de kendi getirilerini olumsuz yönde etkilemektedirler. Bu çalışmanın amacı, Borsa İstanbul da işlem yapan bireysel yatırımcıların, davranışsal finansın üç önemli modelinde yer alan ön yargıların elde ettikleri getiriler üzerinde etkilerinin olup olmadığını lojistik regresyon yöntemi yardımı ile gözler önüne sermektir.

Anahtar Kelimeler: Finans, Davranışsal Finans, Menkul Kıymet Piyasaları, Hisse Senedi Yatırımları, Rasyonel Yatırımcı, İrrasyonel Yatırımcı, Getiri

GENERAL KNOWLEDGE

Name and Surname : Hakan YILDIRIM
Field : Management
Program : Management
Supervisor : Prof. Dr. Arman Tevfik
Degree Awarded and Date : PhD – Feb. 2017

EFFECTS OF SOME BEHAVIORAL FINANCE MODELS ON INDIVIDUAL INVESTOR'S RETURN: EXAMPLE OF BORSA ISTANBUL

ABSTRACT

This investigation tries to measure whether three important models related with behavioral finance possess effects on investor's return. Behavioral finance claims that whole individual investors are not rational investors. Furthermore, irrational investors leads to negative effects on stock market and their returns. The main goal of this study is to state whether individual investor's biases coming from three important models of behavioral finance have effects on investor's returns via logistic regression method.

Keywords: Finance, Behavioral Finance, Securities Exchange, Investment of Stocks, Rational Investor, Irrational Investor, Return

1. GİRİŞ

Ekonomi makro anlamda ele alındığında, her bir ekonomik faaliyet, piyasaları büyük veya küçük düzeyde etkilediği ortadadır. Politik açıklamalar, gelişmeler, hatta söylentilerin bile ekonomik durumun trendini belirlediği herkes tarafından bilinen bir durumdur. Ekonominin en önemli parçalarından biri olan hisse senedi piyasaları da aynı şekilde kısa, orta ve uzun vade de doğrudan veya dolaylı olarak olumlu ya da olumsuz etkilenmektedir.

Son yıllarda dünya çapında ün kazanan davranışsal finansın yatırım kararlarında etkisi gün geçtikçe artmaktadır. Geçmişte lale çılgınlığı gibi tarihsel bir olay ile başlayan bu durum, günümüzde daha önemli bir araştırma konusu haline gelmiştir. Yatırım kararına etki eden sosyolojik ve psikolojik etmenler finansal ve ekonomik anlamda işleyişi etkilemekte ve bireysel yatırımcıları irrasyonelliğe doğru itmektedir.

Hisse senedi piyasasında faaliyet gösteren ve yatırım kararını verenler insanlardır ve insanlar yatırım kararlarını verirken, belirli seçimler yapar ve bu seçimlerde piyasayı doğrudan etkiler.

Geleneksel finans teorileri göz önünde tutulduğunda, yatırımcıların rasyonel kararlar ile hareket ettikleri savunulur. Rasyonel düşünen yatırımcı her zaman (i) inançlarını zamanında değiştirebilen ve yeni bilgiler edinirken yerinde tutum sergileyen; (ii) seçimlerini normatif ve kabul edilebilir bir şekilde gerçekleştirendir (Thaler,2005).

Ancak kişilerin yatırım kararları esnasında her zaman akılcı ve rasyonel davranmadığı durumu birçok bilimsel çalışma ile gün ışığına çıkmış bulunmaktadır. Ekonomistlerin ve diğer profesyonel olmayan kişilerin büyük bir yüzdesi, ekonomik krizin olup olmayacağı ile alakalı öngörülerde başarısız olmaktadır. Bunun altın da yatan en temel sebep ise insan davranışını göz önünde tutmamasıdır.

09.10.2007 de 14.164,53 olan Dow Jones Endüstriyel ortalama 8.451,19 seviyesine ulaştı ve bir yıl sonra 05.03.2009 da 6.594,44 tekrar bir düşüş daha yaşayarak %53,44 oranında bir batış söz konusu oldu(<http://finance.yahoo.com>). Ek olarak, 19.10.2008 de 11,5 milyar hisse senedi yaklaşık olarak 5 milyar hisse senedinin günlük işlem hacminin tersine takas yapıldı. İşlemin olduğu gün ve takip eden günler, yatırımcılar umutsuz olmaya ve satış paniği ile piyasadan çekilmeye başladılar. Bu durum keskin bir serbest düşüşe sebep oldu. Geleneksel finans teorisi bu durumun olmamasını öngörmekte ancak yaşanan bu olağan üstü durum gerçekleşti (Smith ve Harvey, 2011).

Piyasalar ve ekonomistlerin başarısızlıkları ile geleneksel finans teorisinin tam anlamıyla işlemediği gerçeği göz önünde tutulduğunda akıllara bir soru gelmekte: insanlar irrasyonel mi?

Piyasa da ortaya çıkan birçok sapmanın sebebinin altında insan psikolojisi yatmakta ve yatırım kararları psikolojik faktörlerden etkilendiği için davranışsal finans ortaya çıkmış ve önem kazanmıştır.

Davranışsal finans, insan davranışlarının hisse senedi fiyatları ve endeks getirilerinin oluşumunda ne ölçüde etkili olduğu ile ilgilidir. Diğer bir tanımla davranışsal finans, bilgisayarlı piyasa etkinliğinde meydana gelen sapmaları, yatırımcıların rasyonel olmayan davranışları kapsamında açıklamaktadır (Ülkü, 2001, s. 101).

Yatırımcıların sistematik yargı ve zihinsel hatalarını açıklayan bu kavram, yatırımcıların yaptığı bilişsel hataları ve sistematik yanlışlarını ele alıp tartışmaya yöneliktir. Dolayısı ile bu çalışmada bazı davranışsal finans modellerinin bireysel yatırımcıların getiri başarıları üzerinde etkisi test edilecektir.

1.1. Çalışmanın Amacı

Bu çalışmanın amacı Türkiye’de işlem yapan bireysel yatırımcıların davranışlarını, davranışsal finans modelleri üzerinden değerlemek ile birlikte getirilerine etkisinin olup olmadığına ulaşmaktır. Günümüze kadar finans literatürün de var olan davranışsal finans modellerinin Türkiye’deki bireysel yatırımcılarda olup olmadığının yanı sıra ne oranda olduğunu da tespit etmeye çalışmak ve davranışsal finansın önemini vurgulamaktır. Bu çalışmadan beklenen sonuç ise bazı davranışsal finans modellerinin, getiri başarısı üzerinde etkisinin olup olmadığını ölçmektir.

1.2. Çalışmanın Önemi

Etkin piyasa teorisine göre kişilerin her zaman rasyonel seçimler yapması ve seçim yapılırken bilgiyi esas alması umulur. Ancak, kişiler çoğu kez psikolojik faktörlerden ve ön yargılarından ötürü irrasyonel davranmışlardır. Bu sebepten dolayı yatırımcı psikolojisini araştırma gereği ortaya çıkmıştır.

Borsanın daha etkili ve dengeli bir şekilde fiyatlandırma ortamına haiz olması, Borsa İstanbul da işlem yapan bireysel yatırımcıların davranışlarına yöneltilecek soruları cevaplamak ile mümkün olabilir. Cevap aranması gereken önemli sorulardan bazıları ise şunlardır; yatırımcıların ne kadarında hangi psikolojik yanılgılar etkilidir, hangi durum veya durumlar yatırımcıların kararlarını etkilemektedir. Yatırımcıların algılama hataları en fazla hangi durumlarda ve zamanlarda ortaya çıkmakta ve işlemleri nasıl etkilemektedir.

2. TEORİK ÇERÇEVE VE LİTERATÜR İNCELEMESİ

Söz konusu bölümde davranışsal finansa ait teorik çerçeve hakkında bilgi verilmiş ve geçmişten bugüne mevcut olan literatür incelemesi yapılmıştır.

2.1. Geleneksel Finans Teorileri

Geleneksel finans teorileri uzun süre finans ve ekonomi alanında çeşitli çalışmalara sebep olmuş, çeşitli başlıklar çerçevesinde günümüze kadar gelmiş ve tartışma konusu olmuştur. Dolayısıyla bu bölüm de geleneksel finans teorileri ile alakalı konulara yer verilecektir.

2.1.1. Beklenen Fayda Teorisi

Bernoulli'nin beklenen fayda teorisi; belirsizlik halinde insan davranışlarını açıklamaya çalışan ölçülebilir bir fayda fonksiyonuna dayanmaktadır. Bireyler belirli bir kararı aldıklarında bunun sonucu ile alakalı hiçbir malumata sahip değildirler ve bu durumda belirsizliği açığa çıkarmaktadır. Belirsizlik kavramı da iktisadi insan davranışları ile alakalı modellere doğru itmiştir. Schoemaker söz konusu bu modellerin; faydanın nasıl ölçüldüğüne, olasılığın ve meydana gelen sonucun birbirinden ayrıştırılma yöntemine ve yine olasılığın ve meydana gelen sonucun birlikte ele alınması için birbiriyle çarpılmasına imkân verecek beklenen değer operatörünün tanımlanmasına göre farklılaştığını ileri sürmektedir. Bernoulli ise bireylerin beklenen parasal değer değil bu parasal değer beklenen faydasını maksimize ettiklerini ortaya koyan bir beklenen fayda teorisi ortaya atmıştır. Ancak Bernoulli beklenen faydanın nasıl ölçüleceği hakkında bir yol haritası çizmemiştir (Abaan, 1998: s.125).

Aksoy ve Şahin (2015)'e göre, beklenen fayda teorisi, belirsizlik halinde insan davranışlarını açıklamaya çalışır. Bu belirsizlik ortamından dolayı insanlar karar verdikleri anda bu karardan doğacak sonucu tam olarak

bilmemektedir. Ancak bekleyen fayda teorisi, belirli durumlar çerçevesinde finansal davranışları ön görmeye çalıştığında sistematik hataların ortaya çıktığı bilinir.

Von Neumann ve Morgenstern'e göre daha büyük beklenen fayda daha yüksek tercih düzeyi ile ilişkilendirilebilir (Abban, 1998, s.126).

Beklenen fayda teorisi üç temele dayanmaktadır (Kahneman ve Tversky, 1979 s.263-270):

- Beklenti:

Bir seçeneğin toplam faydası, sonuçların beklenen faydasına eşittir

$$U(x_1, p_1; \dots; x_n p_n) = p_1 u(x_1) + \dots p_n u(x_n) \quad (1)$$

- Varlık Entegrasyonu: Fayda fonksiyonun esasını kazanç veya kayıp değil bireyin serveti oluşturur.

- Riskten Kaçınma: Yatırımcılar riskli seçenekler yerine sonucunu bildiği seçenekleri tercih edeceklerdir dolayısı ile riskten kaçınma durumu fayda fonksiyonuna iç bükey konumdadır.

$$u'' < 0$$

2.1.2. Bayes Teoremi

Ön olasılıkların ek bir bilgi yardımı ile gözden geçirilmesi Bayes kuralı olarak bilinmektedir. Bayes teoremine göre yatırımcının herhangi bir durumla ilgili öznel olasılıklarını göz önünde tutması ve sonuçta belirsizlik koşullarını riske dönüştürmeye yardımcı olmasıdır. Bu durumda diğer karar alma yöntemlerinden farklı olduğunu ortaya koyar. Bayes modeli, kullandığı karar alma modellerinde kişisel görüş ve sezgileri; sayısal olasılığa katarak analize dâhil etmektedir. Söz konusu yöntem genel hatlarıyla geriye doğru

tahmin amacıyla koşullu olasılıkların analizine dayanmaktadır. Yöntem ön olasılık diye adlandırılan ham verileri de içine alarak son olasılıklara dönüştürülür ve çoğunlukla ek bilgilerin ise öznel yargıya dayandırılması gerekliliğini ifade eder. Bayes kuralında birbirini engelleyen ve ortaklaşa tümleyen olaylar olacağı varsayımı kabul edilmektedir (Işın, s.63).

Başka bir sonucun olasılık durumuna bakılmaksızın bağımsız olayların herhangi bir I sonucunun olasılığı $P(I)$ ile ifade edilmektedir. Ek bilgiye dayanarak I'nın S' ye bağlı olarak meydana gelme olasılığı $P(I|S)$ şeklinde ifade edilir. Gözlemlenen olaylar S_1 ve S_2 ile gösterilirse, ek bilgiye bağlı olarak olayın gerçekleşme olasılığını ifade eder(Işın, s. 63-64).

$$P(S_1|I) = \frac{P(I \cap S_1)}{P(I)} = \frac{P(I|S_1)P(S_1)}{P(I|S_1)P(S_1) + P(I|S_2)P(S_2)} \quad (2)$$

Bayes, yukarıda ifade edilen formül ile ifade edilir. Formülde yer alan I sembolü kişisel yargıya dayanan ek bilgiyi ifade etmektedir. Eğer K sayıda olay olursa ($s_1, s_2, s_3, \dots, s_k$), formül eşitlik 3 halini almaktadır.

$$P(S_i|I) = \frac{P(I \cap S_i)}{P(I)} = \frac{P(I|S_i)P(S_i)}{\sum P(I|S_j)P(S_j)} \quad (3)$$

2.1.3. Etkin Piyasalar Hipotezi

Finansal piyasaların etkinliği üzerinde öne sürülen üç ana kıstas vardır ve bu söz konusu kıstaslar etkinliğin paylaşımı, operasyon etkinliği ve bilginin etkinliğidir. Etkinliğin paylaşımı en iyi kaynak dağıtımına sebep olurken, operasyon etkinliği ise minimum maliyet ile kaynakların transferi anlamına gelmektedir. Bilginin etkinliği ise piyasadaki bilgilerin fiyatlara yansıdığı anlamına gelmektedir. Piyasanın fiyatlar üzerinde daha az aktif olması durumunda, fiyatlar daha kolay manipüle edilebilir ve küresel bir piyasa olmaktan çıkar ve illegal karların oluşmasına sebep olur. Bu durum da sermaye birikimlerinde ve ekonomik büyüme de negatif bir etki yaratacaktır (Özmen, 1997. s. 1).

Genelde eğer menkul kıymetlerin bilgileri tamamıyla fiyatlara doğru bir şekilde yansıyor ve bu fiyatlar yeni bilgilere cevap veriyorsa, menkul kıymetler borsası etkin olarak kabul edilmektedir(Özer, 1996. s.40).

Etkin piyasa ile alakalı söylenebilecek birkaç durum söz konusudur bunlar aşağıda ifade edilmiştir (Özer, 1996. s.40):

- Piyasa tam rekabet düzeyinde olmalı ve tekelleşme olmamalıdır.
- Tüm yatırımcılar, mevcut ve gelecekteki bilgilere ulaşabilmelidirler ve bu yolla geleceğe dönük yatırımları hakkında bilgi sahibi olacaklardır.
- Tüm yatırımcılar aynı fikirlere sahip olmalı ve yatırımcılar elde ettikleri bilgileri aynı yol ile analiz etmelidirler. Bu yol ile hepsi aynı bilgi fonksiyonunu elinde bulunduracaklardır.
- Bütün yatırımcılar piyasa fiyatlarına önem vermeli ve bekledikleri maksimum faydayı sahip oldukları bilgiler dâhilinde maksimum hale getirmeye çalışmalıdırlar.

Etkin piyasa koşullarında, her yeni bilgi bir anda ve hep beraber menkul kıymet fiyatlarına yansıyabilmektedir. Yeni bir bilgi, bir sürpriz niteliğinde olup fiyat değişimleri olumlu yönde olabileceği gibi olumsuz yönde de olabilecektir. Çünkü bu sürpriz bilgiler; iyi bilgi olabileceği gibi kötü bir bilgide olabilecektir (Özer, 1996. s.40).

Etkin piyasa hipotezi bilgiyi menkul kıymet fiyatı açısından üç gruba ayırmaktadır (Kıyılar, 1997, s. 16):

- Menkul kıymet ve geçmiş fiyatlara ait bilgiler
- Açıklanan karlar, piyasaya ulaşan karlar, hisse bölünmesi, sermaye artırımları ve faiz artırımları gibi halka açık bilgiler
- Hisse senetleri ve şirkete ilişkin tüm bilgiler.

2.1.3.1. Zayıf Etkin Piyasalar Teorisi

Zayıf etkin piyasa teorisi; fiyatların önceki döneme ait gidişatı, getirilerin oranı ve hacim geçişleri gibi tüm bilgileri göz önünde tutar. Zayıf etkin piyasalar teorisi olası getiri oranı ile bir önceki dönemdeki getiri oranı arasındaki ilişkiyi tartışır çünkü bu teoriye göre geçmişteki tüm bilgilerin hisse senedi fiyatına yansıdığı varsayımından yola çıkar. Bu yüzden, zayıf etkin piyasalar teorisi geçmişteki piyasa bilgilerini veya getiri oranlarını kullanan yöntemlerin, yatırımın üzerinde getiri sağlanabilirliğinin imkânsızlığı üzerinde durmaktadır (Konuralp, 2005, s.306-307).

Söz konusu teori rassal yürüyüş' ü de ele almaktadır. Yani, herhangi bir hisse senedine ait fiyatın değişmesi durumunda bilginin etkisi ile hisse senedinin ilişkisini test eder. Zayıf etkin piyasa şartları kabul edildiğinde, fiyatlara ait değişimler rastlantısal olarak meydana gelir. Bu yüzden, belirli bir dönemdeki fiyat değişimi; istatistiksel olarak diğer fiyat değişimlerinden bağımsız şekilde meydana gelir (Kıyılar, 1997, s.2).

Rassal yürüyüş teorisinde, Adam Smith'in de tanımladığı gibi "fiyatların bir hafızası yoktur ve dün ile bugün arasında herhangi bir ilişki de yoktur". Rassal yürüyüş teorisine göre; menkul kıymet fiyatlarındaki değişimler, dönemden döneme istatistiksel olarak bağımsızdır (Kıyılar, 1997, s.2).

2.1.3.2. Yarı Güçlü Etkin Piyasalar Teorisi

Yarı güçlü etkin piyasalar, menkul kıymet ile alakalı kamuya açıklanan tüm bilgilerin menkul kıymet fiyatına yansıdığını kabul eder. Bu durumda içerden bilgi edebilen yatırımcılar, normalin üstünde getiri elde edebilmelerinin yanı sıra teknik ve temel analiz gibi yöntemler pek fazla üstünlük yaratmayacaktır (Konuralp, 2005, s.307).

2.1.3.3. Güçlü Etkin Piyasalar Teorisi

Halka açıklanmamış bilgiler dâhil olmak üzere bütün bilgiler hisse senedinin fiyatına yansıyor ise piyasalar güçlü formda etkin demektir. Bu durumda içeriden gizli bilgi alanlar dâhil olmak üzere herhangi bir üstünlük elde edemeyecekler ve olağan üstü karlar elde edemeyeceklerdir (Bolak, 1998, s.227).

Söz konusu teoriye dayanarak, fiyat değişimleri rastgele ve beklenmedik bir şekilde olmaktadır. Çünkü küçük bir bilgi fiyatı aniden değiştirmektedir ve kar fırsatı elimine edilmektedir.

2.2. Hisse Senedi Getirilerini Tahmin Etmekte Kullanılan Yöntemler

Yatırımcılar ellerinde bulundurdıkları fonları, hangi finansal araca yatıracağı kararını verirken zorlanmaktadırlar. Hisse senedi gibi oynak yatırım araçları, yüksek risk taşımakta ve yapılacak yatırımın kararı için mevcut bilgilerin değerlendirilmesi ve çeşitli yöntemlerin kullanılması gerekmektedir. Hisse senetlerinin büyük ölçüde risk taşımalarının yanı sıra; büyük ölçüde getirileri de beraberinde getirebilmektedirler. Bu durumda, risk ve getiri arasındaki şiddetli ilişkiyi gözler önüne sermektedir. Bu durum ise yatırım sürecinde dikkatli ve rasyonel olma gerekliliğini ortaya koymaktadır. Hisse senedine yatırım yapan yatırımcıların, dikkat ettiği en önemli husus, hisse senetlerinin getirileridir. Yatırımcılar için önemli bir faktör olan getiri kavramı, literatürde hisse senedi getirilerinin tahmin etme yöntemlerinin araştırılmasına sebep olmuştur (Bayrakdaroğlu, 2012, s. 140).

Bu yüzden, risk kavramı 1920 yıllarında kendinden bahsettirmeye başlamış ve Knight (1921) çalışmasında, riskin ve belirsizliğin birbiri ile aynı sanıldığını ancak iki kavramın birbirlerinden kesinlikle farklı olduğunu ifade etmiştir. Knight (1921)' e göre; risk nasıl sonuçlanacağı bilinmeyen, lakin

sayılarla ihtimalleri kestirilebilen durum olarak tanımlamış, belirsizliği ise çok sayıda ön görülmeyen gelişmelerin olması durumu olarak tanımlamıştır.

Risk kavramının üzerinde yapılan çalışmalar sebebiyle riskin ölçülmesi imkanını sağlamaya başladı ve sermaye piyasaları portföy oluşturma ve varlık fiyatlandırma teorileri ile alakalı çalışmalarında artmasına sebep olmuştur. Markowitz (1962) çalışmasında; ortalama varyans modeline ve optimal portföy seçimi modeli üzerinden bahsetmiştir. Treynor (1961), Sharpe (1964 ve Litner (1965)) yıllarında sermaye varlıklarını fiyatlama modelini geliştirmişlerdir. 1976 yılına gelindiğinde ise Ross arbitraj fiyatlama teorisini gözler önüne sermiştir.

2.2.1. Modern (Markowitz) Portföy Teorisi

Markowitz, ortaya söz konusu riski düşürebilecek ve iyi bir çeşitlendirmenin nasıl olabileceğine yardımcı olan bir varyans formülü atmıştır. Bu formüle göre çeşitlendirme durumunun rastgele olması yerine, söz konusu hisse senetleri getirileri arasındaki korelasyona göre yapılması gerektiği ve belli bir hisse senedi miktarından sonra söz konusu portföye yeni hisse senedi eklenmesinin; portföy riskinin azalmasına sebep olmayacağını ifade etmiştir (Konuralp, 2005, s. 313).

Markowitz 1952 yılında yapmış olduğu çalışmada, maksimum beklenen getiriye sahip olan bir portföy, aynı zamanda minimum varyansa sahip olmak zorunda olmadığını ve söz konusu varyansı minimize etmek için birden fazla menkul kıymete yatırım yapmanın da yeterli olmadığını ifade etmiştir. Kovaryansın önemine işaret etmiş ve kendi aralarında yüksek kovaryanslı yatırımlardan kaçınmak gerektiğini ifade etmiştir. Portföy seçimi süreci iki türlü aşamadan oluşmaktadır. İlk aşama; menkul değer gelecekteki performansı hakkında bilgi edinmek ve tecrübe kazanmaktır. Diğer aşama; alınan bilgiler sonucunda portföy seçimi yapılmasıdır (Konuralp, 2005, s. 315).

Markowitz 1952 yılında yapmış olduğu çalışma da ayrıca; varyansın, portföye ait riskin bir ölçüsü olduğunu ifade etmiştir. Risk ve getirinin arasındaki doğru orantılı ilişki herkes tarafından bilinse de, yatırımcılar riskin az, getirinin ise çok olmasını arzularlar. Markowitz bu arzulanan risk ve getiri ilişkisini belirli bir getiri seviyesinde riskin minimize edilmesi ya da belli bir risk seviyesinde ise getiri maksimizasyonu şeklinde ifade etmiştir. Bu durumda yatırımcının beklenen faydasını maksimize etmek mümkün olacaktır (Konuralp, 2005, s. 315).

Markowitz Modern portföy teorisi bazı varsayımlara dayanmaktadır ve bu söz konusu varsayımlar ise şunlardır (Markowitz, 1952, s. 77):

- Yatırımcıların tamamı, aynı riskte daha fazla getiriye, aynı getiri de daha düşük riski arzularlar.
- Yatırımcıların yatırım ile alakalı kararları, risk ve getiriye bağlıdır.
- Yatırımcıların tamamı rasyonel davranmaktadır.
- Geçmişteki getirilerin standart sapması, riskin tek göstergesi olup, yatırımcıların risk tahmini; beklenen getirideki değişimle orantılı kabul edilmektedir.
- Sermaye piyasaları etkindir. Etkin sermaye piyasalarının özellikleri ise aşağıdaki gibidir (Markowitz, 1952, s. 79):

- I. Piyasada o kadar çok yatırımcı mevcuttur ki hiçbir piyasa etkileyecek bir paya sahip değildir.
- II. Piyasadan elde edilen bilginin maliyeti düşüktür.
- III. Piyasada likidite yüksek, alış ve satış maliyeti düşüktür
- IV. Ekonomik, politik ve sosyal değişiklikler piyasada hızla yayılır
- V. Gelişen ve düzenlenen piyasa algısı piyasaların muhteşem çalışmasına sebep olmaktadır.

Ancak modern portföy teorisine eleştiriler de yapılmıştır. Bu eleştiriler: piyasada bulunan bilgilerin herkese eşit bir şekilde sağlanmadığı, yatırım ortamının gerçek bir şekilde yansıtılmadığı ve yatırımcıların yatırım kararı verirken, sezgileriyle hareket ettiklerini vurgulamaktadırlar.

2.2.2. Ortalama Varyans Modeli

Markowitz ortalama varyans optimizasyonu modelinin içinde iki kavram bulunmaktadır. Biri risk, diğeri ise hedeflenen getiridir. Bu modelde amaç söz konusu hedef getiriye dayanarak riski minimize etmektir (Ulucan, 2004, s.17).

Söz konusu varyansa dayalı formül aşağıda ifade edilmiştir.

$$\text{Min. } (\sigma_p^2) = \sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N X_i X_j \sigma_{ij} \quad (4)$$

σ_{ij} = i ve j varlıkları arasındaki kovaryans değeri

σ_p^2 = Portföyün varyansı

X_i = i varlığının portföy içindeki varlıksal oranı

N = Elde tutulan varlık sayısı

Eğer (4)'deki formül tekrardan incelenirse;

$$\text{Min. } (\sigma_p^2) = \sum_{i=1}^N X_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N X_i X_j \rho_{ij} \sigma_i \sigma_j \quad (5)$$

$\rho_{ij} \sigma_i \sigma_j = \sigma_{ij}$, i ve j varlığı arasındaki kovaryans

ρ_{ij} = i varlığı ve j varlığı arasındaki korelasyon

Formül (5) incelendiğinde iki kısma ayrıldığı açıkça anlaşılmaktadır. İlk kısmı varlıkların varyansını, diğer kısım ise varlıklar arasındaki kovaryansı yani aralarındaki ilişkiye ait ölçütü ifade etmektedir.

Markowitz portföy modelin de, bir portföyün beklenen getiri oranı ve standart sapması yani bu oranın risk oranını gösterir ve beklenen getiri oranının, portföydeki her bir yatırımın beklenen getirisinin ağırlıklı ortalaması olduğunu göstermektedir. Ek olarak, bir portföyün standart sapmasının, sadece her bir yatırımın standart sapmasının fonksiyonu değil, aynı zamanda portföydeki finansal varlıkların getiri oranları arasındaki kovaryansın da fonksiyonu olduğunu belirtmiştir (Norton ve Reilly, 1995,s.160).

2.2.3. Sermaye Varlıklarının Fiyatlandırma Modeli

Sermaye varlıklarının fiyatlandırma modelleri Markowitz modern portföy teorisi göz önünde tutularak Sharpe ve Lintner tarafından ortaya konulan bir modeldir. Söz konusu modellerde sadece riskli finansal varlıklarının yanı sıra, risksiz olan finansal varlıklara da yatırım yapmak mümkündür. Sharpe ve Lintner, finansal varlık fiyatlama modellerinin risksiz faiz oranının olması durumunda, borç alınıp verilmesinin mümkün olduğunu ifade etmişlerdir (Kağan ve Hepsağ 2007, s. 5)

Bu koşulda Sharp ve Linter' a göre i varlığının beklenen getirisi;

$$E[R_i] = R_f + \beta_{im}(E[R_m] - R_f) \quad (6)$$

$$\beta_{im} = \frac{Kov[R_i, R_m]}{Var(R_m)} \quad (7)$$

Söz konusu formül (6) ve (7) yolu ile elde edilmektedir.

β_{im} = Piyasa Riski ve Finansal varlıkların piyasaya olan duyarlılıklarını

R_f = Risksiz olan finansal varlığa ait getiri

R_m = Pazarın Getirisi

Black (1972), modern portföy teorisinde eksiklik olarak görülen, risksiz finansal varlık getirisini göz önüne almıştır. Black'in modelinde

gerçekleşmiş piyasa ve getiriler göz önünde tutulmuş ve finansal varlık fiyatlama modeli geliştirilmiştir (Kağan ve Hepsağ 2007, s. 6).

Black yaklaşımına ait model aşağıdadır:

$$E[R_i] = E[R_{om}] + \beta_{im}(E[R_m] - E[R_{om}]) \quad (8)$$

$$\beta_{im} = \frac{Kov[R_i, R_m]}{Var(R_m)} \quad (9)$$

R_{om} = piyasa riskinden etkilenmeyen getiri

Formül (9) de ifade edildiği gibi piyasa getiri ile finansal varlık değişiminin, piyasa getirisinin değişimine bölünmesini ifade etmektedir.

Black yaklaşımında piyasa riskinden etkilenmeyen getiri, gözlenemeyecek kadar büyüklüğe sahip olması sebebiyle Sharpe-Lintner yaklaşımına dayanarak çok karmaşık bir hal almaktadır ve Black yaklaşımına dayanarak, gerçek getirileri dikkate alan finansal varlık fiyatlama modeli aşağıdaki gibidir (Kağan ve Hepsağ, 2007, s. 6).

$$E[R_i] = \alpha + R\beta_{im}E[R_m] \quad (10)$$

Getirilerin zaman serisi davranışları, modele bir varsayım olarak dâhil edilip Sharpe-Lintner yaklaşımı ve Black yaklaşımı için ekonometrik bir model analizi haline getirildiğin de aşağıdaki eşitlik ortaya çıkmaktadır (Kağan ve Hepsağ 2007, s. 6).

$$R_{it} = \alpha_{im} + \beta_{im}R_{mt} + u_{it} \quad (11)$$

Formül (11) de işaret edilen regresyon denklemi, tek endeksli finansal varlık getirisinin açıklanabileceğini gösteren regresyon denklemidir. Regresyon denkleminin bağımsız değişkeni ise tüm riskli finansal varlıkların getirilerini açıklayan piyasa getirisidir.

2.2.4. Arbitraj Fiyatlama Teorisi

1970' li yıllarda gelişmeye başlayan ve 1976 yılında formüle edilen ve ekonomik temele dayalı arbitraj fiyatlama teorisi; hem tek dönemli, hem de çok dönemli örneklemelere uygulanabilen bir modeldir. Söz konusu teori; piyasa riski, satın alma gücü riski, yönetim riski, faiz oranı riski ve ödenmeme riski gibi birçok risk faktörünü benimseyen ve bunların ağırlıklı ortalamasını kullanan risk getiri-ilişkisine dayanır. Diğer yandan, ilgili risk faktörlerinin bir varlığın bugünkü değerini bulmada, uygun olan getiri oranının nasıl belirleneceğini gösteren bir modeldir (Yörük, 2000, s.88).

Arbitraj fiyatlama teorisi bazı varsayımları içermektedir. Bu varsayımlar aşağıda ifade edilmiştir (Güçlü, 2006, s.3):

- Yatırımcılar belirsiz piyasa koşulların da daha az getiri elde etmek yerine, daha fazla getiri elde etmeyi arzularlar.
- Sermaye piyasaları tam rekabet şeklinde çalışır.
- Finansal varlıkların beklenen getirilerinin nasıl gerçekleşeceğini gösteren stokastik süreç, (k) faktör modeli ile gösterilmektedir.

Arbitraj fiyatlama teorisine göre beklenen getirilerin, endeksler seti ile doğrusal bir ilişkide olduğu varsayılmaktadır (Yörük, 2000, s.88-89).

$$R_i = E_i + b_{i1}\delta_{i1} + b_{i2}\delta_{i2} \dots b_{ik}\delta_k + e_i \quad (12)$$

$i = 1' den N kadar$

N= Finansal varlık sayısı

$E_i = i finansal varlığına ait beklenen getirisi$

$R_i = Belirli bir periyod içinde i finansal varlığına ait getiri.$

$\delta_k = Bütün finansal varlıkların getirilerini etkileyen finansal faktör$

$b_{ik} = i finansal varlığının k faktöründeki meydana gelen değişmelere ait hassasiyeti$

e_i = Hata terimi

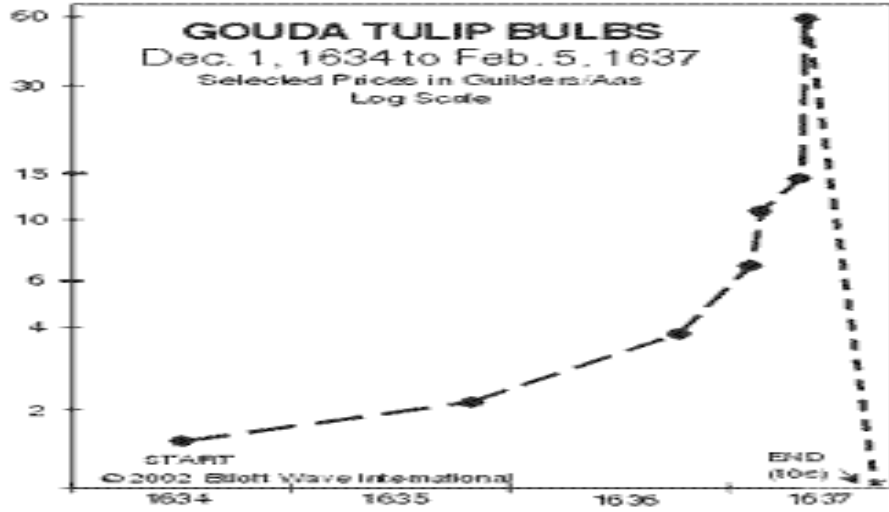
Formül (12)'in içinde yer alan δ_k ile $b_{ik}\delta_k$ sembolleri söz konusu tüm finansal varlıkları etkilemesi beklenen çoklu faktörler olmasının yanı sıra b_{ik} sembolü finansal varlıkların δ_k sembolüne ne ölçüde tepki verdiğini ifade eder (Norton ve Reilly, 1995, s.181).

2.3. Lale Çılgınlığı

Davranışsal finans bireylerin psikolojileriyle bağlantılı olduğu için söz konusu çalışmada lale çılgınlığını ve sonuçlarının aktarılması uygun bulunmuştur.

1634-1637 yılları arasında başta Hollanda olmak üzere Avrupa ‘ da yaşanmış dünyanın ilk spekülasyondur. Hollanda da büyük bir lale hayranlığı patlaması yaşanmış ve hemen hemen herkes lale stoku yapmaya başlamıştır. Bu stoklardan dolayı kısa vadede büyük karlar elde eden yatırımcılar, büyük servetlere sahip olmuşlardır. Yatırımların karlı ve servet vaat etmesinden sebep maddi anlamda durumu olan ve olmayan yatırımcıları lale soğanı yatırımcısı haline getirmiştir (Yıldırım, 2013, s. 74).

Şekil 2.1’ de lale soğanına ait fiyatın nasıl bir fiyat düzeyine gelip geri dönüş yaptığını görebilirsiniz.



Şekil 2.1: 1634 ve 1637 Yılları Arası Lale Soğanı Fiyatları

Kaynak: <http://www.thebubblebubble.com/tulip-mania/> Tıklama: 25 Mart 2016

1 Kasım 1636 yılında piyasaya sürülen ve 12 Kasım 1636 yılında ise yükselişe geçen lale soğanı fiyatı; 3 Şubat 1637 yılında fiyat olarak en yüksek zirveye gelmeyi başardı. Ancak 3 Şubat 1637 yılında genel bir kaygının olması sebebi ile satış baskısına maruz kalan lale soğanlarına ait fiyat, bir anda büyük bir düşüşe maruz kaldı. Görüldüğü üzere yatırımcılara ait psikolojik ön yargılar fiyatları önemli düzeyde etkilemektedir.

2.4 Anomaliler

Anomali anlamca ‘‘kural dışı oluş’’, ‘‘kaide dışı olan şey’’ anlamına gelmektedir. Genel anlamda ele alındığında, alışılmış düzenden sapmalar, düzensizlik veya olağan dışı şartlar ya da durum anlamına gelmektedir (Redhouse, 1995, s.31: Güngör, 2003, s.109).

Hisse senedi fiyatlarının davranışsal özellikleri üzerine yıllardır yoğun araştırmalar ile önem verilmektedir. Bunun en temel sebebi; etkin piyasalar hipotezini deneysel ve teorik anlamda sınanma arzusudur. Söz konusu araştırmalar çerçevesinde, etkin piyasalar hipotezinden sapma şeklinde bir takım anomaliler meydana gelmiştir. Etkin piyasalar hipotezindeki anomalileri şu başlıklar altında toplayabiliriz (Güngör, 2003, s.109):

2.4.1 Ocak Ayı Anomalisi

Belirli dönemlerde ve belirli zaman aralıklarında hisse senetleri farklı trendlere koşmaktadır. Normal koşullarda sapma anlamına gelen bu durum anomali olarak da adlandırılabilir. Teori ile örtüşmeyen gözlem veya realite olarak kabul edilen olağandışı bir davranış olarak da bilinmektedir. Diğer yandan olağanlığın dışında gelişen bir davranış biçimi anlamına da gelmektedir. Dünya çapında yapılan araştırmalar incelendiğinde, anomaliler takvimsel ve fiyat anomalileri olarak ele alınmaktadır.

Takvimsel anomaliler; saatlik, günlük, haftalık, aylık, yıllık veya belirli bir dönem akabinde ya da öncesinde gelişen anomalilerdir (Barak, 2008, s.209).

Ocak ayı anomalisi; hisse senetlerinin ocak ayında, diğer aylar ile karşılaştırıldığında yatırımcılara sistematik olarak daha fazla getiri sağladığını açıklamaya çalışan anomalidir. Ocak ayında elde edilecek getirinin diğer aylara nazaran daha fazla olması inancının altında belirli sebepler yatmaktadır.

Hisse senetlerinden sağlanan getirinin ocak aylarında diğer aylara oranla daha yüksek olmasını aşağıdaki sebeplere dayandırmak mümkündür (Ege ve diğerleri, 2012, s.117):

- Genelde ocak ayına ait risk daha yüksektir ve menkul kıymet piyasasında yatırım yapanlar, diğer aylara göre yılın ilk ayında daha fazla getiri elde etme olasılığını göz önünde tutabilmektedirler. Diğer taraftan, risk hatalı ölçülebilmekte ve buda anomaliye sebep olmaktadır.
- Önemli haber ve bilgiler ocak ayı içinde patlak vermekte ve hisse senedinin fiyatına etki etmektedir. Fiyata etki ettiğinden yatırımcılar işlemlerini bu doğrultuda açmakta ve anomali ortaya çıkmaktadır.
- Düşük fiyatlı hisse senetlerinden faydalanmak için yatırımcılar aralık ayında sattıkları hisse senetlerini tekrardan almakta ve ortalamanın üzerinde getiri elde etmektedirler.

- Hisse senedi piyasasında para hacminin artması ile piyasada düşük fiyatlı hisse senetlerine talepte artmaktadır. Bu parasal politikaya bağlılıkla birlikte işlemler de miktarca artmaktadır.

İşin özü ocak ayı anomalisi, küçük ölçekli firmaların hisse senetlerinin ocak ayında yüksek getirileri beraberinde getirmesinden kaynaklanmaktadır.

Muradoğlu ve Oktay (1983), Karan (1994), Aydoğan (1994), Bildik (2000) gibi çalışmalar, ocak ayı etkisini ölçümlemiş ve destekleyici sonuçlara ulaşmışlardır. Ancak Karan ve Uygur (2001) tarafından yapılan çalışmada, ocak ayı etkisi tekrardan incelenmiş ve Borsa İstanbul’ da işlem yapan büyük ölçekli firmaların 1991-1999 yılları arasında daha yüksek getiriler sağladığı yönünde bulgulara ulaşılmıştır. Bunun en büyük sebeplerinden birisi, yabancı sermayeli yatırımcıların büyük ölçekli firmalara yatırım yapmayı tercih etmesi olarak belirlenmiştir.

2.4.2. Haftanın Günleri Anomalisi

Haftanın ilk günü olan pazartesi günü görülen negatif getiriler hafta sonunu etkilemektedir. Yapılan araştırmalarda Amerika ve diğer gelişmiş ülke borsalarında, pazartesi günlerinin negatif yönlü olduğu ve istatistiksel olarak da anlamlı olduğu ispatlanmıştır.

Cross, 1973 yılında S&P piyasasına ait endeksin fiyat değişmelerini ele almış ve 1953-1970 yılları arasında yapılan çalışmada, haftanın değişik günlerinin ortalama getirilerinin farklı olduğuna ulaşmıştır. Haftanın ilk günü olan pazartesi gününün negatif, son günü olan Cuma gününün ise pozitif eğilime girdiği kanısına varmıştır (Aktaş ve Kozoğlu, 2007, s.38).

2.4.3. Ay içi Anomalisi

Yıl içinde herhangi bir aya ait 30 günlük dönemin ikiye bölünüp; ilk yarı ve ikinci yarı olarak nitelendirilerek, iki ayrı 15 günlük yarıların birbirinden farklı getiri getirmesini ifade etmektedir. Ay içi anomalisi ilk kez

Ariel (1987) tarafından yapılmış ve New-York borsasında işlem yapan hisse senetlerinin 1963-1981 yılları arasındaki verileri kullanarak, ayın ilk ve son dokuz gününe ait ortalama getirilerini hesaplamış ve ilk 9 günlük getirilerinin daha yüksek olduğunu saptamıştır (Barak, 2006, s. 139).

Diğer taraftan Türkiye’ de yapılan bir çalışmada Özmen (1997) ve Bildik (2000), Borsa İstanbul’ da ay içi anomalisinin olduğu sonucuna da ulaşmışlardır. Bu durumda demek oluyor ki; gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere ait menkul kıymet borsalarında ay içi anomalisi görülmektedir (Barak, 2006,141).

2.4.4. Tatil Anomalisi (Tatil Öncesi Anomalisi)

Tatil anomalisi, hisse senedi piyasalarının kapalı olduğu hafta sonu, resmi ve dini tatillerin tümünü kapsayan ve bu tatillerde ortalamanın üstünde getiri olduğunu iddia eden anomalidir. Tatil anomalisi ile alakalı sayısız çalışma mevcuttur. Lakonishok ve Smidt (1988), Dow-Jones sanayi endeksini ele almışlar ve 90 yıllık veriyi test ederek tatil anomalisinin, Dow Jones sanayi endeksinde olduğu bulgusuna ulaşmışlardır.

Lakonishok ve Smidt (1988) , tatil öncesi dönemlere bakıldığında getiri %1,220 olurken, normal günlerde ise getiri %0,0094 olarak hesaplanmıştır. Bu durumda tatil öncesi günlerdeki getiri, normal günlere ait getiriye oranla 23 kat fazladır.

Türkiye’ye bakıldığında; Özmen (1992), Erbil (1993) ve Karan (1994) yapmış oldukları çalışmalar ışığında, Borsa İstanbul da tatil anomalisinin varlığına ulaşmışlar ve tatil öncesi günlere ait getirinin, sıradan günlerdeki getirilerden daha fazla olduğuna ulaşmışlardır (Barak, 2006, s.149).

2.4.5. Uzmanların Tahminleri

Menkul kıymet piyasalarında yatırım yapan ve kendi imkânlarını değerlendirmeye çalışan kısıtlı bir bilgi düzeyine sahip yatırımcılar, trendin yönünü tahmin etmeye yarayan teknik ve temel analiz gibi bilgilere sahip değillerdir. Bu sebepten dolayı söz konusu bireysel yatırımcılar uzman görüşlerine ihtiyaç duymaktadırlar. Son yıllarda gelişmiş ülkelerde finansal danışmanlık hizmeti veren profesyonel şirketlerin yaygınlaşması durumu göze çarpmaktadır. Diğer taraftan profesyonel anlamda hareket etmeyen ve piyasa dedikodularına dayanarak işlem yapmaya yönelten yatırım tavsiyeleri de piyasada var olmaktadır ve bu durum yatırımcıların kararını etkileyebilmektedir (Karan, 2001, s.276).

2.4.6. Düşük Fiyatlı Hisse Senedi Anomalisi

1936 yılında Amerika birleşik devletlerinde merak uyandıran ve araştırılmaya değer bir konu olarak benimsenen düşük fiyat anomalisi; borsada işlem gören ve fiyatı düşük olan hisse senetlerinin, fiyatı düşük olmasından sebep diğer hisse senetlerinden daha fazla getiri sağlayacağını açıklamaya çalışan bir anomalidir. Yapılan deneylere dayalı çalışmalar, düşük fiyatlı hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcıların, normal-üstü getiriler elde ettiği sonucuna ulaşmıştır (Karan, 2000, s:88-89).

Şekil 2.2' de fiyata göre oluşturulmuş portföylere ilişkin değerlere ulaşılabilmektedir.

Portföy	Ortalama Fiyat	Büyükölük (Dolar)	Ortalama Getiri	Beta	Artık Getiri (Getiri-Endeks)
1	0,005	28.707.806	0,021	0,870	-0,042
2	0,013	45.708.819	0,017	0,923	-0,046
3	0,022	58.210.322	0,034	0,963	-0,029
4	0,034	50.118.723	0,046	1,047	-0,017
5	0,049	59.292.532	0,033	1,061	-0,029
6	0,071	83.176.377	0,029	1,025	-0,033
7	0,105	91.622.049	0,056	1,071	-0,005
8	0,155	118.032.064	0,057	1,070	-0,003
9	0,264	154.170.045	0,092	1,072	0,033
10	0,730	182.389.570	0,117	0,908	0,058

Şekil 2.2: Fiyatlara Göre Oluşturulmuş Portföyler

Kaynak: Karan, 2000, s:89

Şekil 2.2’ de 10 grup hisse senedinin aylık olarak ortalama verileri ele alınmıştır. Şekil 2.2’ de düşük fiyatlı portföylerin; firma büyüklükleri ve betalarının düşük olduğu gözlemlenmektedir. Söz konusu portföylerin fiyatları yükseldikçe, beta ve firma büyüklüğü de yükselmektedir. Ancak en yüksek fiyata sahip hisse senedinin fiyatındaki tekrar düşüş olmasına rağmen, firma büyüklüğü ve hisse fiyatları arasındaki doğrusal ilişki devam etmektedir. Diğer yandan Borsa İstanbul’da yapılan araştırma gösteriyor ki, Amerika’da yapılmış araştırmanın aksine yüksek fiyatın etkisinin var olduğu gözlenmektedir ve bu durumun en temel sebebi, düşük fiyatlı portföylerin ortalama getirileri ve risksiz faiz oranını çıkarılarak elde edilen artık getirilerin düşük, yüksek fiyatlı portföylerin ise yüksek olduğu gözükmektedir.

2.4.7. İlk Halka Arzda Ucuz Fiyat Anomalisi

Uzun yıllardan beri ilk kez halka arz edilen hisse senetlerine ait fiyatlar araştırılmakta ve bu fiyatların performansları ölçümlenmektedir. Araştırmalar sonucunda bir hisse senedi halka arz edildikten sonra kısa vadede yatırımcılara normalin üzerinde getiri sağlamaktadır. Söz konusu durum etkin piyasalar hipotezine ters bir durum olmasına rağmen, uluslararası anlamda ilk halka arzdan sonra alınan hisse senetlerinin, yatırımcılara normalin üstünde bir getiri sağladığı araştırılmaktadır. Bu normalin üstünde gerçekleşen getiri, söz konusu hisse senedinin olması gerekenden daha düşük

fiyatlarla fiyatlandırılmasından kaynaklandığı iddia edilmektedir ve bu da önemli bir araştırma konusu haline gelmiştir (Karan, 2000, s.91).

Söz konusu anomaliye sebep olan ve hisse senedinin olması gerekenden düşük fiyatla fiyatlandırılması, uluslararası anlamda incelenmesinin yansırı Türkiye’de Borsa İstanbul’ da işlem yapan hisse senetleri üzerinde de incelenmiştir. Kıymaz (1999), 1990-1996 yılları arası dönemin Borsa İstanbul’da işlem yapan hisse senetlerinin halka arzlarını inceleyerek, ilk ve pazar sonrası getirilerini incelemiştir ve Türkiye’ de halka arzlarda ilk gün ortalama olarak %13,1 oranında ucuz fiyatlama olduğunu tespit etmiştir. Ucuz fiyata sebep olan unsurlar ise üç ayrı sebepten oluşmaktadır (Kıymaz, 1999, s. 213-227).

- Firma büyüklüğü
- Şirketin kurumsal sahiplik oranı
- Halka arz edilen gün ile ilk işlem gününün arasındaki borsa endeksinin yükselmesi olarak belirlemiştir.

2.4.8. Firma Büyüklüğü Anomalisi

Firma büyüklüğü anomalisi, fiyat etkisi olarak küçük firmaların büyük firmalara nazaran kar raporlarının daha fazla fiyat etkisine sahip olduğunu iddia etmektedir. Bu varsayıma inanışın sebebi ise büyük firmalara ait işlem karlarının incelenmesi ve inceleme sonucunda ise bu firmaların daha fazla bilgi içerirken, küçük firmalar daha az bilgi içermesidir.

Yatırımcıların bilgi alma konusun da en hassas oldukları nokta, bilgiyi sağlayacağı işlem karının, bilgi elde etme işlem maliyetinden yüksek olması durumudur. Marjinal işlem karının büyük firmalar için daha fazla olduğu düşünüldüğünde, büyük firmaların fiyatlar ile ilgili bilgi içeriğinin daha fazla olduğu söylenebilir. Bilgi üretimi ve bu bilginin piyasaya yayılması, firma büyüklüğünün artan bir fonksiyonu olması sebebiyle, kar ilanları gibi, muhasebe verilerine dayanan raporların da piyasaya taşıdıkları bilginin firma büyüklüğüyle ters ilişkili olduğu söylenmektedir (Güngör, 2003, s,124).

Diğer taraftan, firma büyüklüğü anomalisi, küçük firmaların kar ilanlarının daha fazla anormal sonuçlara yol açtığıdır. Bunun en büyük sebebi ise küçük firmaların bilgilerinin piyasaya daha geç düşmesi, büyük firmaların ise daha hızlı bir şekilde düşmesidir. Yani küçük firmaların bilgi ilanının daha uzun bir süreçte yansması ve daha fazla fiyat tepkisinin oluşması, küçük firmaların riskinin fazla olması ve karlarının da daha yüksek dalgalanmasını göstermektedir (Güngör, 2003, s,125).

Banz 1925-1976 yılları arasında elli yıllık döneme ilişkin New-York borsasının minimum beş yıl işlem görmüş firmalarını örneklemine dâhil ederek ve hisse senetlerini büyüklük derecelerine göre beş ayrı portföye ayırarak, her bir portföyün de betasına göre beş ayrı sınıfa bölerek, risk ve büyüklüklerine göre dayanarak ayıştırmıştır. Bu ayrımlar yoluyla yirmi beş ayrı portföy elde etmiştir. Banz, araştırma sonucun da, piyasa değeri yüksek firmaların daha az riske göre düzeltilmiş getiri sağladığına ulaşmıştır (Banz, 1981, ss:3-11).

2.4.9. Pazar Değeri/DeFTER Değeri (PD/DD) Anomalisi

Yatırım uzmanları ve analistler tarafından, beklenen getiri açısından önemli bir gösterge olarak kabul edilen bir orandır. Pazar değeri/deFTER değeri (PD/DD) oranı anomalisi düşük şirketlerin, yüksek olandan daha yüksek getiri sağladıklarını iddia etmektedir (Öztürkatalay, 2005, s.49).

2.4.10. Fiyat / Kazanç (F/K) Oranı Anomalisi

İlk olarak 1977 yılında Basu tarafından yapılan çalışmada ele alınmıştır. Basu (1977), New-York borsasında işlem gören sanayi sektöründe faaliyet gösteren firmalar üzerinde fiyat/kazanç oranını incelemiş ve düşük fiyat/kazanç içeren hisse senetlerinden oluşan portföylerin, yüksek fiyat/kazanç' dan oluşan portföylerden daha yüksek getiri elde ettiği sonucuna ulaşmıştır (Basu, 1977. s.663).

Burada söz konusu oran hisse senedi fiyatının, hisse başı kara bölünmesi ile hesaplanmakta ve yatırımcının bir birim beklenen kazanç için ne kadar ödeme yapmak durumunda kaldığını ifade eden oran olan fiyat/kazanç, bir menkul kıymet yatırımının gelecekteki durumuna ait ciddi anlamda fikir sahibi olma imkânı vermektedir. Uzmanlara göre düşük fiyat /kazanç oran'ı olan hisse senetleri yüksek performans sergileme ihtimali yüksek hisse senetleridir (Basu, 1977. s.663).

2.4.11. Fiyat / Satışlar (F/S) Oranı Anomalisi

Şirketin piyasa değerinin, şirketin iş hacminin kaç katı olduğunu gösterir. Senchack ve Martin 'e (1987) göre satış/fiyat oranı, söz konusu getiriler için Fiyat/getiri oranından daha iyi bir göstergedir. Yani hisse senedi yatırımı yapan yatırımcılar fiyat/satış oranını göz önüne alarak yatırımlarından daha iyi bir getiri elde edebilirler. Bunun en temel sebebi, firmaların karlılık tahminlerinin satış tahminleri kadar gerçekçi olmayışından dolayıdır. Satış tahminlerinin daha gerçekçi olması fiyat/satış oranını da daha gerçekçi ve kullanışlı kılmaktadır (Senchack ve Martin, 1987, s.46).

2.5. Davranışsal Finans

Davranışsal finans; psikoloji ve sosyoloji gibi bilim dalları ile bağlantılı olan ve psikolojik faktörlerin yatırımcı davranışlarını ve kararlarını nasıl etkilediğini daha iyi ele alıp açıklayan bir konudur. Geleneksel finans; yatırım kararını, psikolojik ve davranışsal boyutta incelemeyi reddetmektedir Bu yüzden son günlerin en dikkat çeken ve önem kazanan konularından biri olmuştur (Shiller, 2003; Elvin, 2004).

Geleneksel finans iki ana varsayımı kabul eder; ilk olarak, insan davranışı yatırım kararı sürecinde bekleyen fayda teorisinde açıklandığı gibi rasyonel hareket eder, ikinci olarak, etkin piyasa hipotezinde finansal piyasa

etkin ve doğru fiyatı yansıttığını kabul edilir. Davranışsal finans bu iki varsayımı finansal piyasalar da meydana gelen anomiyile ele alır ve tartışır.

Geçtiğimiz 40 yıl boyunca pazarın etkin olup olmadığının test edilmesi önemli çalışmalara konu olmuştur. Etkin piyasalar hipotezinin ilk klasik tanımlaması, Fama tarafından 1970 yılında yapılmıştır. Fama (1970), piyasa etkinliğini, fiyatların mevcut bilgileri tam ve sürekli olarak yansıttığı piyasa olarak tanımlamıştır. Etkin Piyasalar hipotezine göre yatırımcılar, herhangi bir bilgiyi kullanarak normalden daha fazla getiri elde edemezler (Kandır ve İnan, 2011 s. 51).

Etkin piyasalar hipotezinin tersine davranışsal finans yaklaşımları, psikolojik nedenlerle yatırımcıların her zaman rasyonel olamayacaklarını ve piyasalarda eksik ya da aşırı reaksiyonun gözlemlenebileceğini savunmaktadır. Düşük reaksiyon ve aşırı reaksiyon bulguları, etkin piyasalar hipotezi ile çelişir niteliktedir. Yatırımcılar çeşitli pazarlarda, ekstra risk almadan, aşırı ve düşük reaksiyonun avantajını kullanarak önemli kazançlar elde edebilmektedirler. Aşırı reaksiyon, şirket ile ilgili haberlerin ardından olması gerekenden daha fazla reaksiyon gösterilmesi durumu olarak tanımlanmaktadır. Düşük reaksiyon ise, hisse senedi fiyatlarının, şirketlerce yapılan kazanç açıklamalarına yeterince hızlı ve büyük tepki vermemesi biçiminde gözlenen bir yatırımcı davranışı olarak tanımlanmaktadır (Kandır ve İnan, 2011 s. 51).

Beklenen fayda teorisine bakıldığında; kişiler karar aşamasında, seçenekler arasından en fazla beklenen faydayı sağlayabilen seçeneği tercih ederler. Bayes kuralına göre; kişiler alternatif durumların gerçekleşme durumlarını tahmin ederek ve olasılıkları da göz önün de tutarak seçenekleri değerlendirmek durumundadırlar (Winston, 1998, s.767).

Davranışsal finans beklenen fayda teorisi kullandığı modellere nazaran oldukça kapsamlı bir değerlemeyi gerektirmektedir. Yatırımcıların algılama psikolojisi, çok geniş bir birikime sahiptir. Yatırımcıların verdikleri kararlarda, inanç, aşırı güven ve geçmiş tecrübelerle gereğinden fazla önem

vermek gibi durumlar nedeniyle bazı sistematik hatalar yapabilmektedirler. Davranışsal finans yanlış inanışlar ve kişisel özellikler nedeniyle tamamıyla rasyonel modeller kullanmamaktadır. Genel olarak bakıldığında insanlar, 1 TL kazandıkları zaman hissettikleri kazanma arzusu, 1 TL kaybettikleri zamanda hissettikleri kaybetme arzusuna göre çoğunlukla çok daha zayıf kalabilmektedir. Yanlış inançlar, çoğunlukla insanların kaderci olması ve kaybetme korkusuyla büyütölmeleri yatırım kararlarını etkilemektedir (Taner ve Akkaya s:48).

Bilişsel (Cognitive) psikoloji çalışmalarına dayanarak, insanların karar verme süreçleri benimsenen zihinsel çerçeveye dayalı olan sezgisel (Heuristic) karar verme süreçlerinden kaynaklanan yanılsamalara yüksek duyarlılık göstermektedir. Bu söz konusu sezgiler temsiliyet, aşırı güven, çapalama, kumarbaz yanılgısı, kayıptan kaçınma, pişmanlıktan kaçınma ve zihinsel muhasebe gibi bilişsel yanılsamalara sebep olabilir. Davranışsal finansa ait öneriler sezgisel önyargılar ve çerçeveleme etkisinin piyasa fiyatının gerçek fiyatından sapmasına neden olduğunu ifade etmektedir (Singh, 2012, s:116).

2.6. Davranışsal Finansın Alt Yapısı ve Gelişimi

Modern portföy teorisi (MPT), finansal varlıkları fiyatlama modeli (CAPM) ve arbitraj fiyatlama modeline bakıldığında, tüm bu söz konusu modeller yatırımcıların rasyonel davrandığını desteklemektedir. Ancak, sayısız araştırma gösteriyor ki, yatırımcılar yatırım kararı verirken rasyonel davranmamaktadır.

İşin özü, piyasalara ait yatırımların her zaman rasyonel davrandığını düşünmek doğru olmayacaktır ve bu durum akıllara iki düşüncüyü getirmektedir (Kishore, 2004, s.12).

- Aracı kurumlar piyasalar üzerindeki inanışlarını doğru yönde değiştirememektedir.

- Yatırım yaparken var olan seçimlerin normatif sürecinde sistematik sapmaların olması.

Schindler (2007), davranışsal finans alanında üç temel yapıyı öne sürmüştür. (i) rasyonel yatırımcıların daha az rasyonel davranan yatırımcıların sebep oldukları fiyat kaymalarını geri düzeltmeyeceği algısını tartışan arbitraj limitleri (Barbeis ve Thaler, 2003, s.17).

Bu yüzden arbitraj fırsatları yatırımcıyı irrasyonel kabul etmenin yanı sıra fiyat üzerinde uzun süreli etkisi olduğunu da kabul etmektedir.

Yatırımcıların irrasyonelliğini ve onların karar verme süreçlerini kavrayıp anlatabilmek için, davranışsal finans bilişsel psikolojiye ait kanıtların çizgisi üzerinden gitmekte ve insanların inanış formları ve bu formlar üzerinden hangi yollar üzerinden karar verdiklerine değinmektedir (Barbeis ve Thaler, 2003, s.18).

Bu yolla diğer yapıya ulaşılmaktadır (ii) psikoloji. Söz konusu psikoloji alanındaki araştırmalar kişilerin inanç ve tercihlerini formüle ederken, belli sistematik ön yargılar eşliğinde davranışlar sergilediklerini ve bunlarında kararlarını etkilediklerini göstermektedir. (iii) Sosyoloji. Söz konusu alan, finansal kararların çok büyük bir kısmının sosyal etkileşimden etkilendiğini vurgulamaktadır.

2.7. Literatür Taraması

1960 ve 1970 yılları arasında Kahneman ve Tversky kişilerin karar vermeleri ile ilgili çalışma yapmış ve belirsizlik altında karar verme aşamasının sınırlı bir sayıda, basite indirgenmiş zihinsel kısa yollara dayandığını ifade etmişlerdir. Bu zihinsel kısa yollar insan hatalarını açıklayabilen bilişsel alternatifleri sunmaktadır (Gilovich ve Griffin,2002, s.1 : Bayar, 2011, s. 136).

Hoffmann, Shefrin ve Pennings (2010), Hollanda da işlem yapan 65.323 yatırımcının 2000 ve 2006 yılları arasında araştırmalarına konu almış

ve bu yatırımcıların aralarındaki sistematik farklılıkların, söz konusu yatırımcıların yatırımlarının amaç ve stratejileri üzerinde nasıl bir farklılığa ve söz konusu getirilerinin nasıl değiştiğine işaret etmiştir. Elde edilen bulgular ise temel analize güvenen kişilerin, daha fazla risk aldıkları, daha fazla kar elde ettikleri ve daha fazla kendilerine güvendikleri ortaya çıkarmıştır. Diğer yandan teknik analize güvenen yatırımcıların ise daha yüksek performans gösterdiklerini ortaya koymuştur.

Chandra (2008) davranışsal faktörler ve yatırımcı davranışlarının, yatırımcıların davranışları üzerinde etkiye sahip olduğunu ifade etmiş ve yatırımcının tutumunu risk ve davranışsal karar alma üzerinde sorgulamıştır. Sonuç olarak varılan yer ise geleneksel finansın tersine yatırımcıların her zaman rasyonel olmadığını ve bu davranış içerisinde yatırım yapma kararına girebildiklerinin sonucuna varmıştır. Diğer yandan, yatırım kararının bazı davranışsal faktörler tarafından etkilendiğini ortaya koyan araştırma bu faktörlerin: hırs, korku, zihinsel muhasebe ve çapalama gibi davranışsal özellik ve duygulardan oluşmakta olduğunu ve bu davranışsal özelliklerin tamamının karar verme sürecinde riske sebep olduğuna ulaşılmıştır.

Chira, Adams ve Thornton (2008), bilişsel ve duygusal ön yargılar üzerinde işletme öğrencilerini konu alan bir çalışma yapmışlardır. Çalışmanın amacı öğrencilerin; bilişsel, duygusal ve çerçeveleme etkisi gibi ön yargılardan nasıl etkilendiğini ortaya koymaktır. 2007 yılında Jacksonville Üniversitesinde 68 öğrenciye uygulanan anket fakülte ve yüksek lisans öğrencilerine uygulanmıştır. Söz konusu araştırmanın sonucunda öğrencilerin aşırı güven ve iyimserlik ön yargısına karşı daha az duyarlı oldukları ve buna bağlı olarak karar verirken kontrol yanılması göstermedikleri ortaya çıkmıştır.

Paul Slovic (1972) çalışmasında yatırımcıların birçoğunun yatırım kararları aşamasında göstergeleri iyi olan ve piyasa tarafından iyi bilinen şirketlere ait hisse senetlerine yatırım yapma eğilimine girdiklerini tespit etmiştir. Geçmişte yüksek getirilere neden olmuş hisse senetlerinin gelecekte

söz konusu yüksek getirileri sağlamasının garanti olmamasına rağmen yatırımcılar bu hisse senetlerinin gelecekte daha fazla getiri elde etmelerine neden olacağına inanmaktadırlar ve yatırımlarını bu hisse senetlerine yönlendirmektedirler.

Paul Slovic (1972) çalışmasına benzer bir şekilde Diacon, S. (2002) birçok yatırımcının uzun vade de kar yapabilmelerini sağlayacak sabit getirili ve üç yıldan az bir sürede yükselişe geçen tahvillere yöneldiklerini ifade etmiştir.

Buehler ve Ross (1994), kişilerin bazı durumlar üzerinde güçlü inançları oluşabilmekte ve bu inançlar da bu kişilerin kendilerine aşırı güven yargısına itmektedir. Buehler ve Ross (1994), çalışmasını yürüttükten sonra Amerikan piyasasındaki yatırımcıların yükseleceklerine inandıkları hisse senetlerine yönelik yatırımları hisse senedi piyasasında balonların oluşmasına rağmen devam ettirdikleri bulgusuna ulaşmıştır.

Hemanth. P.K (2011) yürüttüğü çalışmada, Hindistanlı yatırımcıların büyük bir çoğunluğunun yatırımcıların varlık yatırımına ilişkin inandıkları şeyin çocuk oyuncağı olmadığı ve dolayısıyla uzmanlara güvenmenin en iyi yol olduğu cevabını almıştır.

Camerer ve Lovallo (1999), çalışmalarında kendine aşırı güven ve iyimserlik yargılarının gereğinden fazla yatırım yapılmasına sebep olduğunu açıklarken, Wermers (1999) çalışmasında sürü davranışının büyüme yolunda olan ve küçük ölçekli şirketlere yapılan yatırımların yüksek düzeyde olmasına sebep olduğunu vurgulamıştır. Thaler (1999) zihinsel muhasebe yargısını özetlemiş ve bu yargının seçimler üzerinde etkisi olduğunu ifade ederken bu durumun önemli olduğunu belirtmiştir.

Odean (1999) kendine aşırı güven yargısının varlık piyasalarının gereğinden fazla hacim yaratmasına sebep olduğunu ispatlarken bir yandan da yatırımcıların eğilimlerinin karlı hisse senetlerinin zamanında elden çıkartılmasına etki ettiğinin ve daha kısa zamanda elden çıkartmalarına sebep

olduğunu ya da elden çıkartılması gereken hisse senetlerinin gereğinden uzun süre elde tutulduğunu ispatlamıştır.

Hong ve Stein (1999) modelinde ise piyasa da iki ayrı grup olduğunu bu gruplardan birinin “ Haber Avcıları” diğ erinin ise “ Momentum yatırımcıları” olarak isimlendirmiş ve bu söz konusu grupların aşırı reaksiyon ve eksik reaksiyona sebep olduklarını ifade etmiştir.

Nofsinger ve Sias (1999) çalışmalarında, kurumsal yatırımcıların bireysel yatırımcılara nazaran daha rasyonel davranış içinde bulundukları ve sürü davranışının fiyata etkileme derecesinin kurumsal yatırımcıların bireysel yatırımcılara nazaran daha fazla etkili olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.

Hong, Lim ve Stein (2000), şirketlerin özel bilgilerinin, özellikle negatif bilgilerin, kamuya yavaş yavaş aktarıldığını ifade etmiştir. Bu durumda yatırımlardan elde edilen getirilerde momentuma sebep olmaktadır.

Rabin ve Thaler (2001), riskten kaçınma yargısını ele almış ve bekleyen fayda hipotezinin resmen öldüğ ünü deklare etmişlerdir. Psikolojik araştırmalar erkeklerin kendine aşırı güven yargısına, kadınlara nazaran daha fazla eğilimde olduğunu göstermektedir. Kendine aşırı güven yargısını içeren söz konusu model test edilirken bu davranış içerisinde bulunan yatırımcıların gereğinden fazla yatırımlar yaptığını ortaya koymuştur.

Barber ve Odean (2001), 1991 ve 1997 yılları arasında 35.000 kişinin yatırım hesapları incelendiğinde, kadın ve erkeklerden oluşan yatırımcı davranışı ve getirileri, erkeklerin kadınlardan %45 daha fazla işlem yaptıkları ve bununda getirilerinde düşüşlere sebep olduklarını tüm bunların sebeplerinin de erkeklerin kendilerine daha fazla güvenmesinden dolayı meydana geldiğini bulmuşlardır. Söz konusu araştırmada erkeklerin yıllık getirilerinde %2.65 düşüş görülürken kadınların yıllık getirilerinde %1.72 oranında bir düşüş olduğu saptanmıştır.

Monti ve Legrenzi (2009), yatırım kararları ve sonradan anlama ön yargısını araştırmışlar ve 25 yüksek lisans ve doktora öğrencisini çalışmalarında denek olarak kullanmışlardır. Söz konusu araştırmada bulgular yatırımcıların yatırım kararlarının ve portföy oluşturmalarında sonradan anlama ön yargısı tarafından etkilendiği sonucuna ulaşılmış ve bu durumda portföy çeşitlendirme üzerinde de büyük bir etkiye sahip olduğu ve bu durumda risk oluşturduğu sonucuna varılmıştır.

Tetlock (2007) çalışmasında, medyanın hisse senedi piyasasındaki etkisine incelemeyi amaçlamıştır. Çalışmasında kötümser medya faktörlerini kullanarak, piyasa performansını, fiyatları ve piyasa hacmini tahmin etmeye çalışmıştır. Kanıtlar ışığında yüksek medya karamsarlığı getiriler üzerinde negatif yönde bir etki sağlamaktadır. Söz konusu çalışma ayrıca medya tarafından oluşturulan yüksek ve düşük karamsarlığın yüksek yatırım hacimlerine sebep olduğunu göstermiştir.

Statman, Fisher ve Anginer (2008), hisse senetleri ev, araba, saat ve diğer ürünler gibi etki yaratabilirler. Yani, ürünler iyi veya kötü, güzel ya da çirkin olarak değerlendirilebilirler. Etkiler; ev, araba, saat fiyatları üzerinde güçlü bir role sahiptirler. Ancak standart finans teorilerine göre bu etki, finansal araçlar üzerinde önemli rol oynamamaktadır. Ancak davranışsal varlık fiyatlama modeline bakıldığında, yüksek riskler negatif etkilerin ayrılmaz bir parçasıdır. Yatırımcılar pozitif etkileri olan ve yatırımcıların yatırım yapmayı düşündükleri hisse senetlerinden elde edecekleri getirileri yukarıya çekecek etkilere sahip hisse senetlerin tercih etmektedirler.

Kurz, M. (1997), çalışmasında piyasadaki oynaklığa sadece piyasadaki iniş ve çıkışların etki etmediğini, piyasaya katılım psikolojisinin de etki ettiğini ifade etmiştir.

Barber ve Odean (2000) çalışmalarında, 1991 ve 1996 yılları arasında işlem yapan 66,465 kişinin, hesaplarına aracı kurumlar vasıtası ile ulaşılmış

ve yatırımcıların yüksek betaya sahip, küçük ölçekli şirketlere ait hisse senetlerine yöneldikleri ve yıllık ortalama getirilerinin ortalama piyasa getirisinin altında olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu durum kendine aşırı güven yargısı ile birlikte fazla sayıda işlem yapıldığını ve bu sebepten dolayı getirilerde düşük performansa sebep olduğunu açıklamaktadır.

2.7.1. Davranışsal Finans Literatüründe Önemli Yayınlar

Bu bölümün amacı Daniel Kahneman ve Amos Tversky gibi davranışsal finansın öncülerine ait görüşleri çeşitli yönleri ile açıklamaktır.

1960'lı yıllarda Kahneman ve Tversky farklı yönde çalışmalara odaklansalar da 1970'li yıllara gelindiğinde araştırmaları ile bir araya gelerek var olan farklılıkları ve elde edilen bilgileri kıyaslama yoluna gitmişlerdir. İlk aşama, pratikte karar verme teorilerinin psikolojik anlamda adapte olunurken, diğer taraftan da gerçek hayatta bir araya getirilen deneylere ait normatif problemlerin çözümlerini farklılaştırılması ile ilgilenilmiştir (Heukelom, 2007).

- Daniel Kahneman ve Amos Tversky tarafından beraber yazılan ilk akademik makale olan ve 1971 yılında yayınlanan ‘‘Küçük sayılar yasasının inancıdır’’. Makalede, insanlar şans yasaları hakkında doğru olmayan sezgilere sahip olduğu ifade edilmektedir. Daniel Kahneman ve Amos Tversky belli bir nüfusun rastgele seçilmiş kişilerini ele alarak bu kişiler çalışmada örnek olarak kabul edilmiştir (Kahneman ve Tversky, 1971, s.110).

- Kahneman ve Tversky 1972 yılında ‘‘Düşsel olasılık: temsililik yargısı’’ adı altında bir makale yayınlamışlardır. Adından da anlaşılacağı üzere temsililik yargısını ele almışlardır. Diğer taraftan 1973 yılında temsililik yargısının sezgisel tahminler üzerinde önemini vurgulayan çalışmayı yayınlamışlardır (Kahneman ve Tversky, 1972, s.432).

- 1974 yılına gelindiğinde ise ‘’ belirsizlik altında yargı: duygusal ve bilişsel ‘’ adı altında bir makale daha yayınlanmıştır. Bu başlık altında temsiliyet, mevcudiyet ve çıpalama gibi yargılar üçe ayırmışlardır.
- 1979 yılına gelindiğinde en önemli ve ekonomi alanında 2002 yılı Nobel ödülüne layık görülen çalışmaları olan ‘’ beklenti teorisi: risk altında kararın analizi’’ adlı çalışmalarını ortaya atmışlardır.

2.8. Davranışsal Finasta Yatırımcı Eğilimleri

2.8.1. Bilişsel Eğilimler

Yatırımcılar kendi bildikleri ya da hatırladıkları şirketlere yatırım yapmakta, kendi bilgi birikimlerini yüksek düzeyde görmekte, yeni edindiği bilgiler yerine geçmişte elde ettikleri bilgiler üzerine yoğunlaşmakta ve kendilerini daha profesyonel bir yatırımcı olarak görmekte ve bu durumlarda bilişsel eğilimlerinin olduğunu ortaya koymaktadırlar. Söz konusu bu eğilimler alışkanlık haline gelmiş olabilmekte ancak edinilen tecrübe, eğitim ve uzmanlaşma gibi yollar ile kısmen de olsa giderilebilecek eğilimlerdir (Küçüksille ve Usul, 2012, s.24).

2.8.1.1. Zihinsel Muhasebe

Thaler (1980)’ e göre, zihinsel muhasebe: beynin amaçları tutması ve bu amaçları birbirinden ayrı harekete geçirmesi durumu olarak ifade etmektedir. Örneğin: bir kişi emekliliği için yatırım yapabilir bu bir zihinsel muhasebedir ve ev için yapılan ön ödeme için yapılan yatırım ise başka bir zihinsel muhasebe olarak nitelendirilebilir. Bu kendini kontrol etme mekanizmasıdır. Bir şeyleri ayrı tutmak her bir amacın kolayca ilerlemesinin sağlayacak muhakemeye imkân verir (Baker ve Nofsinger, 2002 s.106).

Ancak Barberis ve Huang (2001)' e göre, zihinsel muhasebe yatkınlık etkisi gibi diğer psikolojik ön yargıların kamçılayıcısı olabilir görüşündedirler. Diğer yandan, Shefrin ve Statman (2000), zihinsel muhasebenin yatırımcıya ait portföy riski algısını, nasıl etkilediğini örneklemiştir. Portföy teorisini uygulamak için yatırımcı her bir yatırım için üç önemli özelliği değerlendirmelidir. Bunlardan ilki, beklenen yatırım getirisi, risk düzeyi ve sonucusu yatırımın diğer yatırımlar ile korelasyonudur. Korelasyon her bir yatırımın diğer yatırımlar ile nasıl bir bağ olduğunu ve zihinsel muhasebenin bu yatırımların birbirleri ile olan etkileşimi gözden kaçırabilme eğilimine sahip olması sebebiyle yatırımcılar bu tür çeşitlendirme şekline bağ kurmakta zorlanmaktadır. Buda yatırımcıların arzuladığı getiriye elde etmek için olması gerekenden fazla risk almasına sebep olmaktadır (Baker ve Nofsinger, 2002 s.107).

Muhasebe parayla ölçülebilir işlemlerin sınıflanması, özetlenmesi, kaydedilmesi ve elde edilen sonuçların analiz edilmesi olarak tanımlanmaktadır. Aynı şekilde insanlar parayla ölçülebilir faaliyetlerini sınıflandırmakta, özetlemekte ve kaydetmektedirler. Geçen bu süreç sonunda, elde ettiği sonuçları analiz etmektedirler. Zihinsel muhasebe incelenmek istendiğinde, kişi davranışlarının gözlenmek durumunda kalır. Zihinsel muhasebe kişi davranışları göz önünde tutulduğunda, üç temel ilke ortaya çıkmaktadır (Thaler, 1985, s:184):

- İlk ilke, kararların nasıl alındığını, kararların nasıl değerlendirildiği ve sonuçların anlamayı içermektedir.
- İkinci ilke, kişilerin gerçekleştirdikleri faaliyetlerinin belirli hesaplara gönderilmesini ifade etmektedir. Yani, gelir ve giderlerin ayrılması ile birlikte bu gelir ve giderlerin içinde barındırdıkları kategorileri içermektedir.
- Zihinsel muhasebenin son ilkesi ise, zihinsel hesapların hesaplanmasındaki zaman aralıklarıdır. Bu hesaplar yıllık, aylık, haftalık, günlük olabilmektedirler.

2.8.1.2. Muhafazakârlık

Barberis, Shleifer ve Vishny (1998)' e göre, yatırımcıların var olan inançları sebebiyle yeni gelişmelere karşı inançlarını o yöne geçirmeleri yavaş ve zaman alan bir süreç olmasına sebep olmaktadır. Bu durumda muhafazakârlığın bir göstergesi olarak belirmektedir. Muhafazakârlık; yatırımcıların kısa vade içinde düşük bir reaksiyona, uzun vadede ise temsililik ön yargısı ile birlikte geri dönüşe neden olmaktadır (Küçüksille ve Usul, 2012, s.28).

Eğer yatırımcılar muhafazakârlık ön yargısı ile yaklaşımda bulunurlarsa, fiyatlar bilgiye bağlı olarak yavaş bir şekilde düzelecektir. Ancak bilgi tam olarak fiyatlara dâhil edildiğinde, hisse senetlerinin getirileri hakkında daha fazla tahmin yapılamayacaktır (Küçüksille ve Usul, 2012, s.28).

Edward, yatırımcıların önceden edindiği bilgilerini yeniledikleri zaman duydukları yeni bilgileri fazla önemsemediklerini yapılan deneyler ile ifade etmiştir. Yatırımcıların bu tarz davranış içine girdikleri varsayıldığında, fiyatlar bilgiye dayalı olarak ağır bir şekilde hareket edecektir (Jegadeesh ve Titman, 2001, s.1).

Mesela şirketlerin dönem sonunda açıklanan kar ve zarar tablosunun mükemmel olduğunu varsayarsak, piyasa bu sonuca önem vermeyecektir. Buda demek oluyor ki, fiyatların tam bir bilgi yansıtma durumu ortadan kalkacak ve fiyatlara orta vade de yansiyacaktır (Chapurat ve Deaves, 2003, s.10).

2.8.1.3. Aşırı Güven

İnsanların edindiği bilgi birikimine gerçeğe kıyasla daha fazla güvenmesi ya da gerçekten fazla bilgi birikimine sahip olduğuna inanması durumudur. Yatırımcılar kazanç elde ettiklerinde bu durumu kendi başarısı olarak görürlerken, zarar söz konusu olduğunda ise sebep olarak bu durumun dış faktörlerden kaynaklı olduğuna inanırlar (Hayta, 2014, s.335).

Bekleyen fayda teorisine dayanarak, rasyonel yatırımcıların riskleri minimize, getirileri ise maksimize etmeye çalıştığı göze çarpmaktadır. Ancak, aşırı güven ön yargısına sahip bireysel yatırımcılar risk düzeyini yanlış ölçmektedirler. Bu tür ön yargıya sahip yatırımcılar, gelecekte edinecekleri getirilerin yüksek aldıkları risklerin ise çok düşük olduğunu düşünmektedir. Diğer yandan, Nofsinger (2001), aşırı güvene sahip yatırımcıların iki sebepten dolayı daha fazla risk aldığını bu sebeplerin ise aşağıda belirtilen sebepler olduğunu ifade etmektedir;

- Aşırı güvene sahip yatırımcılar küçük ölçekli ve yeni firmaların yüksek riskteki hisse senetlerine yönelirler.
- Aşırı güvene sahip yatırımcılar yeteri kadar iyi bir şekilde yatırım aracını çeşitlendirememekte ve dolayısı ile risk seviyesini aşağı çekememektedirler.

Finansal anlamda yatırım yapacak bireyler yatırım yapma sürecinde başarılı olduklarında başarılarını her zaman hatırlarken, başarısız olduklarını da unutmaktadır. Bu durumda aşırı güven taşıyan yatırımcıların yaptığı en büyük hatalarıdır. Bu sebepten dolayı hisse senedi piyasalarında alım ve satım yaparken yüksek hacimli zararlara uğrayabilmektedirler (Hayta, 2014, s.337).

Bireylerin aşırı güven eğilimi yatırım kararlarında ağır bastığında, finansal anlamda büyük zararlara yol açmaktadır. Aşırı güven eğilimi ortaya çıktığında, yatırımcı kendini kandırmaya başlar ve zararlar sonuçlanmaktadır. Bireylerin aşırı güven eğiliminde olmaları birkaç sebepten dolayı ortaya çıkabilmektedir (Murat, 2014, s.41).

- Bireylerin kendilerini üstün görmeleri
- Tesadüfi olaylar üzerinde kontrollü olduğuna dair inançları
- Geçmişteki kararlarına ait değerlendirme sürecinde subjektif davranmaları
- Bireylerin sınırlı sayıda seçeneği değerlendirme yeteneği olması olarak ifade edilebilir

Bireyler herhangi bir konu hakkında daha fazla bilgiye sahip olduklarında, söz konusu konu hakkında aşırı güven eğilimi de azalmaktadır. Diğer bir şekilde ifade edilirse, bireyler uzman olmadıkları konu ve kavramlar hakkında karar vermeye çalıştıklarında, değerlendirme ve karar verme aşamasında aşırı güven eğilimine girmektedirler. Ancak bireylerin uzman olduğu konular üzerinde de aşırı güven derecesinin azaldığını söylemekte zordur. İşin özü, bireyler karar aşamasında veya bir yargıyı ortaya koyacakları zaman, konu ile alakalı bilgilerinin düzeyini değil, konu ile alakalı eksiklerini göz önünde tutmalıdırlar. Aksi takdirde aşırı güven eğilimine girmeleri söz konusu olacaktır (Murat, 2014, s.42).

Aşırı güven eğilimindeki yatırımcıları tanımlayan en iyi durum yoğun bir şekilde işlem yapmalarıdır. Yapılan bir çalışmada aracı bir kurum müşteri hesapları incelendiğinde aşırı işlem yapan yatırımcıların işlem maliyetleri ile birlikte incelenmesiyle bu yatırımcıların söz konusu endeks getirilerinin altında olduklarını ve bu yatırımcıların işlem yapmaması halinde getirilerinin daha yüksek olacağı bulgusuna ulaşılmıştır. Bir diğer çalışma, erkeklerin kadınlara nazaran daha fazla aşırı güven eğiliminde olduklarını ve aşırı güven problemi ile daha fazla yüz yüze geldikleri bulgusudur ve bu durumun erkeklerin daha fazla işlem yaptıklarını ve bu sebepten dolayı getirilerinin daha az olduklarını gözler önüne sermektedir (Demir, Akçakanat ve Songur, 2011, s.121).

2.8.1.4. Bilişsel Çelişki

Geçmişte verilen kararlarla ilgilidir. Yani, verilmiş bir kararın haklı çıkarmaya çalışan bilişsel bir çelişki olarak tanımlanır. Yatırımcı önceden aldığı hisse senedinin değerini düştüğünü gördüğünde “ zarar etmekteyim” düşüncesi oluşmakta ve bu söz konusu düşünce “ bu hisse senedi kar elde edilmek için alınmıştı” düşüncesi ile çelişmeye başlamaktadır. Yatırımcı bu düşünceler ile sınırlı kalmaz ve çelişkilerden kurtulmak için hisse senedinin değer kazanacağını ya da söz konusu zararın geçici bir durum olduğunu düşünmeye başlar. Bu türden devam eden düşünceler yatırımcının finansal

varlıklara yatırımı açısından daha fazla ön yargılı bir şekilde davranmasına sebep olacaktır (Hayta, 2014, s.343).

Festinger (1957), bilişsel çelişkinin üç yol ile ortadan kaldırılabileceğini ya da en azından minimize edilebileceğini ifade etmiştir:

- Değişen Bilişler: Eğer iki bilişte birbirlerini yalanlarsa, bilişlerden bir tanesi değişecektir ve bu yolla bilişler arasında bir uyum söz konusu olacaktır.
- Yeni Biliş Eklemek: Eğer iki biliş de kayda değer büyüklükte bir ikilem ortaya çıkarıyorsa, söz konusu ikilem yeni bir biliş ekleyerek azaltılmalıdır böylelikle bilişsel uyum sağlanmış olabilir.
- Önem Uyandırma: İkilemi azaltmak için uyum içinde olan düşüncelerin önemi yükseltilebilir.

2.8.1.5. Geçmiş/Geri Görüş Ön Yargısı

Halk dilinde “Ben zaten demiştim / Başından beri biliyordum” olarak da bilinen geçmiş görüş ön yargısı, sanki olayları önceden tahmin etmişçesine birey tarafından önceden ön görüldüğünü sanma ön yargısını ifade etmektedir. Kişinin herhangi bir olaya ve duruma karşı algıları, kendisi fark etmeden, cevabı ya da sonucu öğrenmiş olmasıyla tümüyle yeniden yapılabilir. Söz konusu ön yargısının etkileri; alternatif seçimi, güven, politik olaylar, ekonomik kararlar ve otobiyografik hafıza gibi birçok bölüm üzerinde araştırılmış ve kabul edilmiştir (Murat, 2013, s:43-44).

2.8.1.6. Belirsizlikten Kaçınma

Menkul kıymet borsalarında işlem yapan bireysel yatırımcılar daha çok bildiği ve aşına olduğu şirketlere ait hisse senetlerine yatırım yapmaktadırlar. Yatırımcılar bu sayede bu şirketler hakkında bilgi sahibi olduklarından daha az risk taşıyan ve daha fazla kar getirebilecek hisse senetlerine yatırım yaptıklarını düşünseler de, durum bunun tam tersi de

olabilmektedir. İşin özü yatırımcılar, aşına oldukları firmaları bildiklerini sanmakta ve çoğu zaman daha fazla risk almakta ve hatta bu sebeplerden dolayı kayıplara uğramaktadırlar (Shiller,1998, ss.1-28).

Yapılan akademik araştırmalar, bireysel yatırımcılar bildikleri şirketlere ya da taraftarı oldukları spor kulüplerinin hisse senetlerine yönelmekte ve büyük riskler almaktadırlar ve bu riskleri yatırım yaptıkları menkul kıymetleri çeşitlendiremedikleri için yüksek orana taşımaktadırlar (Shiller, 1998, ss.1-28).

2.8.1.7. Temsililik (Temsil Edilebilirlik)

Yatırımcının yatırım sürecinde karar alırken, popülasyonun istatistiksel olarak dağılımını umursamayarak en fazla ve en göze batan verileri önemsemesi eğilimidir (Barberis ve diğ., 1998).

Diğer yandan, sahip olunan yargı ve bilgilerin olasılık içeren durumları etkilemesi durumu olarak da ifade edilebilir. Örneğin: bir kişinin sıcakkanlı ve konuşkan olduğunu bilgisine sahip olduğunda, bu kişinin mesleğine ait bir soru sorulduğunda, cevap söz konusu kişinin kişilik özellikleri ile ilişkilendirilecektir. Eğer söz konusu kişinin satış temsilcisi olduğu yargı, kütüphane görevlisi olma yargısından daha fazla ağır basıyorsa, bu yargıya varılma sebebi söz konusu kişinin kişilik özelliklerinin kalıplaşmış satış temsilcisi davranışları ile uyuşmasıdır (Yalçın, 2012, ss:16-17).

Diğer taraftan, kişiler önceden kar ettikleri hisse senetlerine, önceden kazanç sağladıkları için ve şirketin kazançlı bir hale geldiği kısa yolu oluştuğu için bu hisse senetlerini tercih edebilir ve kar edebileceği hisse senetlerinden vazgeçebilirler. Oysa önceden yükselmiş bir hisse senedinin tekrar yükseleceği gibi bir garanti yoktur (Murat, 2013, s. 77).

.

Chang ve diğ. (2007)' deki çalışmasında Amerikan ulusal futbol ligi olarak bilinen ve dönemin en önemli karşılaşması olarak kabul edilen ve bu dönemde de reklam veren şirketlerin bu dönem içinde borsada daha yüksek

fiyatlandırıldığı bulgusuna varmışlardır. Bu bulguda gösteriyor ki temsililik ön yargısı toplu bir şekilde yatırımcıları etkisi altına almıştır (Murat, 2013, s. 77).

İşin özü temsil edilebilirlik yatırımcıların başka ilişkili bir bilgiyi reddetmesi anlamına da gelmektedir. Temsil edilebilirlik bireyleri ön yargılı olmasına ve yanlış kararlar almasına sebep olabilmektedir dolayısı ile finansal piyasalarda işlem yapan yatırımcıların getiri fırsatlarına gölge düşürmekte ve yatırımcıların rasyonel düşünmesini engellemektedir.

2.8.1.8. Doğrulama

Yatırımcıların en fazla düştüğü bilişsel tuzaklardan biri olan doğrulama ön yargısı; yatırımcının kendisinin benimsemiş olduğu görüşün dışındaki tüm görüş ve belirtilen bilgilerden kendini soyutlamasıdır. Bilgiyi ya da görüşü nereden tedarik edileceğinin yanı sıra elde edilen bilginin yorumlanmasında da yatırımcıyı çıkmaza sokan doğrulama ön yargısı doğrulayıcı kanıt arayan ve doğrulayıcı olmayan kanıtlara önem vermeyen bir ön yargıdır (Hayta, 2014, s.335).

Yatırımcılar açısından fiyatları düşüş yaşayan hisse senetlerinin elden çıkarılması en son çare olarak kabul edilmektedir. Eğer düşüşe geçen bir hisse senedi elden çıkartılır ise güven duygusu yerle bir olacaktır ve verilen yatırım kararının yanlış olduğu kanısı benimsenmiş olacaktır. Dolayısı ile doğrulayıcı ön yargının ayrıca yatırımcı açısından saygınlık anlamına geldiğinin de bir göstergesidir (Hayta, 2014, s.335).

Bilişsel ön yargıların öğrenme ve tecrübe tarafından törpülendiği kabul edilmektedir ancak kişilerin bilişsel yapıları sınırlı olduğu için bu durumun her zaman kabul edilmesi mümkün değildir. İrrasyonel davranış uzun vadeli ele alındığında, öğrenme yolu ile ortadan kaldırılabilir. Tversky ve Kahneman' a göre sadece belirli şartlarda etkin öğrenme söz konusu olabilmektedir ve bu şartların sağlanması için doğru ve çabuk geri

bildirimin olması şartı aranmaktadır. Fakat bu gereklilik bazen karşılanamamaktadır. Tversky ve Kahneman bunun sebeplerini birkaç sebep altında toplamıştır (Döm, 2003, s. 88).

- Değişken olan çevre geri bildirimi güvenilirliğini olumsuz olarak etkilemektedir.
- Sonuçlar genellikle ertelenmektedir ve belirli bir hareketi göstermemektedir.
- Başka bir karar alınmadıkça, sonucun ne olacağına ilişkin bir bilgi olmaz.
- Önemli kararlara ait emsallerin olmaması, öğrenmeyi de zorlaştırmaktadır.

2.8.1.9. Kumarıcı Yanılgısı

Bilişsel bir ön yargı olan temsiliyet ön yargısının ağır basması ile birlikte ortaya çıkan ve bunun sonucunda istatistiksel oranların reddedilmesine yol açan bir ön yargıdır (Sezer ve Demir, 2015, s.71).

İnsanlar dizi halinde sunulmuş olayların yorumlamasında, söz konusu olayların genel anlamda sonuçlarının bir takım yerel dizilerde de kendini göstermesi gerektiği düşüncesine bürünmektedirler. Örneğin: yazı ve tura oyununu ele alırsak, bu oyun bir dizi halinde oynandığında, Yazı-Tura-Yazı-Tura-Tura-Yazı olarak gelen bir dizinin Yazı-Yazı-Yazı-Yazı-Tura-Yazı olarak sonuçlanan bir diziye göre daha gerçekçi olarak görülmektedir. Bu olayda kumarıcı yanılgısını en iyi şekilde ifade edebilmektedir. Yazı ve tura örneği diğer taraftan ele alınırsa, altı kez yazı gelmesi durumunda, altı kez yazı gelen dizinin ardından tura gelme olasılığı altı kez tura gelme durumundan sonra gelme olasılığından daha yüksek ihtimal olarak görülmektedir. Bu durumun en temel sebebi ise bireyler tarafından yerel dizilerin yanlış yorumlanmasının yanı sıra söz konusu olasılığın kendini düzeltme eğilimi içinde olması inancıdır (Yalçın, 2012, s.18).

2.8.1.10. Mevcudiyet Ön Yargısı

Yatırımcıların finansal varlıklara yatırım kararı sürecinde, finansal varlığın hangi yönde hareket edeceğine ilişkin olasılık hakkında karar verirken, geçmiş dönemde elde ettiği tecrübelerle dayanarak hareket etmesi mevcudiyet ön yargısıdır. Yani, yatırımcı kendini bir problem içinde bulduğunda, bu sorunla alakalı hafızasında kalan detayları hafızasında derecelendirir ve bunları bu derecelere dayanarak geri çağırır. Eğer yatırımcının hafızasında söz konusu olay ile ilgili duruma ilişkin bilgi yer alıyorsa, yatırımcı, bu olayın gerçekleşme olasılığına daha fazla inanır ancak olaya ilişkin hafızada bilgi yoksa bu olasılığı göz ardı edebilir (Sezer ve Demir, 2015, s.71).

2.8.1.11. Kayıptan Kaçınma

Kahneman ve Tversky tarafından ilk olarak 1979 yılında ortaya atılmış ve yine Kahneman ve Tversky tarafından ortaya atılan “ Beklenti Teorisi” ‘ ne dayanan bir kavramdır. Kayıptan kaçınma eğiliminde olan bireyler risk almaktan kaçınan ve mevcut olan durumu korumaya yönelik kişilerin benimsediği bir eğilimdir. Sadece riskten kaçınan ve mevcut durumu korumaya çalışan bireylerin benimsediği bir eğilim olmamakla birlikte, az ya da çok insanoğlunun doğasında olan bir eğilimdir. Kayıptan kaçınma eğilimi kendi içinde de üçe ayrılmaktadır (Murat, 2014, s.41).

- Riskten kaçınma eğilimi
- Riskin olmadığı durumlarda kayıptan kaçınma eğilimi
- Var olan durumu koruma eğilimidir.

Bireyler riskten kaçınma eğiliminin söz konusu olduğu durumda kazançları dahi göz ardı edebilecek düzeye gelmekte ve daha az riskli seçeneği seçmeye yönelmektedirler. Diğer taraftan, riskin olmadığı durumlarda elde tutulan söz konusu varlığı kaybetme korkusu daha şiddetli

olmaktadır. Kayıptan kaçınmanın en önemlisi ise var olanı koruma isteğidir (Murat, 2014, s.41).

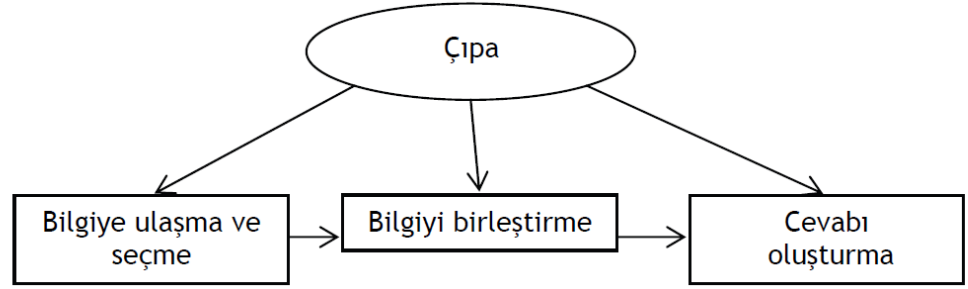
Kayıptan kaçınma etkisi ele alındığında Daniel Kahneman ve Amos Tversky tarafından ifade edilmiş ve bireylerin kayıplara karşı duyarlılığının çok güçlü olduğu ifade edilmiştir. Yani, yatırımcılar kayıplarına, kazançlara karşı olduğundan daha fazla duygu yüklü olmaktadır ve daha duyarlıdır. Duyarlılığın yanı sıra bireylerin verdiği tepkilerinde kaybettikleri zaman daha yüksek olduğu ifade edilmiştir. Farklı bir şekilde ifade etmek gerekirse, bir yatırımcının 10.000\$'lık kayba karşı üzüntüsü, 10.000\$'lık bir kazanç karşı sevincinden çok daha yüksek olacaktır. Bu yüzden yatırımcılar, kazanç elde etmektense, kayıptan kaçınmayı tercih edebilmektedir (Küçük, 2014, s.112).

2.8.1.12. Çıpalama ve Düzeltme (Çapalama)

İnsanlar tahmin etme aşamasında kendileri tarafından belirledikleri ve referans olarak aldıkları bir başlangıç noktası belirlerler ve tahminlerini bu söz konusu referansa göre yaptıkları ifade edilmektedir. Söz konusu referans noktası, geçmiş gözlem ve deneyimlere göre belirlenir. Herhangi bir tahmin istendiğinde, sürekli akla gelebilecek olan rakamlar dayanak noktası olmakta ve bu nokta çerçevesinde yukarı ya da aşağı yönlü bir tahmin ortaya çıkmaktadır (Hayta, 2014, s.334).

Bilişsel bir kural olarak kabul edilen referans noktası ve çıpalama süreci beklenti teorisinin temel unsuru olarak ifade edilmektedir. İnsanlar belirsizliğin olduğu durumlarda bir referans noktası ararlar ve referans noktası bir pozisyonu ve değişimi değerlendirmek için göz önünde tutulması gereken en temel yerdir. Hisse senedi piyasalarında, kâğıtların fiyatları “ referans noktası” ve söz konusu fiyatların sabitlenmesi ise “ çıpalama ” olarak belirtilmektedir. Hisse senedinin alış fiyatı ve tavan fiyatı referans noktası olarak kabul edilmektedir (Hayta, 2014, s.334).

Farklı başlangıç noktaları da söz konusu olabilir ve başlangıç değeri yönünde farklı tahminlerde yol açabilir. Bu durum çıpalama ve düzeltme zihinsel kısa yolu olarak da ifade edilebilir ve bazı psikolojik aşamalar çıpalamaya sebep olmaktadır (Bayar, 2011, s.140).



Şekil 2.3 Çıpalamayı Oluşturabilecek Üç Aşama

Kaynak: (Bayar, 2011, s.140)

Şekil 2.3’ de ifade edildiği gibi çıpalama oluşurken ilk aşama bilgiye ulaşma ve seçme, ikinci aşama bilgiyi birleştirme ve son olarak da cevabı oluşturmaktır.

Çıpalama için en güzel örnek kurban bayramında yapılan pazarlıktır. Söz konusu pazarlıkta arz ve talep dengede değildir ve alıcı ve satıcı fiyat için belirli bir nokta üzerinden başlamaktadırlar. Sonucu, anlaşma ile biten bu pazarlıkta satıcı fiyatı en tepe noktalarda, alıcı ise en düşük noktalarda tutmaya çalışır. Ancak fiyat yine başlangıç fiyatına yakın bir noktada kalır ve bunun en temel sebebi iki tarafında pazarlık yaparken fiyatın başlangıç değere bağlı olmaksızın değerlendiremeyecek olmalarıdır. Böylece başlangıç değere en yakın olan taraf, pazarlıktan karlı çıkmış olacaktır (Yalçınar, 2012, s.20).

Bireysel yatırımcılar çıpalama etkisine maruz kalabilmektedirler. Bireysel yatırımcılar, belirli finansal danışmanların deklare ettiği fiyat seviyesine sabitlenirler ve gelişen şartlar ne olursa olsun bireysel yatırımcı bildirilen fiyata odaklanır ve o fiyatın beklentisi içine girer. Diğer taraftan,

piyasa da bildirilecek olan hedef ve beklenti rakamları çıpalama tarafından da etkilenmektedir. Piyasada oluşan önemli hareketler bu rakamlarda gerçekleşen sapmalardan dolayı olmaktadır. Bu durumda piyasayı aşırı oynak hale sokabilmektedir (Shefrin, 2005, s.9).

2.8.1.13. Kontrol Yanılsaması

Kişilerin şans faktörü olan durumların sonuçlarını etkileyebileceklerine inanmaları ve bu yönde davranmaları ‘kontrol yanılsaması’ kavramını ifade etmektedir. Söz konusu sonuçları etkileyebilme davranışı da aslında aşırı güven yargısını ortaya çıkarmaktadır. Diğer yandan bilgi ve beceriye dayalı olan sonuçların tahmin edilmesi olağan olabilirken, şansa dayalı sonuçları kontrol etmeleri imkânsızdır. Kişiler şans ve beceri kavramlarını birbirleri ile karıştırabilmekte ve ayırt edebilmekte zorlanmaktadır (Döm,2003, s.65).

Kontrol yanılsaması, kişinin herhangi bir konu üzerinde kontrolü olduğuna inanması ile başlar.

Langer 1975’e göre, kişilerin olumlu olmayan sonuçları engelleme veya kontrol etme yeteneklerini olduğundan daha fazla görülebileceğini, bu durumda onların kendilerini ortalama kişiden daha az incinebilir görmesi anlamına geldiğini ifade etmektedir (Aypaytsa, 2008, s.27).

Sayırsız çalışmada, algılanan kontrol ve gerçekçi olmayan iyimserlik arasında bir ilişki olduğu kanısına varılmıştır. Bir sonuçta algılanan kontrol ne kadar yüksekse, o olayla ilgili gerçekçi olmayan iyimserlik eğilimi o düzeyde artmaktadır. Diğer yandan, Weinstein’in (1980) çalışması, insanların kontrol edilebilir olaylara yönelik gerçekçi olmayan iyimserlik eğiliminin kontrol edilemez olaylara yönelik gerçekçi olmayan iyimserlik eğiliminden daha yüksek olduğunu ortaya çıkarmıştır (Aypaytsa, 2008, s.28).

Kontrol yanılsamasının ihtimalini arttıran nitelikler şunlardır: sonuç dizimi, aşına olma, bilgi ve aktif katılım (Döm, 2003, s.65).

Seçme: Aktif bir şekilde seçim yapmanın hatalı bir şekilde kontrol altında tutulacağı düşüncesidir. Mesela: çoğu insan kendine rastgele sayı

verileceğine kendi sayısını kendi seçmeyi tercih eder çünkü kendi seçtiği sayıları sanki kontrol altına almışta kazanacakmış düşüncesine girerler.

Sonuç Dizimi: Gerçekleşen eksi yönde sonuçlara kıyasla artı yönde sonuçlar daha büyük kontrol yanılsamasına sebeptirler. Örneğin: yükselen pay piyasasında elde edilen erken başarılar kontrol yanılsamasını artırmaktadır.

Aşına Olma: Yatırımcılar bilgi sahibi olduğu ve daha önceden işlem yaptığı şirketlere ait bilgilere aşınadır. Diğer yandan, diğer yatırımcılar ile etkileşime geçen yatırımcılar şirket hakkında bilgi sağlamaktalar ve yine o şirket ile ilgili bilgiye de aşına olmaktadır. Yatırımcıların şirket hakkında aşına olmaları kontrol yanılsamasının ihtimalini arttırmaktadır.

Bilgi: Bilgi sayısı arttıkça kontrol yanılsaması ihtimalide o düzeyde artacaktır çünkü çok sayıda bilgi olması demek asılsız bilgilerin artacağı ve kontrol yanılsaması anlamına gelmektedir.

Aktif Katılım: Her hangi bir konu ya da olaya ne kadar fazla katılım sağlanırsa bir o kadarda kontrol yanılsaması da olma olasılığı yükselecektir. Yatırımcılar ne kadar fazla yatırım yaparsa, para kazanma olasılıklarının daha yüksek olacağına inanmaktadırlar.

2.8.1.14. Aşına Olma Önyargısı

Davranışsal finans alanı altında yapılan akademik çalışmalar, yatırımcıların bildiği veya aşına oldukları şirket kâğıtlarına, aşına olmadıkları şirket kâğıtlarından daha çok yönelmektedirler. Yatırımcılar aynı kazanma olasılığı olan iki seçenek arasında aşına olduğu seçeneği seçmektedirler. Bazense bireyler kazanma ihtimali düşük hisse senetlerine sırf aşına oldukları için yatırım yapmaktadırlar (Nofsinger, 2001, s.117).

2.8.2. Duygusal Eğilimler

Sadece bilişsel eğilimler değil duygusal eğilimlerinde yatırımcıların davranışları için son derece önemlidir ve son derece zor bir şekilde ölçümlenebilmektedir (Hayta, 2014, s.342)

2.8.2.1. Pişmanlıktan Kaçınma

Pişmanlık insanın doğasında olan ve insanoğlunun tarihi boyunca da varlığını sürdürmüş bir duygudur. Pişmanlığı, farklı davranmış olsaydı, şu anki mevcut durumunun daha iyi olabileceğini fark ettiğinde, kişide oluşan negatif bir duygu olarak tanımlamak mümkündür (Zeelenberg ve Pieters, 2004, s. 156).

İki tür pişmanlıktan bahsedilebilir. İlk olarak: bir şeyleri yapmaktan kaynaklanan pişmanlıklar ve bir şeyleri yapmamaktan kaynaklanan pişmanlıklar. Ancak yapılan araştırmalar gösteriyor ki, insanların bir şeyler yaptıktan sonra duyduğu pişmanlığın, yapmamaktan kaynaklanan pişmanlıktan daha büyük olduğunu ortaya koymaktadır (Zeelenberg ve diğerleri, 2002, s.314).

Yatırımcılar yatırım yaptıkları hisse senetlerinde kar yapmaya başladıklarını gördüklerinden hemen satma eğilimine girdikleri gibi zarar etmeye başladıklarında ise söz konusu yatırımı ellerinde tutar ve zarardan kurtulana kadar beklemeyi tercih ederler. Bunun en temel sebebi ise hisse senedi fiyatının alış yaptıkları fiyata geri döneceğini düşünmeleridir (Korkmaz ve Ceylan, 2007, s.623)

Frazzini (2006) yaptığı çalışmada, 1980 ve 2003 yıllarında yapılan yatırım fonları üzerinde alım ve satım yapan yatırımcıların ortalama getirinin altında getiri elde eden bireysel yatırımcıların herhangi bir habere karşı düşük reaksiyon gösterdiklerini ve az sayıda satım yaptıklarını gözlemlemiştir (Gümüş ve diğ. ,2013, s.81).

Genesove ve Mayer (2001) yılına ait çalışmada, ev sahiplerini ele almışlar ve ev sahiplerinin alım yaptıkları fiyatın altında evlerini satmakta pekte gönüllü olmadıklarını gözlemlemişlerdir(Gümüş ve diğ. ,2013, s.81).

2.8.2.2. Yerli Varlıklara Yatırım Önyargısı

İnsanlar özünde tanıdığı ve bildiği şeylere karşı daha fazla güvenmektedirler ve bildiği şeylerden yana tercih sahibi olurlar. Yatırımcılarda menkul kıymet piyasalarından, para piyasalarına kadar bu eğilim içinde olurlar. Yani, yatırımcılar yerel yatırımlara yönelmeyi daha güvenli bir liman olarak görürler (Murat, 2013, s.78).

Chan ve diğ. (2005), 26 farklı ülkeye ait yatırım fonlarının dağılımını ele almış ve bireysel yatırımcıların yerel piyasalarda daha fazla yatırıma dâhil oldukları bulgusuna ulaşmışlardır (Murat, 2013, s.78)

2.8.2.3. Aşırı İyimserlik Eğilimi

Aşırı iyimserlik eğilimi aşırı güven önyargısının da bir sonucu olan bir eğilim olarak kabul edilebilir. Kişiler kendi akranları veya aynı konuma sahip diğer kişilerle kendilerini karşılaştırırlar ve risk düzeylerinin daha düşük olduğunu düşünme eğilimine girerler. İşin özü, kişiler bardağın dolu tarafını göz önünde tutarak hareket ederler (Weinstein, 1980, s.806).

Weinstein (1980)' e ait bir çalışmada 18'i olumlu 24'ü olumsuz toplam 42 varsayım içeren durum karşısında 258 üniversite öğrencisinin tepkileri ölçülmüştür. Söz konusu durum karşısında üniversite öğrencileri olumlu olayların olma olasılığının, ortalamadan daha yüksek olduğuna, olumsuz olayların ise ortalamanın altında olduğunun düşüncesine kapılmışlardır.

İnsanların bakış açıları her zaman başkalarının zarar görebileceğini ancak kendilerinin zarar görmeyeceğine yöneliktir, bu durumda, kendilerinin zarar görmeyeceği düşüncesinin eğilimini ortaya çıkarmaktadır. Bu durumda,

insanların hayata iyimser bir şekilde bakmasını ve gerçekliği olmayan bir iyimserlik veya iyimserlik ön yargısını gözler önüne sermektedir ve aşırı iyimserlik ön yargısı kararlarda hataların olmasına sebep olmaktadır (Bayar, 2011, s: 143,144).

Bir diğerk araştırma ise Gallup tarafından 2001 yılında Amerika’da yapılan araştırmadır. Gallup anket yolu ile bireysel yatırımcıların tutumunu ölçmüş ve bireysel yatırımcılar 12 ay içinde borsa getirisinin ortalama %10,3, kendi portföylerinin getirilerinin %11,7 olacağı tahminini öne sürmüştür. Yapılan tahminler gösteriyor ki gerçekleşen getirilerin %3 üzerindedir (Küçük, 2014, s.111).

2.8.2.4. Statüko Eğilimi

Yatırımcılar yatırım alternatifleri içinde yatırım kararı alırlar ve yatırımcıların bir kısmı bu alternatifler karşısında bir reaksiyon göstermezler ve mevcut elinde bulundurdıkları yatırımları veya önceden aldıkları kararları koruma eğilimine girerler. Bu söz konusu davranışta statüko eğilimi olarak ifade edilmektedir (Hayta, 2014, s: 345) .

Kayıptan kaçınma ve sahiplik etkisi, statüko eğilimi ile ilişkilendirilebilmektedir. Bireyin var olan seçimi ve kararına karşı sadık kalıp vaz geçmemesi ile vazgeçtiği taktirde bunun kayıp olacağını düşünmesi durumu kayıptan kaçınma ve sahiplik eğiliminin statüko ile ikili olduğunu gözler önüne sermektedir. Ek olarak, çıpalama kısa yolu da statükonun iyi bir şekilde açıklanmasına önemli ölçüde yardımcı olacaktır; sonucun başlangıç değerden bağımsız bir şekilde değerlendirilemeyeceği ve başlangıç değer üzerinden gerçekleştirilen uyarlamalar yolu ile yargıya varılacağı tahmin edilmektedir. Başlangıç değer üzerinden gerçekleştirilecek yeterli olmayan uyarlamalar, tercihlerin statükodan yana kullanılmasının sonuçlarını beraberinde getirmektedir (Yalçın, 2012, s.29).

Statüko eğilimine sahip yatırımcılar en uygun tercihe sahip olmasalar bile, önceden seçtikleri yatırım tercihlerini kararlılıkla elde tutmaktadırlar.

Agnew ve diğeri (2003) çalışmalarında, 7.000 adet emeklilik fonunu incelemişler, söz konusu yatırımların çoğunun %0 veya %100 oranında hisse senedine yatırıldığı ve portföylerin az sıklıkta yenilendiği ve emeklilik fonlarına yatırım yapan yatırımcıların yatırımlarını koruma eğiliminde oldukları bulgusuna varılmıştır (Gümüş ve Diğeri, 2013, s.79).

2.8.2.5. Sürü Psikolojisi (Davranışı)

Sürü davranışı olarak da bilinen sürü psikolojisi; bir grup insanın, diğerlerinin davranışını benimseyip taklit etmesi ile ortaya çıkmaktadır. Diğer yandan, Sürü davranışı, bilgi kaskatı' nın direk etkisi ya da ortak bilgi, tercih yapısı, ortak yatırım stratejileri ve benzer ödüllendirme programlarını içeren dolaylı sosyal etkiler sonucu ortaya çıkabilir (Bayar, 2011, s: 151).

Sürü psikolojisine en güzel örnek, dünya çapında bilinen bir yatırımcı olan Warren Buffet'in herhangi bir varlık alımında ve bu alımın haber konusu olduğu durumlarda yatırım yaptığı emtia veya kağıdın yükselmesi durumudur (Gümüş ve diğ., 2013, s.80).

Chiang ve Zheng (2010) 'da 18 farklı ülkeyi araştırmak için ele almış ve bulgular, Amerika hariç tüm gelişimini tamamlamış borsaların oyuncularının sürü psikolojisi çerçevesinde yatırım yaptıkları sonucuna varılmıştır (Gümüş ve diğ., 2013, s.80).

Bu durum geçmişte sadece bireysel yatırımcıların değil çeşitli sektörlerde faaliyet gösteren kuruluşlarında içinde bulunduğu bir davranış türüdür.

Finansal kuruluşlar uzun süre sürü davranışına bağlı bir şekilde hareket etmişler yarat-dağıt modelini benimseyerek aynı alanlara yatırımlarını yoğunlaştırmışlardır. Firmalar yarat-dağıt modeli sebebiyle yapısal olarak zayıf bir hale girmişler ve düşük fiyatlı ürünleri satma yoluna gitmişlerdir. Küresel finansal kriz olarak adlandırılan kriz kapıya dayanmış ve bu sürü psikolojisi içinde hareket eden firmaların çoğu iflas etmiştir ve bu durumun

en büyük sebebi ise sürü psikoloji içinde sıkışan firmaların risk modellerine önem vermemesidir. Hatta ve hatta firmaların yanı sıra kredi değerlendirme kuruluşları bile bu risklerin modellenmesini yeterli düzeyde yapamamışlardır (Küçük, 2014, s:112).

2.8.2.5.1. Rasyonel Sürü Davranışı

Finansal piyasalar bilgiye dayalı, saygınlığı koruma kaygısı ve ücrete dayalı performans değerlemesi gibi başlıkları göz önünde tutarak rasyonel sürü davranışının varlığına inanmaktadırlar (Altay, 2008, s:30).

Bilgiye dayalı sürü davranışı: Yatırım kararı veren bireysel yatırımcılar birbirleri ile benzeyen bilgiye, davranışa ve beklentilere sahiptirler. Bu durumda aynı davranış kalıpları çerçevesinde hareket ederler ve benzer yatırım kararı verme zorunluluğu içine girerler. Diğer yandan, yatırımcılar farklı alternatifleri göz önünde tutup direk karar verme yetisine sahiptirler. Ancak bu durum zaman ve maliyet açısından bir avantaj olarak algılanmadığı için yatırımcılar diğerlerinin kararlarını kabul ederek zaman ve maliyet açısından avantajlı olduklarını düşünerek sürü davranışına yönelirler (Hayta, 2014, s: 341).

2.8.2.5.2. Saygınlığa Dayalı Sürü Davranışı

Scharfstein ve Stein (1990) menkul kıymet borsalarında işlem yapmayı meslek edinmiş fon yöneticileri kimi zaman kendi yeteneklerine güvenmemekte ve güven duyabileceği yatırımcı ya da fon yöneticilerin davranışlarını temel alarak sürü davranışı içine girdiklerini ifade etmişlerdir.

Keynes (1936), iş alanında saygın bir pozisyona sahip fon yöneticilerinin kendine ait bilgi birikimini hiçe sayarak farklı fon yöneticilerinin yatırım kararlarını temel aldığını ve bunun sebebi olarak da kendine ait saygınlığını korumayı amaçlamaktadırlar. İşin özü, saygınlıklarına zarar geleceğini düşünen yatırımcılar, rasyonel davranmak

yerine farklı kişilerin yatırım kararlarını takip ederek rasyonelliğin dışında hareket etmekte ve sürü davranışı çerçevesinde karar alırlar.

Ücrete Dayalı Sürü Davranışı: Kurumsal yatırımcıları ilgilendiren bir durumdur. Çünkü kurumsal yatırımcılar bireysel yatırımcılara göre daha fazla bilgi sahibidir ve sürü davranışına eğilimleri daha yüksektir. Fon yöneticilerinin performansları değerlendirdiğinden dolayı aralarında bir rekabet söz konusu olur ve bu durumda başkalarının sürü davranışına dâhil olurlar.

Hong, Kubik ve Solomon (2000) çalışmasında görülüyor ki; genç fon yöneticileri performanslarının düşük çıkmasının önüne geçmek ve işlerinden olmamak için deneyim olarak yüksek fon yöneticilerinin davranışlarını benimsemektedirler ve onların yatırım kararlarını taklit etmektedirler (Hong, Kubik ve Solomon, 2000, s: 140).

2.8.2.5.3. İrrasyonel Sürü Davranışı

Döm, S. (2003)' e göre İrrasyonel sürü davranışı piyasa fiyatlarının olması gereken yerden farklı bir düzeyde fiyatlanmasına yol açan bir davranış biçimidir. Çünkü farklı bireylerin davranışları temel alınarak hareket edilmesi psikolojik ön yargıları da beraberinde getirmekte ve yatırım için yapılması gereken analizlerin hiçe sayılıp yatırım kararı verilmesine sebep olmaktadır. Bu durumun olma sebebi ise tamamı ile sosyal fikir birliği, sosyal baskı ve bilgisel nedenlerdir.

2.9. Aşırı Reaksiyon ve Düşük Reaksiyon Hipotezi

Söz konusu çalışma davranışsal finansın en önemli üç modeli olan Hong ve Stein'in modeli olan haber avcılığı ve Momentum davranışı, Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam Modeli olan kendine atfetme ve aşırı güven davranışı, Barberis, Shleifer ve Vishny Modeli olan temsililik ve muhafazakârlık davranışını konu almaktadır. Söz konusu üç modeli etkin bir

şekilde açıklayabilmek için yatırımcıların rasyonellikten uzaklaştıran aşırı reaksiyon ve düşük reaksiyon hipotezinin çalışmaya dâhil edilmesine karar verilmiştir.

2.9.1. Aşırı Reaksiyon Hipotezi

Aşırı reaksiyon: Hisse senedi fiyatlarının ortalamaya dönme eğilimi olarak tanımlanmaktadır. Peş peşe oluşan bir çok olumlu haberden sonra ortalama getirinin, seri halinde meydana gelen olumsuz haberden sonra meydana gelen getiriden daha düşük bir getirinin ortaya çıkması durumu olarak da bilinmektedir (Barberis ve diğ., 1998; Barak, 2008 s.210).

Aşırı reaksiyon Hipotezine ait ilk olarak De Bondt ve Thaler (1985-1987) tarafından yayınlanan bulgular; yatırımcıların aşırı reaksiyon gösterdiklerini ve yeni bilgilere karşı irrasyonel davrandıklarını deklare etmişlerdir. Ek olarak, yatırımcıların aşırı tepki durumunu 3 ile 5 yıl arasında düzelttiklerini ve bu sürecinde uzun bir süre olduğunu vurgulamışlardır.

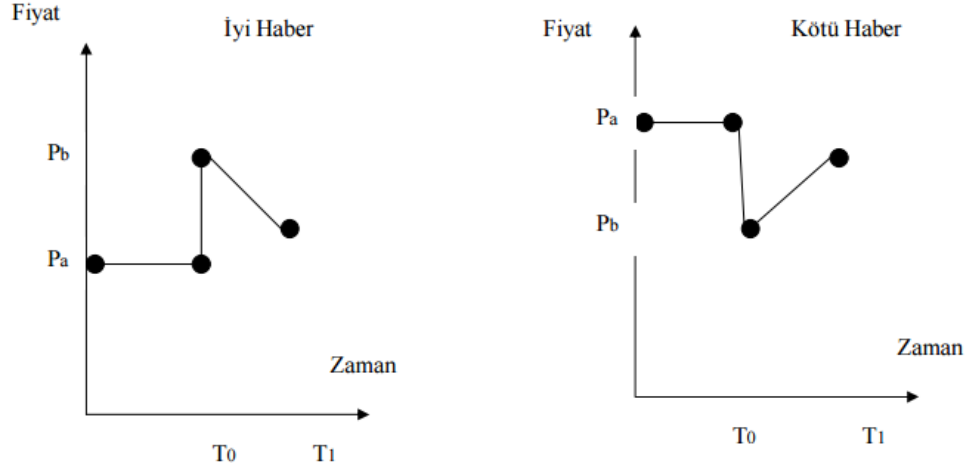
De Bondt ve Thaler (1985), 50 yıla yakın Amerikan borsasında verileri ele alarak, geriye dönük 5 yıl süreyle kazandıran hisse senetlerinin diğerlerine göre daha az kazandırdığını kaybettiren hisse senetlerinin ise daha az kaybettirdiğinin bulgusuna ulaşmışlardır (Barak, 2008, s.210).

Nam ve diğerleri (2001), negatif getirilerin pozitif getirilere göre daha hızlı pozitif dönüşüğünü bu sayede de fiyat dönüşümlerinin asimetrik olduğu bulgusuna ulaşmıştır (Barak, 2008, s.211).

Aşırı reaksiyon hipotezi Türkiye’de de çeşitli bulgular ile saptanmıştır. Ülkü (2001), BIST100 endeksinin aylık getirileri ele alınarak Ekim 1989- Eylül 2000 yıllarını test edilerek, endeks bazında Borsa İstanbul’da aşırı tepki anomalisinin söz konusu olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.

Aşırı reaksiyon hipotezi detaylı bir şekilde incelendiğinde, beklenmedik ve taze bilgilere olumlu olsun ya da olmasın aşırı tepki gösterilmektedir. Yatırımcıların bu davranışından sebep hisse senetlerinin

fiyatları gerçek olarak yansıyamamaktadır. Aşırı reaksiyon hipotezine dayanarak, fiyat oluşumu grafiği aşağıdaki şekil 2.4’ de gösterildiği gibidir (Öncü, Aktaş ve Diğ., 2006, s.6).



Şekil 2.4: Aşırı Reaksiyon Hipotezine Ait Fiyat Oluşum Grafiği

Kaynak: Öncü, Aktaş ve Diğ., 2006, s.6

Şekil 2.4’ de görüldüğü üzere hisse senedi fiyatları olumlu haberler karşısında hassas bir şekilde yükselişe geçmekte ve bir süre sonra da düşüş trendine geçmektedir. Aynı şekilde olumsuz haberler karşısında ise ani bir düşüşe geçerken, hemen ardından kendini toparlayarak yükselişe geçmektedir. Bu durumda hisse senedi fiyatlarının yanlış bir şekilde yansması durumu kaçınılmaz olmaktadır.

2.9.2. Düşük Reaksiyon Hipotezi

Muhafazakârlık ön yargısı tarafından ortaya çıkan düşük reaksiyon hipotezi 1-12 aylık döneme ait hisse senetleri fiyatlarının aylık olarak olumlu ya da olumsuz haberlere karşı gerektiği kadar tepki gösterilmediğini savunan hipotezdir. Düşük reaksiyon hipotezinde en son gelen haberler, hisse senedi fiyatlarına yavaş yansır ve pozitif bir oto korelasyon meydana gelir (Barak ve Demireli, 2007, s.8).

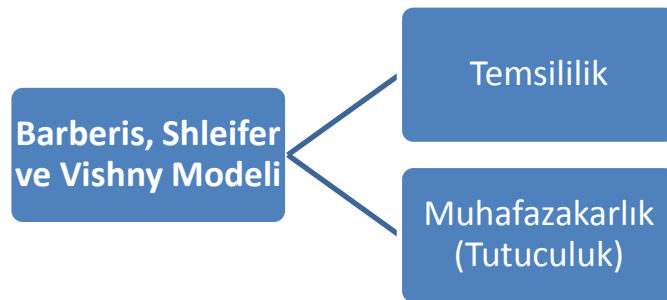
2.10. Davranışsal Finans Modelleri

Etkin piyasalar hipotezi ile örtüşmeyen ve yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyen davranışsal finans modelleri alt başlıklar altında ifade edilmektedir.

2.10.1. Barberis, Shleifer ve Vishny Modeli

Söz konusu model; yatırımcının iki farklı yargı hatası eğilimini vurgulayan bir modeldir. Bunlar Muhafazakârlık ve temsil edilebilirlik yargı hatası olarak ikiye ayrılmaktadır. Muhafazakârlık: yatırımcıların var olan yargı ve düşüncelerinin yeni durum ve yargılar karşısında değiştirmemesine ait eğilimdir. Temsilililik: yatırımcıların herhangi bir yargıya varırken en güncel ve sıradan olmayan durumlara aşırı bir şekilde ağırlık vermesi ve istatistiki özellikleri görmezden gelmesi durumudur (Ülkü, 2001, s. 106).

Barberis, Shleifer ve Vishny modeli şekil 2.5’ de gösterildiği gibi iki ön yargıdan oluşmaktadır.



Şekil 2.5: Barberis, Shleifer ve Vishny Modeli

2.10.1.1. Barberis, Shleifer ve Vishny Modelindeki Temsililik Davranışı

Yetersiz reaksiyon muhafazakârlık, aşırı reaksiyon ise temsil edilebilirliği oluşturmakta ve açıklamaktadır. Söz konusu modelin iddia ettiği durum, yatırımcılar yatırım ile ilgi karar alırken, şirket karlarını göz önünde bulundururlar ve buda rassal yürüyüş hipoteziyle örtüşmekteyken, yanılsamaya sebep olan muhafazakârlık ve temsil edilebilirlik yargısı sonucu olarak yatırımcılar aynı yönde peş peşe sürpriz yapan şirket karlarının ilk etapta ortalamaya yakınlaşacağını, daha sonrada söz konusu trendine döneceğine inanmaktadırlar. Bu söz konusu değişime inanılmasına Markow süreci modeli denilmektedir. Söz konusu bu modelde, yetersiz reaksiyonlar, yatırımcıların, karlarda herhangi bir yönde değişiklik olduğunda yeniden ortalamaya döneceğine inandıklarında vukuu bulmaktadır. Aşırı reaksiyon ele alındığında, peş peşe aynı yönde sürprizden sonra, bir trendin oluştuğuna inandıklarında meydana gelmektedir (Barberis ve diğ., 1998: Barak, 2008, s.212).

Tversky ve Kahneman (1974)'e göre, temsil edilebilirlik ön yargısına sahip olan birey, kendini kesin olmayan olaylara karşı kesinmiş gibi koşullar ve bu inandığı örnek ya da olaya ilişkin unsurlar kendi düşüncesiyle ve tecrübesiyle de uyuyorsa kendisinin profesyonel olduğunu varsayar. Bu durumda söz konusu ön yargı yeni bilgi karşısında aşırı bir tepkiye sebep olmakla birlikte düşük istatistiksel sonuçlara sahip olduğundan fazla önemsemesine sebep olur (Barberis ve diğ., 1998, ss.315-316).

Yatırımcılar geçmişte işlem yaptıkları ve kaybettikleri hisse senetlerine karşı kötümserlik, geçmişte kazanç sağladıkları hisse senetleri üzerinde ise iyimserlik psikolojisi içine girerler. İşin özü, yatırımcılar en çok kazandıran hisse senetlerine odaklanmakta ve bu hisse senetleri üzerinde işlem yapmaktadırlar ve bu durum da geçmişte gerçekleşen trendin devam edeceği düşüncesine yol açmakla beraber, ciddi kayıplara yol açmakta ve

hisse senetlerinin temel değerlerinden uzaklaşmasına da sebep olmaktadır (Hayta, 2014, s: 334).

Temsiliyet ile ilgili önemli bulgulardan biri, bireylerin yargı ve durumlara olan güveninin temsiline bir fonksiyonu olmasıdır ki bu durumda geçerlik ve doğruluk yanılsamasına büyük bir sebeptir. Örneğin: yatırımcılar odaklandıkları bazı hisse senetlerinin geçmiş fiyat hareketlerine bakmaktadırlar ve bu hisse senetlerinin yükselmeler bile kesinlikle yükselişe geçeceğine inanmaktadırlar. Böylelikle bu davranış içerisinde bulunan yatırımcılar, söz konusu hisse senetlerinin çok az bir kısmının yükselişe geçtiğini görmezden gelmektedirler (Barberis ve diğ., 1998, s.308)

Tversky ve Kahneman tarafından ortaya atılan temsil edilebilirlik ön yargısı, bireylerin tercih yaparken, bu tercihleri tamamen rassal olarak seçtiği kanısına işaret etmektedir. Aşırı reaksiyon anomalisi tekrar ele alınırsa temsil edilebilirlik yargısı bu anomaliyi iyi bir şekilde ispatlamaktadır. Örneğin: son birkaç yıllık verileri iyi olan bir şirket geçmişteki başarı ve gelişmelerinden dolayı yatırımcılar tarafından önemsenmekte ve şirkete ait hisse senetlerine sırf şirketin geçmişteki verileri ve performansı iyi olduğu için talep edilebilir. Ancak söz konusu şirket son zamanlarda iyi atılımlar yapmamış veya kendini geliştirememiş olsa bile temsiliyet yargısına sahip yatırımcılar tarafından yatırıma değer hisse senetlerine sahip bir şirket olarak benimsenebilmektedir. Sonuç olarak son zamanlardaki kötü performansından dolayı yatırımcıların iyi kazanç sağlamasına engel olabilir ve yatırımcıların tahminlerini olumsuz yönde etkileyerek başarısızlıkla sonuçlanmasına ve aşırı reaksiyona sebep olabilmektedir (Barberis ve diğ., 1998, s.316).

2.10.1.2. Barberis, Shleifer ve Vishny Modelindeki Muhafazakârlık(Tutuculuk) Davranışı

Önceki bölümlerde aktarıldığı gibi, Edwards (1968), muhafazakârlık kavramını, bireylerin değişimler karşısında zayıf reaksiyonlar göstermesi durumu olarak tanımlamaktadır (Küçük, 2014, s:110).

Diğer bir ifade ile muhafazakârlık (Tutuculuk), şirketlerin elde ettikleri kazançlara ait haber ve kısa vadeli düşüş ve çıkış trendlerine karşın hisse senedi fiyatlarının tepki vermemesini açıklayan bir davranış olarak belirtilmiştir. Dayanak ve düzeltme sebebiyle tutuculuk davranışı altında hareket eden yatırımcılar kazanç haberlerine karşı kayıtsız kalmazken, kazanç tahminlerinde yeterince düzeltme yapamazlar. Bu durumda kazanç duyurularından sonra ise, beklenenin dışında bir sonuç oluşur ve kazanca ait tahminlerde muhafazakârlık, beklenmeyen pozitif yönlü getirilerin pozitif getirileri, beklenmeyen negatif getirilerin ise negatif getirileri izlemesine sebep olmaktadır (Döm, 2003, s.120,121).

Yatırımcılar yatırım yapacakları ya da yapmayı düşündükleri şirketleri sorgulamaya yönelirler ve bir şirketi sorgularken zihinlerinde ön görüşler oluşmaktadır. Sezgisel yaklaşımdan dolayı şirkete ilişkin kazanç haberleri aldıkları zaman yatırımcılar, söz konusu haberlere karşı bayes istatistiğine yönelik bir tepki göstermezler. Bu durumun en temel sebebi bireylerin tutuculuk davranışına bürünmesidir (Döm, 2003, s.120,121).

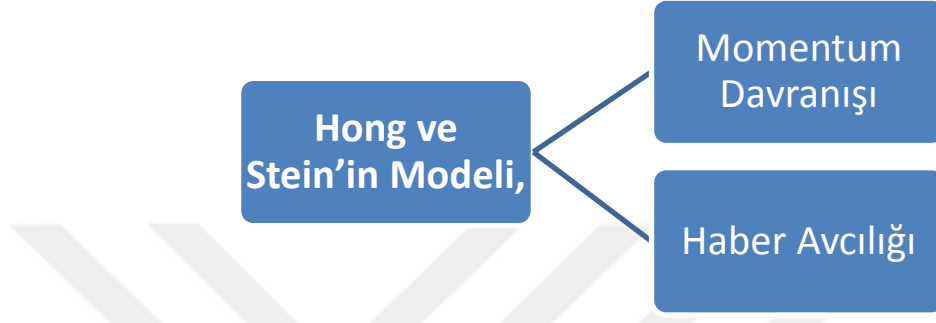
Önceki bölümde de aktarıldığı gibi düşük reaksiyon anomalisi yatırımcıların etkilendiği faktörlerden biridir. Muhafazakârlık yargısı bu söz konusu düşük reaksiyon anomalisine neden olmaktadır. Edwards yapmış olduğu deneyler sonucunda muhafazakârlık yargısının düşük reaksiyon anomalisine sebep olduğunu ispatlamış ve yatırımcıların kazanç duyurularına ilgi göstermediğini ve bu duyuruların geçici olduğuna inandıklarını ve eski düşüncelerine körü körüne bağlandıklarını ve bu sayede var olan düşüncelerini değiştirmediklerini tespit etmiştir. Bu durum da muhafazakârlığın düşük reaksiyona sebep olduğunu kanıtlar niteliktedir. Muhafazakarlık yargısına sahip yatırımcıların değişmez kararları ve bu kararlara yeni gelen bilgilerin önemi ne olursa olsun sıkı bir şekilde bağlı kalmaları; muhafazakar yatırımcıların kendi öncelikli bilgilerine aşırı güvendiklerini göstermektedir (Barberis ve diğ., 1998, s.315).

Edwards' a göre birey yeni gelişmeler karşısında Bayes varsayımlarına dayanarak tepki vermektedir ve elde bulundurulmuş normatif deneylere dayanarak bu iddiayı karşılaştırmıştır. Söz konusu deneyler ile karşılaştırıldığında insanların doğru karar hakkında en son karşı karşıya kaldıkları bilgi karşısında, Bayes teoremi çok küçük kalıyor. Elde edilen bu sonuçlar gerçeğe daha yakın ve kabul edilebilir. Ek olarak, Edwards bireylerin yaptıkları fikir değişimleri bir sıra ile gerçekleşmekte ve söz konusu sıra Bayes teoreminde hesaba konu olan sayılarla orantılıdır. Ancak büyüklük açısı karşılaştırıldığında aynı olamamaktadır. Muhafazakârlık kavramı ele alındığında da, yaklaşık iki ile beş arasında değişen sayıyla yeni bilgi karşısında var olan mevcut fikrini değiştirir. Söz konusu aşırı güven belli bir zaman geçtikten sonra etki olarak azalmaya başlar ve ardından yeni gelen haberler ile fiyatlarda değişim olduğunda muhafazakâr yatırımcılar yeni bir gelişmenin kapıda olduğu düşüncesine bürünürler ve var olan fikirlerinden uzaklaşmaya başlarlar. Bu durum yatırım kararında da bir değişmeye sebep olmuş olur. Böylece, yatırımcıların fiyatlarda ortalamaya dönüş olma olasılığına inancı büyür ve düşük reaksiyon anomalisi oluşmuş olur (Barberis ve diğ., 1998, s.315).

2.10.2. Hong ve Stein'in Modeli, Momentum Davranışı ve Haber Avcılığı

Söz konusu model; heterojen yatırımcılar arasındaki interaktif ilişkiye dayanmaktadır. Modelde; piyasada faaliyet gösteren “haber avcıları” ve “momentum yatırımcıları” olarak iki farklı türde yatırımcının rol aldığı ve söz konusu bu iki farklı türdeki yatırımcıların yalnızca tek bir tür bilgiye sahip oldukları ve sınırlı rasyonelliğe sahip olduğu varsayılmaktadır. Buda demek oluyor ki iki farklı yatırımcı tipleri tamamı ile rasyonel olmamakla birlikte kamuda var olan bilginin sadece bazı alt grupları ile işlem yapabilme kabiliyetine sahiptir(Barak, 2008, s:213).

Söz konusu model ile ilgili olarak momentum davranışı ve haber avcılığı olarak ikiye ayrıldığı aşağıdaki şekil 2.6’ da ifade edilmiştir.



Şekil 2.6: Hong ve Stein’in Modeli, Momentum Davranışı ve Haber Avcılığı

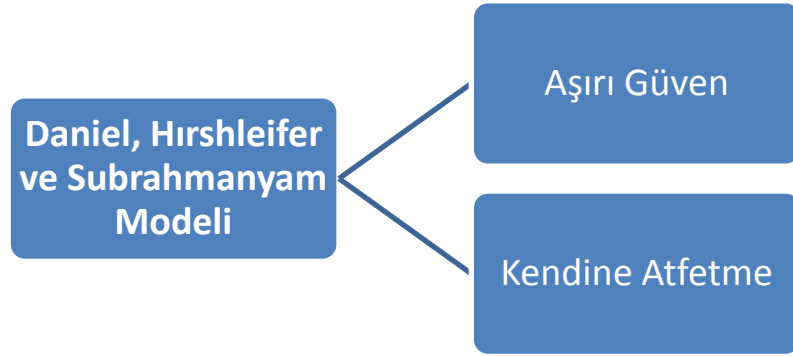
Hong ve Stein, 1999 yılında yaptıkları çalışmada, momentum yatırımcıları, geçmiş fiyat hareketlerini temel alıp kullanmakla birlikte temel bilgiyi dikkate almazlar ve karar modellerinde tek bağımsız değişken, en son dönemde gerçekleşen fiyat değişimi olan bir regresyon ile açıklanmaktadır. Haber avcıları tahmin yürütürken, var olan veya geçmişe ait fiyat hareketlerini dikkate almazlar ve kamuya açık olan bilgiye dayalı özel olarak elde ettikleri bilgileri kullanırlar. Söz konusu model de, yalnızca haber avcılarının var olduğunda yetersiz reaksiyon görülürken, aşırı reaksiyon ise asla gözükmemektedir. Eğer momentum yatırımcıları modelin içine alınırsa haber avcılarının eksik bıraktığı reaksiyonu arbitraj yaparak, yeterli risk toleransları olduğu varsayımı altında söz konusu fiyatın yeni bilgiye daha çabuk adapte olmasını sağlamaktadır ve buda piyasanın verimliliğini arttırmak demektir. Ancak momentum yatırımcıları temel bilgiyi kullanmamaktadırlar ve fiyatın olması gereken değeri geçip geçmediğini ayırt edememektedirler ve bu durum belli bir yere gelindiğinde aşırı reaksiyona neden olmaktadır (Ülkü, 2001, s.110-111).

Menkul kıymet piyasalarında işlem yapan yatırımcılar, alım satım yaparlarken birçok değişkeni göz önünde tutarak hareket ederler. Yatırım yapılacak hisse senedine ait şirketlerin iyi veya kötü olduklarına dair bilgiler dolaşabilmektedir. Momentum yatırımcıları söz konusu iyi ve kötü ayırımını dikkate alarak şirketlerin geçmişteki performansını emsal alarak, şirketleri belirli kalıplara sokmaktadırlar. Bu durumun bu hale gelmesinin en temel sebebi ise şirketlerin geçmişte açıklanmış olan operasyonel performanslarına ilişkin değerlerdir. Eğer şirket geçmişte iyi bir performansa sahipse o şirket iyi, tam tersiyse kötüdür. Söz konusu iki ayırma göre yatırım yapma kararı belirlenmektedir. Bu yatırım tipi momentum yatırımı olarak adlandırılmaktadır. Bu tarz yatırımcılar yatırım kararını verirken bir yıl, ay veya hafta önceki en çok kar ettiren hisse senetlerini göz önünde tutmaktadırlar. Bu durum sadece haftalık, aylık veya yıllık olarak değil, günlük olarak da yapılmaktadır. Günlük olarak göz önünde tutulan en çok kazandıran hisse senetleri verilerini birkaç saat öncesine hatta ve hatta birkaç dakika öncesine bakarak belirlemektedirler. Geçmiş verilerin dışında basında yer alan son dakika gelişmelerini de önemli düzeyde gören bu yatırımcılar, kazandıran ve kaybettiren adlı haberlere büyük ölçüde önem vermektedirler (Kara, 2005, s. 19).

2.10.3. Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam Modeli

Söz konusu model iki psikolojik ön yargıdan oluşmaktadır. Bunlardan ilki aşırı güven, diğeri ise kendine atfetmedir. Model yapı itibariyle, kişilerin özel bilgilerinin aşırı reaksiyona sebep olurken kamu bilgilerinin ise düşük reaksiyon gösterdiğini ifade etmektedir. İşin özü, kişilerin özel sinyalleri aşırı reaksiyonları, kamu' ya açık sinyallerin ise düşük reaksiyonları oluşturmaktadır (Demir, Akçakanat ve Songur, 2011, s.120).

Aşağıdaki şekil 2.7' de Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam Modelinin iki ön yargıdan oluştuğu ifade edilmiştir.



Şekil 2.7: Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam Modeli

2.10.3.1. Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam Modelindeki Kendine Atfetme Davranışı

Kendine atfetme davranışı; bilgilerin doğruluk derecelerinin gereğinden fazla inanmaları ve bu durumu yatırım kararını alırken temel aldığını ifade etmektedir. Bulgular, bireylerin başarılı olduklarında kendi başarısından kaynaklı, başarısız olduklarında ise bazı dış etkenlerden kaynaklı olduğunu kabul eden bir eğilim içinde olduklarını göstermektedir (Barak, 2008, s:188).

Diğer taraftan kendine ait yargı ve düşünceler topluma açık bir şekilde açıklanan haberler ile örtüştüğü zaman kendine aşırı güven ön yargısı ortaya çıkmakta tam tersi olduğunda ise aşırı güven yargısı ise azalmaktadır (Daniel ve diğ., 1998: s.1845).

2.10.3.2. Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam Modelindeki Aşırı Güven Davranışı

Yatırımcılar geçmişten gelen ya da edindikleri bilgi birikimine dayanarak yatırım kararı alırlar. Yatırımcıların kendi bilgi birikimleri veya alım satım kararı verirken var olan fikirlerinin doğruluğuna yüksek düzeyde

inanabilirler. Bu durumda aşırı güven olarak tanımlanabilir. Yatırımcılar aşırı güven yanlılığına girdiklerinde elde ettikleri kazançları yeteneklerinden dolayı olduğunu kabul ederken, kayıplarının sebeplerini ise kendilerinden kaynaklanmadığını, sebebin dışsal faktörler olduğunu ileri sürerler. Aynı şekilde tekrarlanan bir davranış haline geldiğinde ise yatırımcılar kendi hatalarını görmezden gelmeye başlarlar ve başarılarını gereğinden fazla vurgulama yolunu alışkanlık haline getirebilirler (Lawrance, 2001, s:18).

Daniel ve diğ. (1998)' e göre, yatırımcılar kamuya açıklanan mali tablolar ve benzer bilgileri, hisse senetlerine yatırım yaparken dikkate almak yerine, çevresinden edindiği tüyolara odaklanıp onlara körü körüne bağlanmakta ve dolayısı ile bu bilgilere gereğinden fazla güvenerek, doğruluğundan emin olmasalar bile bu tüyolar çerçevesinde hareket etmektedirler. Bu durum da bireylerin kendi elinde bulundurdukları bilgilere daha fazla güvendiklerini gözler önüne sermektedir (Daniel ve diğerleri, 2005, s.3).

Söz konusu modelde özel bilgiye sahip olan ve kendine gereğinden fazla güvenen yatırımcılar, rasyonel olan ancak ellerinde özel bilgisi olmayan yatırımcılara karşı pozisyon açmaktadırlar ve kendilerine ait özel sinyallere, hisse senedi pazarında açıklanmış bilgi dizisine dayanarak oluşturduğu fiyata göre gereğinden fazla ağırlık vermektedirler. Bu sayede de fiyatların kendi özel bilgilerine aşırı reaksiyon göstermesine sebep olmaktadır (Demir, Akçakanat ve Songur, 2011, s.120).

Aşırı güven yargısına ait etkiler piyasadaki bilgilerin dağılışı biçimi ve aşırı güven yargısı altında davranan kişilerin kimler olduğuna bağlıdır. Bu sebepten dolayı ortaya farklı yatırımcı tipleri çıkmakta ve bunlar; içerden öğrenenler, fiyata göre yatırım yapan yatırımcılar, piyasa yapıcılar olarak adlandırılabilir. Bu söz konusu başlıklar altında toplanan yatırımcılar incelenmiş ve aşağıdaki sonuçlar ortaya çıkmıştır.(Odean, 1998, ss.1910-1916).

- Fiyat yatırımcıları, piyasa yapıcıları ve içerden öğrenenler aşırı güven yargısı altında işlem yapıyorlar ise piyasa da işlem hacmi artacaktır. Yatırımcılar arasındaki söylentilerin piyasa da işlem hacmini arttırdığını göstermektedir.

- Aşırı güvenli yatırımcılar, piyasa da rasyonel yatırımcılara karşı alım ve satım yapmaktadır ve dolayısı ile rasyonel yatırımcıları elde ettikleri getirilerle etkileyerek piyasanın düşük reaksiyona girmesine sebep olmaktadır.

- Kendine aşırı güvenen yatırımcılar ellerinde az portföy bulundurarak portföy çeşitlendirmesine gitmezler ve bu nedenle risk faktörü artmaya başlar. Bu durum da yatırımcıların beklenen getirilerini azaltır.

- Aşırı güven fiyat oynaklığını arttırmaktadır.
- Fiyatın kalitesi, aşırı güvenli içerden öğrenenler tarafından gelişirken, aşırı güvenli fiyat yatırımcıları fiyat kalitesini azaltır.

- Aşırı güven Pazar derinliğini artırır.

Aşırı güven yanlılığı, söz konusu bilginin doğruluğu olsa dahi yanlış yorumlanmasının yanı sıra yatırım kararı verirken yapılacak analizlerde de yanlış bir yönlendirmeye sebep olabilmektedir. Bu durumda, yüksek hacimle işlemlere, riskin yükselmesine ve kötü yatırım kararları sebebi ile büyük zararlara yol açabilmektedir (Nofsinger, 2001, s.23).

3. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ VE TASARIMI

Önceki bölümlerde tezin kavramsal çerçevesini oluşturmak amacıyla; bireysel yatırımcılara ait davranışlar, davranışsal finans ve davranışsal finans modellerine ilişkin literatür araştırılmış ve tartışılmıştır. Bu sayede çalışmaya ait araştırmayı gerçekleştirecek yapı sağlanmıştır. Bu bölümde ilk olarak bireysel yatırımcıların davranışlarını araştırmaya ilişkin araştırma yöntemi saptanacak ardından da araştırmadan elde edilen çıktılar analiz edilerek araştırma bulguları sunulacak ve yorumlanacaktır.

3.1. Araştırmanın Amacı

Söz konusu araştırmanın temel amacı, ‘‘ Borsa İstanbul’ da işlem yapan bireysel yatırımcıların getiri başarılarının, davranışsal finansın üç modelini oluşturan davranışlar açısından etkisini ölçmektir’’. Davranışsal finans literatüründe yer alan; Baberis ve diğ. (1998) modeli, muhafazakârlık ve temsililik davranışı gösteren yatırımcıların anomalilere sebep olduğunu iddia etmektedir. Söz konusu araştırmada modelin iddia ettiği muhafazakârlık ve temsililik davranışlarının Türkiye’de işlem yapan bireysel yatırımcıların getirilerine etki edip etmediğini tespit edilmeye çalışılmaktadır. Daniel ve diğ. (1998), modelinde iddia edilen aşırı güven ve kendine atfetme davranışlarının da bireysel yatırımcıların getirilerine etki edip etmediğini tespit etmeye çalışmaktadır. Son olarak Hong ve Stein, (1999) modelinin haber avcılığı ve momentum yatırımcılığı davranışlarının bireysel yatırımcıların getirilerine etki edip etmediğini anket soruları yardımıyla ölçümlenmeye çalışılmıştır.

Etkin piyasalar teorisi ile çelişen davranışsal finans, yatırımcıların tamamıyla rasyonel davranmadığını, yatırım yaparken psikolojik değişkenlerden ve ön yargılardan etkilendiğini ifade etmektedir.

Yatırımcıların psikolojik faktörlerden etkilenmesinden dolayı davranışsal finans akademik çevreler tarafından önemli bir araştırma konusu haline gelmiş ve araştırılmıştır. Özellikle yatırımcıların davranışları ölçümlenirken, aşırı reaksiyon ve eksik reaksiyon gibi önemli başlıklara önem verilmiştir. Aşırı ve eksik reaksiyon olarak adlandırılan reaksiyonlar söz konusu üç modelinde çıkış noktası olarak bilinmektedir. Dolayısıyla aşırı ve düşük reaksiyonu işaret eden sorularında bulunduğu anket toplam da üç davranışsal modele ait soruları oluşturmaktadır. Söz konusu üç modelin Türkiye’ de yatırım yapan bireysel yatırımcıların getirilerini etkileyip etkilemediğinin bulgusuna ulaşmak, söz konusu araştırmanın en temel amacıdır. Tezin uygulama bölümünde, söz konusu üç davranışsal modelin Borsa İstanbul’ da yatırım yapan bireysel yatırımcıların getiri başarısına etkisi gösterilmeye ve açıklanmaya çalışılmıştır. Borsa İstanbul’ da işlem yapan bireysel yatırımcıların getiri başarılarının, söz konusu üç model tarafından etkilenip etkilenmediğini ölçümlemek amacıyla hazırlanmış anket soruları veri toplamak için kullanılmıştır.

3.2. Araştırmanın Önemi

Son günlerin popüler hale gelen ve finans alanında ivme kazanan davranışsal finans son yılların en önemli finans konularından biri haline gelmiştir. Geçmişte etkin piyasalar hipotezinin araştırmaları bir yana dursun, davranışsal finansın gerekliliği algısı ortaya çıkmıştır. Diğer yandan, para piyasaları ve hisse senedi piyasalarında işlem yapan yatırımcıların davranışsal yönleri en az temel ve teknik analiz gibi piyasanın yönü hakkında tahmin yapmaya yardımcı olan unsurlar kadar önemli bir konudur.

Diğer yandan piyasada işlem yapan yatırımcıların getirilerine ve hisse senedi piyasalarına ait yöne etki eden davranışsal finansa ait önemli olan üç modelin içerdiği davranışların araştırma anlamında önemli olduğu aşikârdır. Bu yüzden söz konusu araştırma, Borsa İstanbul’da işlem yapan bireysel yatırımcıların demografik özelliklere göre dağılımı, davranışsal finans

çerçevesinde bulunan üç önemli modelin altında yatan davranış biçimlerinin içinde olup olmadıkları ve söz konusu davranışların bireysel yatırımcılara ait getirilere etki edip etmedikleri araştırılmış ve bu yönden literatüre katkısı olacağı düşünülmüştür.

3.3. Araştırmanın Kapsam ve Kısıtları

Borsa İstanbul’ da işlem yapan yatırımcıların davranışları, getiri başarılarına etkisini ölçebilmek için 39 soruluk anket, 8 Şubat 2016 ile 18 Şubat 2016 tarihleri arasında, verileri toplamak amacı ile İstanbul ilinde ikamet eden toplam 410 bireysel yatırımcıya uygulanmıştır. Araştırmanın sadece bireysel yatırımcıları kapsamaması, tek döneme ait olması, yatırımcıların hisse senedi yatırımlarından elde ettikleri getirileri yaklaşık olarak ifade etmesi ve bu verilerin test edilme zorluğu, davranışsal finans konusunda her bir davranışa odaklanılamaması, araştırmanın kısıtları olarak kabul edilebilir.

Anket içeriği davranışsal finans literatürün de yer alan Barberis ve diğ. (1998) modeli muhafazakârlık ve temsililik davranışı gösteren yatırımcıların anomalilere neden olduğunu iddia etmektedir. Araştırma ile muhafazakârlık ve temsililik davranışlarının, Türkiye’ de işlem yapan bireysel yatırımcıların getirilerine etki edip etmediği tespit edilmeye çalışılmıştır. Ek olarak Daniel ve diğ. (1998) modelinde iddia edilen aşırı güven ve kendine atfetme davranışlarını da Türkiye’ de işlem yapan bireysel yatırımcıların getirilerine etki edip etmediği tespit edilmeye çalışılmıştır. Söz konusu çalışmada 3. model olarak kabul edilen haber avcılığı ve momentum davranışlarının, Türkiye’ de işlem yapan bireysel yatırımcıların getirilerine etki edip etmediği tespit edilmeye çalışılmıştır.

3.4. Araştırma Sürecinin Belirlenmesi

Araştırma sürecinin belirlenmesinde amaç, her bölümde ulaşılan bilgiler doğrultusunda araştırmanın amacını gerçekleştirmek için gerek duyulan öncelikli verilerin bilimsel araştırma yöntemleri yoluyla sağlanmasıdır. Ardından söz konusu araştırmanın amaçlarına dayanarak araştırma değişkenleri açıklanmıştır. Bu aşamayı veri toplamaya yönelik yöntemin süreci, örneklemin belirlenmesi, veri toplama tekniğinin ön uygulamasının yapılması ve toplanan verilerin analizinde uygulanacak istatistiksel testlerin belirlenmesi takip edecektir.

Davranışsal finans ve modellerine ait yerli ve yabancı kaynaklar üzerinden literatür taraması yapıldıktan sonra Türkiye’de işlem yapan bireysel yatırımcıların getirilerinin davranışsal finansa ait üç model tarafından etkilenip etkilenmediğini anket yardımı ile toplanan veriler ışığında test edip değerlendirmeye karar verilmiştir. Birçok anket araştırıldıktan sonra 44 soruluk anket araştırmaya dâhil edilmesi için ele alınmış ve bazı sorular elendikten sonra 9’ u demografik 30’ u ise davranışsal özellikleri belirleyen toplamda 39 soru ile denekler üzerinde uygulanmıştır. Anketin içeriği belirlendikten sonra, anket formları deneklere gönderilmiş ve toplamda 410 bireysel yatırımcıya yönlendirilen anketlerin, 368 tanesi anketi doğru ve eksiksiz bir şekilde doldurmuş ve dolayısıyla toplamda 368 kişinin cevaplarını içeren veriler IBM SPSS Statistics 21 yardımı ile analiz edilmiştir. Verilerin analiz edilmesinde frekans ve yüzde hesaplamaları gibi betimleyici istatistiklerden, faktör analizleri ve lojistik regresyon analizi gibi analiz çeşitlerine başvurulmuştur.

3.5. Araştırmanın Hipotezleri

Söz konusu çalışma çerçevesinde, yapılan araştırmalar neticesinde araştırmanın temel hipotezleri aşağıdaki gibi belirlenmiştir.

H1: Borsa İstanbul’da işlem yapan bireysel yatırımcıların davranışları, cinsiyet özelliklerine göre farklılaşmaktadır.

H2: Borsa İstanbul’da işlem yapan bireysel yatırımcıların davranışları, yaş gruplarına göre farklılaşmaktadır.

H3: Borsa İstanbul’da işlem yapan bireysel yatırımcıların davranışları, medeni durumlarına göre farklılaşmaktadır.

H4: Borsa İstanbul’da işlem yapan bireysel yatırımcıların davranışları, eğitim düzeylerine göre farklılaşmaktadır.

H5: Borsa İstanbul’da işlem yapan bireysel yatırımcıların davranışları, mesleklerine göre farklılaşmaktadır.

H6: Borsa İstanbul’da işlem yapan bireysel yatırımcıların davranışları, hisse senedi piyasasında işlem yapma sürelerine göre farklılaşmaktadır.

H7: Borsa İstanbul’da işlem yapan bireysel yatırımcıların davranışları, menkul kıymet piyasaları hakkında bilgi düzeylerine göre farklılaşmaktadır.

H8: Borsa İstanbul’da işlem yapan bireysel yatırımcıların Muhafazakârlık Davranışı, getiriye etkilemektedir.

H9: Borsa İstanbul’da işlem yapan bireysel yatırımcıların Temsililik Davranışı, getiriye etkilemektedir.

H10: Borsa İstanbul’da işlem yapan bireysel yatırımcıların Aşırı Güven, Haber Avcılığı ve Kendine Atfetme Davranışı, getiriye etkilemektedir.

H11: Borsa İstanbul’da işlem yapan bireysel yatırımcıların Momentum Davranışı, getiriye etkilemektedir.

3.6. Araştırmanın Yöntemi

Söz konusu araştırma sosyal bilimlerde en çok kullanılan araştırma olan nicel araştırma yöntemi kullanılmıştır. Toplamda 39 sorudan oluşan

anket aracılığı ile toplanan veriler IBM SPSS Statistics 21 ve Microsoft Excel programları yardımı ile analiz edilmiştir. Frekans analizleri ile demografik özellikler ile ilgili bulgular, faktör analizi ile bireysel yatırımcıların davranış boyutları ile ilgili bulgular ile lojistik regresyon eşitliği yolu ile söz konusu üç modele ait davranışların her birinin bireysel yatırımcıların getirilerine etki edip etmediğine ulaşılmaya çalışılmıştır.

3.6.1. Araştırmanın Evren ve Örneklemi

Araştırmanın evrenini belirlemeye yönelik yapılan çalışma sonucunda; Türkiye’de hisse senedi yatırımı yapan kişilerin tamamına ulaşamayacağından dolayı toplamda 410 kişiye anket yapılmış ve sunulan anket sonucunda 368 kişinin ankete eksiksiz bir şekilde cevap verdiği ve 368 bireysel yatırımcının Borsa İstanbul’da işlem yapan yatırımcıları temsil edeceğine karar verilmiştir.

3.6.2. Veri Toplama Tekniği

Veri toplama tekniği olarak ilk bölümde 9 adet demografik ve kişisel özellikler içeren sorular, ikinci bölümde ise üç modelin iddia ettiği toplam altı davranış içeren 30 adet soru içeren anket kullanılmıştır. İkinci bölümde yer alan her bir davranış için beşer soru sorulmuş ve bu sorulara beşli likert ölçeğine uyumlu olarak; kesinlikle katılmıyorum, katılmıyorum, kararsızım, katılıyorum ve kesinlikle katılıyorum formatında seçenekler koyulmuştur. Söz konusu anket İstanbul ilinde ikamet eden bireysel hisse senedi yatırımcılarına çeşitli aracı kurumlar aracılığı ile yöneltilmiştir. Toplamda 410 kişiye yöneltilen anket 368 kişi tarafından doğru cevaplanmış ve değerlemeye alınacak bireysel yatırımcı sayısı 368 kişi olarak belirlenmiştir.

Söz konusu üç modele ait altı davranışın karşılığı olan toplamda 30 sorunun güvenilirliği Cronbach’s alfa güvenirlik ölçütü ile hesaplanmıştır. Hesaplamalar sonucunda Cronbach’s Alfa katsayısı: anketin tamamı için

0,956 (Items=30, N=368, Alpha=0,956) bulunmuştur. Bu durum da Cronbach's Alfa katsayısı yüksek derecede güvenilirliği ifade etmektedir.

3.6.3. Araştırmada Kullanılan Modeller ve Değişkenleri

Son günlerin en popüler konusu olan davranışsal finans modellerine ait literatür araştırması yapıldığında, bireysel yatırımcı tarafından etkisinde kalınan toplam üç önemli modelle karşılaşıldığı ortaya çıkmıştır. Söz konusu modeller Barberis ve diğ. (1998) tarafından geliştirilen model, Daniel ve diğ. (1998) tarafından geliştirilen model ve Hong ve Stein (1999) tarafından geliştirilmiş modellerdir.

Üç modelin her biri kendi içlerinde iki ayrı değişkeni barındırmaktadır. Söz konusu modellere ilişkin değişkenler aşağıdaki Tablo 3.1' de belirtilmiştir.

Barberis ve diğ. Modeli	Daniel ve diğ. Modeli	Hong ve Stein'in Modeli
Muhafazakârlık Davranışı	Aşırı Güven Davranışı	Haber Avcılığı Davranışı
Temsililik	Kendine Atfetme	Momentum Davranışı

Tablo 3.1: Davranışsal Finansa Ait Üç Önemli Model

3.6.4. Araştırmaya Katılan Bireysel Yatırımcıların Anket Sonuçlarının Değerlendirilmesi

Söz konusu araştırmaya katılan bireysel yatırımcılar çeşitli başlıklar altında incelemeye alınmış ve demografik özellikleri kriter, frekans ve yüzde olarak dağılımları aşağıdaki tablolarda ifade edilmiştir.

Cinsiyet Dağılımı	Frekans	%
Bay	270	73,4
Bayan	98	26,6
Toplam	368	100,0

Tablo 3.2: Bireysel Yatırımcıların Cinsiyete Göre Dağılımları

Araştırmaya dâhil olan bireysel yatırımcıların cinsiyetlerine ulaşmak için yapılan frekans analizinde, katılımcıların %73,4'si bay %26,6'sı ise bayan olduğu sonucu elde edilmiştir. Bu durumda erkeklerin bayanlara nazaran hisse senedi piyasalarında daha büyük bir nüfusa sahip olduğu ortaya çıkmaktadır.

Yaş Dağılımı	Frekans	%
18-29	25	6,8
30-39	168	45,7
40-49	127	34,5
50-59	36	9,8
60 ve üstü	12	3,3
Toplam	368	100,0

Tablo 3.3: Bireysel Yatırımcıların Yaş Gruplarına Göre Dağılımları

Araştırmaya katılan katılımcıların, yaş gruplarına ulaşmak için yapılan frekans analizinde katılımcıların %45.7'sinin 30-39 yaş aralığının da, %34.5'inin 40-49 yaş aralığının da, %9.8'nin 50-59 yaş aralığının da, %6.8'nin 18-29 yaş aralığında ve son olarak 60 ve üzeri yaşın ise %3.3 oranında olduğu gözükmemektedir. Yatırımcıların en yoğun olduğu yaş grubu 30-49 yaş aralığı iken, en az nüfusun olduğu yaş grubu ise 60 ve üzeri yaş grubunun olarak göze çarpmaktadır.

Medeni Hale Göre Dağılım	Frekans	%
Evli	171	46,5
Bekâr	197	53,5
Toplam	368	100,0

Tablo 3.4: Bireysel Yatırımcıların Medeni Hale Göre Dağılımları

Katılımcıların %46,5' i bekârken, %53,5' i ise evli olduğu saptanmıştır. Yani evli olan bireysel yatırımcılar bekâr olan bireysel yatırımcılara nazaran daha fazladır.

Eğitim Düzeyleri	Frekans	%
İlköğretim	3	,8
Lise	52	14,1
Ön lisans	48	13,0
Lisans	222	60,3
Lisansüstü	43	11,7
Toplam	368	100,0

Tablo 3.5: Bireysel Yatırımcıların Eğitim Düzeylerine Göre Dağılımları

Elde edilen frekans analizi sonucunda bireysel yatırımcıların eğitim düzeylerine göre dağılımları incelendiğinde lisans eğitimi almış bireysel yatırımcıların hisse senedi piyasalarında en yoğun nüfusa sahip olduğu gözükmemektedir. Bireysel yatırımcılar içinde en az rol alan eğitim düzeyi ise ilköğretim mezunu olan bireysel yatırımcılardır.

Mesleki Durum	Frekans	%
Özel Sektör Çalışanı	150	40,8
Kamu Çalışanı	51	13,9
Serbest Meslek	118	32,1
Öğrenci	7	1,9
İşsiz	3	,8
Emekli	39	10,6
Toplam	368	100,0

Tablo 3.6: Bireysel Yatırımcıların Mesleki Durumlarına Göre Dağılımları

Bireysel yatırımcıların mesleki durumları ele alındığında özel sektör çalışanlarının %40,8 oranında, serbest meslek çalışanlarının %32,1 oranında, kamu çalışanlarının %13,9 oranında ve diğer meslek gruplarının da toplamda %13,2 oranında olduğu sonucu ortaya çıkmakla birlikte en çok nüfusun özel sektör ve kamu çalışanlarının oluşturduğu göze çarpmaktadır.

Deneyimlere Göre Dağılım	Frekans	%
1 yıldan az	26	7,1
1-3 arası	160	43,5
3-5 arası	124	33,7
5 yıldan fazla	58	15,8
Toplam	368	100,0

Tablo 3.7: Bireysel Yatırımcıların Alım Satım Deneyimlerine Göre Dağılımı

Bireysel yatırımcıların hisse senedi alım ve satım deneyimlerine ait frekans ve yüzde analizleri yapıldığında hisse senedi piyasasında denekler arasında en çok %43,5 oranında 1 ve 5 yıl arasındaki deneyime sahip

yatırımcıların faaliyet gösterdiği görünmektedir. En az nüfusun hâkim olduğu grup ise %7,1 ile 1 yıldan az deneyime sahip bireysel yatırımcılardır.

Bilgi Düzeylerine Göre Dağılım	Frekans	%
Az	44	12,0
Orta	192	52,2
İyi	132	35,9
Toplam	368	100,0

Tablo 3.8: Yatırımcıların Piyasalar Hakkındaki Bilgi Düzeyine Göre Dağılımları

Az, orta ve iyi olarak değerlendirilen menkul kıymet piyasası hakkındaki bilgi düzeyi frekans analizi yapıldığında, %12’lik dilimin az, %35,9’ un iyi %52,2’lik dilimin ise orta olduğu sonucuna varılmaktadır.

Getirilerine Göre Dağılımları	Frekans	%
Negatif Getiri	116	31,5
Pozitif Getiri	252	68,5
Toplam	368	100,0

Tablo 3.9: Jensen’in Alfasına Göre Hesaplanmış Getiriye Göre Dağılımları

Katılımcılara aktarılan ankette anaparalarının yüzde kaç kadar getiri elde ettikleri soruldu ve elde edilen veriler, Microsoft Excel ortamında Jensen’in alfasına göre hesaplanarak bireysel yatırımcıların portföy performansları değerlendirildi. Bu değerlendirme ile birlikte getiri oranının %0 ve altı olması durumu negatif getiri, %0 dan yüksel olması durumu ise pozitif getiri olarak isimlendirildi. Jensen’in alfasına ilişkin hesaplanmış negatif ve pozitif getirilerin frekans analizi yapıldığında katılımcıların %31,5’i negatif getiri elde ederken, %68,5’ i ise pozitif getiri elde ettiği göze çarpmaktadır.

3.6.5. Davranış Özelliklerine Göre Dağılımları

30 soruluk anket yolu ile 368 deneğe ulaşılan ve ankete katılan deneklerden elde edilen davranışsal özelliklerinin frekans dağılımları, her davranış şekli ayrı olacak şekilde tablo 3.10’ da muhafazakarlık davranışı, tablo 3.11’ de temsililik davranışı, tablo 3.12’de kendine atfetme davranışı, tablo 3.13’ de aşırı güven, tablo 3.14’ de haber avcılığı ve son olarak da tablo 3.15’ de momentum davranışı olarak ayrı tablolar halinde ifade edilmiş, kümülatif toplam ve ortalamaları açıklanmıştır. Ankete katılan deneklere ‘‘Kesinlikle Katılıyorum=1’’, ‘‘ katılıyorum=2), ‘‘ kararsızım=3)’’, ‘‘ katılmıyorum=4’’, ‘‘ kesinlikle katılmıyorum=5’’ şeklinde beşli likert ölçeğine dayanan sorular sorulmuş ve her bir davranış için ise beşer adet toplamda 30 adet soru sorulmuştur. Yüzde hücresi 368 kişilik anketin kesinlikle katılıyorum ve katılıyorum seçimlerinin yüzdesini oluşturmaktadır. Yani denekler tarafından verilen cevapların kesinlikle katılıyorum ve katılıyorum seçeneklerine ait yüzde alınmıştır.

Boyut	Değişken	%	Değişken Ort.	Boyut Ort.
Muhafazakârlık	Fiyatının artacağını düşündüğüm bir hisse senedi ile ilgili açıklanan birkaç olumsuz haber düşüncemi değiştirmez.	55,4	2,6929	2,7196
	Hisse senedi ile ilgili düşüncelerimi oluştururken çok dikkatli davranırım ve daha sonra düşüncelerimi kolay kolay değiştirmem.	59	2,6033	
	Türkiye’ deki yatırımcıların çoğu, bir hisseyi kabul ettikten sonra, kötü haberleri dikkate almazlar.	68,2	2,4130	
	Kötü olan bir şirketin, iyileşmekte olduğuna dair elde ettiğim bilgileri göz ardı ettiğim doğru.	56,8	2,7609	
	Fiyatının düşeceğini düşündüğüm hisse senedi ile ilgili birkaç olumlu haber düşüncemi değiştirmez.	45,4	3,1277	

Tablo 3.10: Muhafazakârlık Davranışına Ait Dağılım

Barberis ve diğerlerinin modelini oluşturan davranışlardan ilki, muhafazakârlık davranışıdır. Söz konusu muhafazakârlık davranışı ile alakalı beş soru sorulmuş ve deneklerin %68,2' sinin ‘‘Türkiye’ deki yatırımcıların çoğu, bir hisseyi kabul ettikten sonra, kötü haberleri dikkate almazlar.’’ Değişkenine ‘‘kesinlikle katılıyorum’’ veya’’ katılıyorum’’ cevabını verdikleri ortaya çıkmıştır. Diğer taraftan bu düşünceye ait ortalama 2’ ye en yakın değişken olduğundan deneklerin en çok katıldığı düşünce olarak kabul edilebilir.

Muhafazakârlık davranışı içinde deneklerin ‘‘ kesinlikle katılıyorum’’ veya ‘‘ katılıyorum’’ cevabının en az olduğu değişken ‘‘Fiyatının düşeceğini düşündüğüm hisse senedi ile ilgili birkaç olumlu haber düşüncemi değiştirmez.’’ değişkenidir ve ortalaması 3,1277’dir. Genel anlamda bakıldığında denekler bu davranış içerisine girmektedirler. Ancak muhafazakârlık davranışı boyut anlamında ele alındığında ortalaması 2,7196 çıkmakta ve 3’e en yakın değere sahip olduğundan dolayı yatırımcıların en az muhafazakârlık davranışını gösterdiği ortaya çıkmaktadır.

Boyut	Değişken	%	Değişken Ort	Boyut Ort
Temsilcilik	Yatırımcılar, alım satım yaparken, hisse senedi ile ilgili eski tarihli ve yeni tarihli bütün unsurlara göre hareket ederler.	85,1	1,8207	1,9880
	Alım satım yaparken, hisse senedi ile ilgili son ve olağan dışı unsurlara göre hareket ederim.	72,6	2,2772	
	Türkiye’ de, hisse senedi ile ilgili üst üste alınan iki-üç çarpıcı haber, hisse alım satımını etkiler.	82,3	1,9375	
	Geçmişte bende iki üç çarpıcı haberle yönlendirildim ve hisse alım satımı yaptım.	83,4	1,9783	
	Alım satım yaparken, hisse senedi ile ilgili eski tarihli ve yeni tarihli bütün unsurlara göre hareket ederim.	79,6	1,9266	

Tablo 3.11: Temsilcilik Davranışına Ait Dağılım

Tablo 3.11’ de yer alan beş soru, ankette deneklerin Barberis ve diğerlerinin içerdiği bir diğer davranış olan temsililik davranışının denekler tarafından gösterilip gösterilmediğini ortaya koymaktadır. Yapılan ankette deneklerin en yüksek oranda ‘‘ kesinlikle katılıyorum’’ veya ‘‘ katılıyorum’’ olarak cevapladığı değişken ‘‘ Yatırımcılar, alım satım yaparken, hisse senedi ile ilgili eski tarihli ve yeni tarihli bütün unsurlara göre hareket ederler’’ değişkenidir ve oranı %85,1’dir. En az oranda ‘‘ Kesinlikle Katılıyorum’’ veya ‘‘ Katılıyorum’’ cevabını verdiği değişken ise ‘‘Alım satım yaparken, hisse senedi ile ilgili son ve olağan dışı unsurlara göre hareket ederim.’’ değişkenidir. Temsililik davranışı boyut olarak ele alındığında ortalaması 1,9880 olarak çıkmaktadır. Bu durumda deneklerin en çok temsililik davranışını gösterdiklerini ifade etmektedir.

Boyut	Değişken	%	Değişken Ort	Boyut Ort
Kendine Atfetme	Yatırımcılar, hisse senedi ile ilgili sahip oldukları düşünceleri destekleyen bilgilere daha çok önem verirler.	90,5	1,7092	2,3201
	Bir hissenin yükseleceğine inanıyorsam, olumsuz bilgileri dikkate almam.	56,5	2,6630	
	Aldığım bir hisse senedi zarar etmiş olsa da zaman içerisinde, zararı telafi edeceğine inanırım.	59,2	2,5951	
	Hatalı hisse senedi alım satımı yaptığımı kabul etmem zordur.	56,8	2,6250	
	Bir hisse senedi ile ilgili oluşturduğum düşüncelere uymayan bilgilere, şüphe ile yaklaşırım.	85,3	2,0082	

Tablo 3.12: Kendine Atfetme Davranışına Ait Dağılım

Tablo 3.12’ de Daniel ve diğerlerinin modelini oluşturan davranışlardan biri olan kendine atfetme davranışına ait yüzde ve ortalamaları gösterilmektedir. Deneklerin büyük bir çoğunluğunun “Yatırımcılar, hisse senedi ile ilgili sahip oldukları düşünceleri destekleyen bilgilere daha çok önem verirler” ve “ Bir hisse senedi ile ilgili oluşturduğum düşüncelere uymayan bilgilere, şüphe ile yaklaşırım.” Değişkenlerine “kesinlikle Katılıyorum” veya “Katılıyorum” cevabını vermişlerdir. Kendine atfetme davranışı boyut olarak ele alındığında 2,3201 düzeyinde bir ortalama sonucuna ulaşılmıştır. Bu durumda 2’ ye yakın olmasından dolayı kendine atfetme davranışı denekler tarafından gösterilen bir davranış olarak kabul edilebilir.

Boyut	Değişken	%	Değişken Ort	Boyut Ort
Aşırı Güven	Alım satım yapmadan önce piyasanın genelinin bilmediği özel bilgileri elde etmek, benim için çok önemlidir.	68,2	2,3886	2,3527
	Geçmişte, piyasanın bilmediği özel bilgileri elde ederek, karlı alım satımlar yaptım.	65,5	2,5054	
	Bireysel yatırımcılar, elde ettikleri özel bilgilere, kamuya açıklanan bilgilerden daha fazla önem verirler.	84,8	1,9321	
	Hakkında özel bilgiler elde ettiğim hisseler ile ilgili tahminlerime, çok önem veririm.	63,9	2,4239	
	Piyasanın genelinin bilmediği özel bilgilere sahip yatırımcılar, piyasanın genelinden daha fazla kazanç sağlarlar.	61,1	2,5136	

Tablo 3.13: Aşırı Güven Davranışına Ait Dağılım

Tablo 3.13 incelendiğinde Daniel ve diğerlerinin modeline ait ikinci davranış olan aşırı güven davranışına ait değişkenlere ulaşılmaktadır. Yüzdesel ve ortalama olarak incelendiğinde deneklerin en çok ‘‘kesinlikle katılıyorum’’ veya ‘‘ katılıyorum ‘‘ olarak cevapladığı değişkenler ‘‘ Bireysel yatırımcılar, elde ettikleri özel bilgilere, kamuya açıklanan bilgilerden daha fazla önem verirler.’’ ve ‘‘ Alım satım yapmadan önce piyasanın genelinin bilmediği özel bilgileri elde etmek, benim için çok önemlidir.’’ değişkenleridir. En az ‘‘kesinlikle katılıyorum’’ veya ‘‘ katılıyorum ‘‘ cevabının olduğu değişken ise ‘‘ Piyasanın genelinin bilmediği özel bilgilere sahip yatırımcılar, piyasanın genelinden daha fazla kazanç sağlarlar. ‘‘ değişkenidir. Aşırı güven davranışına boyut olarak bakıldığında ortalaması 2,3527 olarak çıkmaktadır. Bu durumda deneklerin aşırı güven davranışını sergiledikleri sonucuna ulaşılabilmektedir.

Boyut	Değişken	%	Değişken Ort	Boyut Ort
Haber Avcılığı	Mevcut fiyat ve geçmiş fiyatlardan daha çok elde ettiğim özel bilgilere göre işlem yaparım.	54,3	2,6848	2,3940
	Ellerinden gelse, bütün yatırımcılar, fiyat hareketlerinden daha ziyade özel bilgilere ulaşabilmeyi isterler.	88,9	1,7663	
	Hisse hakkında özel bilgilere sahip olmadan, yüksek karlar elde etmenin çok zor olduğuna inanırım.	59,2	2,5978	
	Gelecekteki fiyatı tahmin edebilmek için, sadece mevcut fiyatı ve geçmiş fiyat hareketlerini incelemek, yeterli değildir.	65,8	2,4484	
	Gelecekteki Fiyatı tahmin edebilmek için, özel bilgilere ulaşmak gerekir.	63,3	2,4728	

Tablo 3.14: Haber Avcılığı Davranışına Ait Dağılım

Tablo 3.14 incelendiğinde, Hong ve Stein modelini oluşturan haber avcılığı davranışına ait beş soruya ait verilen cevapların oranları ve ortalamaları görülmektedir. Katılımcıların büyük bir çoğunluğunun (%88,9) ‘‘ Ellerinden gelse, bütün yatırımcılar, fiyat hareketlerinden daha ziyade özel bilgilere ulaşabilmeyi isterler. ‘’ değişkenine katıldığı ardından, %65,8’nin ise ‘‘ Gelecekteki fiyatı tahmin edebilmek için, sadece mevcut fiyatı ve geçmiş fiyat hareketlerini incelemek, yeterli değildir.’’ Değişkenine katıldığı gözlemlenmektedir. Tüm değişkenlerin ortalaması alındığında ise 2,3940 sonucu göze çarpmakta ve buda katılımcıların haber avcılığı davranışını sergilediklerini desteklemektedir.

Boyut	Değişken	%	Değişken Ort	Boyut Ort
Momentum	Son günlerde yükselmeye başlayan ve belli bir süre daha yükseleceğini düşündüğüm hisseleri alırım.	78,3	2,0109	2,0886
	Artış trendine giren hisseleri alarak, genellikle karlı çıkmışumdır	77,7	2,0707	
	Yatırımcılar, hisse ile ilgili özel bilgilerden daha çok, mevcut fiyata ve geçmiş fiyat hareketlerine bakarak alım satım yaparlar	77,2	2,0217	
	Piyasanın düşüşe geçtiğini düşünürsem, hisse senedi satışı yaparım	73,9	2,1739	
	Düşüş trendine giren hisseleri satarak, genellikle karlı çıkmışumdır.	72,8	2,1658	

Tablo 3.15: Momentum Davranışına Ait Dağılım

Tablo 3.15 incelendiğinde, Hong ve Stein modelini oluşturan davranışlardan momentum davranışına ait soruların yüzdesel dağılımı ve ortalamalarını göstermektedir. Söz konusu momentum davranışına ait oranlar %72,8 ile “Düşüş trendine giren hisseleri satarak, genellikle karlı çıkmışumdır” değişkeninin katılım olarak en az olduğu, “ Son günlerde yükselmeye başlayan ve belli bir süre daha yükseleceğini düşündüğüm hisseleri alırım. ” değişkenine katılımın ise %78,3 ile en çok olduğu saptanmıştır. Söz konusu momentum davranışlarına ait toplam beş sorunun ortalaması 2,0886’dır. Bu ortalama katılımcıların momentum davranışı içinde olduğunu ispatlar niteliktedir.

3.6.5.1. Araştırmaya Ait Güvenirlik Testleri ve Faktör Analizi

Söz konusu araştırmanın temelini oluşturan davranış biçimleri birkaç faktör altında toplanmış ve her bir faktörün değişkenlerinin tümüne içsel tutarlılıklarını ölçmek amacıyla Cronbach alfa katsayıları bulunmuştur.

Elde edilen faktör analizi sonucunda Aşırı güven, kendine atfetme ve haber avcılığı davranışı tek bir faktör altında toplanmış ve bu faktöre aşırı güven, haber avcılığı ve kendine atfetme adı verilmiştir. Diğer üç davranış biçimleri ise temsililik, momentum ve muhafazakârlık davranışı olarak isimlendirilmiştir. Deneklere sunulan ve davranış biçimlerini ortaya çıkarmaya çalışan toplam 30 soruya uygulanan varimax döndürme yöntemi ile yapılan faktör analizi sonucunda; faktörlere ait değişkenlerin aldığı değerler diğer faktörler ile yakın olarak sonuçlandığı için söz konusu 6 soru çıkarılmış ve toplam 24 soruya indirgenmiştir. Çıkarım yapılan değişkenler tablo 3.16’da belirtilmiştir.

Değişkenler	1	2	3	4
S7 Alım satım yaparken, hisse senedi ile ilgili son ve olağan dışı unsurlara göre hareket ederim.	,588	,419	,018	,283
S15 Bir hisse senedi ile ilgili oluşturduğum düşüncelere uymayan bilgilere, şüphe ile yaklaşırım.	,483	,529	,143	,210
S2 Hisse senedi ile ilgili düşüncelerimi oluştururken çok dikkatli davranırım ve daha sonra düşüncelerimi kolay kolay değiştirmem.	,579	,034	,089	,583
S1 Fiyatının artacağını düşündüğüm bir hisse senedi ile ilgili açıklanan birkaç olumsuz haber düşüncemi değiştirmez.	,652	,044	,063	,562
S6Yatırımcılar, alım satım yaparken, hisse senedi ile ilgili eski tarihli ve yeni tarihli bütün unsurlara göre hareket ederler.	,081	,576	,178	,526
S4 Kötü olan bir şirketin, iyileşmekte olduğuna dair elde ettiğim bilgileri göz ardı ettiğim doğru.	,690	,131	,022	,509

Tablo 3.16: Çıkarılan Değişkenler

Veri analizinin daha ilk aşamasında yapılan Cronbach alfa testi 0,70 üzerinde çıkması durumu, içsel güvenilirliğin sağlandığı anlamına gelmektedir. Yapılan Cronbach alfa testi tablo 3.17’ de gösterilmiş olup her boyuta ait soru sayısı ve alfa değerleri sırasıyla ifade edilmiştir.

Faktör Adı	Soru Adedi	α Değeri
Aşırı Güven, Haber Avcılığı ve Kendine Atfetme	11	,968
Temsililik	6	.887
Momemtum	5	.914
Muhafazakarlık	2	,781

Tablo 3.17: Faktörlere Ait Soru Sayısı ve Cronbach Alfa Değerleri

Tablo 3.17’ de yer alan dört farklı faktöre ait alfa değerleri 0,70’ den büyük çıktıkları için her bir faktörün içsel güvenilirliğinin yeterli olduğu ispatlanmıştır.

Borsa İstanbul’da işlem yapan bireysel yatırımcıların davranışlarının boyutlarını daha yalın halde ifade edebilmek ve söz konusu değişkenlerin bireysel yatırımcılar tarafından nasıl algılandığını ölçmek için faktör analizi sonuçları tablo 3.18’ de ifade edilmiştir. Söz konusu faktör analizi uygulanırken değişkenlerin faktör analizine uygun olup olmadıklarını ölçmek için KMO ve Bartlett testi değerlerine bakılmış olup faktör analizi uygulanırken varimax döndürme tekniğinden yararlanılmıştır. Faktör analizi ile alakalı tablo 3.18’de yer alan bilgiler açıklanırken, öncelikle dört faktörün tamamını kapsayacak şekilde açıklamalar yapılacak daha sonra ise faktörler tek tek açıklanacaktır.

Faktörler	Değişkenler	1	2	3	4
Aşırı Güven, Haber Açıcılığı ve Kendine Atfetme	S23 Hisse hakkında özel bilgilere sahip olmadan, yüksek karlar elde etmenin çok zor olduğuna inanırım.	,891			
	S19 Hakkında özel bilgiler elde ettiğim hisseler ile ilgili tahminlerime, çok önem veririm.	,882			
	S13 Aldığım bir hisse senedi zarar etmiş olsa da zaman içerisinde, zararı telafi edeceğine inanırım.	,877			
	S25 Gelecekteki Fiyatı tahmin edebilmek için, özel bilgilere ulaşmak gerekir.	,876			
	S14 Hatalı hisse senedi alım satımı yaptığımı kabul etmem zordur.	,852			
	S20 Piyasanın genelini bilmediği özel bilgilere sahip yatırımcılar, piyasanın genelinden daha fazla kazanç sağlarlar.	,845			
	S12 Bir hissenin yükseleceğine inanıyorsam, olumsuz bilgileri dikkate almam.	,819			
	S17 Geçmişte, piyasanın bilmediği özel bilgileri elde ederek, karlı alım satımlar yaptım.	,817			
	S24 Gelecekteki fiyatı tahmin edebilmek için, sadece mevcut fiyatı ve geçmiş fiyat hareketlerini incelemek, yeterli değildir.	,813			
	S16 Alım satım yapmadan önce piyasanın genelini bilmediği özel bilgileri elde etmek, benim için çok önemlidir.	,790			
	S21 Mevcut fiyat ve geçmiş fiyatlardan daha çok elde ettiğim özel bilgilere göre işlem yaparım.	,715			
Temsililik	S22 Ellerinden gelse, bütün yatırımcılar, fiyat hareketlerinden daha ziyade özel bilgilere ulaşabilmeyi isterler.		,838		
	S18 Bireysel yatırımcılar, elde ettikleri özel bilgilere, kamuya açıklanan bilgilerden daha fazla önem verirler		,805		
	S11 Yatırımcılar, hisse senedi ile ilgili sahip oldukları düşünceleri destekleyen bilgilere daha çok önem verirler.		,791		
	S9 Geçmişte bende iki üç çarpıcı haberle yönlendirildim ve hisse alım satımı yaptım.		,699		
	S10 Alım satım yaparken, hisse senedi ile ilgili eski tarihli ve yeni tarihli bütün unsurlara göre hareket ederim.		,672		
	S8 Türkiye’ de, hisse senedi ile ilgili üst üste alınan iki-üç çarpıcı haber, hisse alım satımını etkiler.		,652		
Momentum	S30 Düşüş trendine giren hisseleri satarak, genellikle karlı çıkmışımdır.			,896	
	S29 Piyasanın düşüşe geçtiğini düşünürsem, hisse senedi satışı yaparım			,892	
	S27 Artış trendine giren hisseleri alarak, genellikle karlı çıkmışımdır.			,884	
	S26 Son günlerde yükselmeye başlayan ve belli bir süre daha yükseleceğini düşündüğüm hisseleri alırım.			,801	
	S28 Yatırımcılar, hisse ile ilgili özel bilgilerden daha çok, mevcut fiyata ve geçmiş fiyat hareketlerine bakarak alım satım yaparlar.			,783	
Muhafazakarlık	S3 Türkiye’ deki yatırımcıların çoğu, bir hisseyi kabul ettikten sonra, kötü haberleri dikkate almazlar				,761
	S5 Fiyatının düşeceğini düşündüğüm hisse senedi ile ilgili birkaç olumlu haber düşüncemi değiştirmez.				,731

Tablo 3.18: Davranış Şekillerine Ait Faktör Analizi Sonuçları

Elde edilen faktör analizi sonucunda Aşırı güven, kendine atfetme ve haber avcılığı davranışı tek bir faktör altında toplanmış ve bu faktöre aşırı güven, haber avcılığı ve kendine atfetme adı verilmiştir. Her bir faktör kapsadıkları değişkenlere ait özelliklerden yola çıkılarak isimlendirilmiş olup ikinci faktöre temsililik, üçüncüye momentum ve dördüncü faktöre ise muhafazakârlık adı verilmiştir.

Faktör yük değerleri 0,652 ile 0,896 arasında değişen faktör analizi sonucunda açıklanan toplam varyans %75.946 olarak bulunmuştur. Bu durumda sonuç olarak elde edilen dört faktör varyansı çok iyi derecede açıklamaktadır. Ki-kare dağılımı 9646.112 çıkarken, Kaiser-Meyer-Olkin örneklem yeterliliği sonucu 0.886 olarak çıkmıştır. Bartlett küresellik ölçütü ise $p < 0,05$ çıkmıştır bu durumda faktör analizinin uygunluğunu onaylar niteliktedir.

Aşırı Güven, Haber Avcılığı ve Kendine Atfetme olarak adlandırılan ilk faktörün değişkenleri 0,715 ile 0,891 arasında yük değerine sahipken, ölçeğe ilişkin açıkladığı varyans ise %36,322 olarak saptanmıştır.

Temsililik olarak adlandırılan ikinci faktörün değişkenleri 0,652 ile 0,838 arasında yük değerine sahipken, ölçeğe ilişkin açıkladığı varyans ise %16,765 olarak saptanmıştır.

Üçüncü faktör; momentum davranışının ise 0,783 ile 0,896 arasında yük değeri vardır ve ölçeğe ilişkin açıkladığı varyans ise %16,105 olarak çıkmıştır.

Son faktör olan muhafazakârlığın yük değeri 0,731 ve 0,761'dir. %6,754 ise ölçeğe ilişkin açıkladığı varyanstır.

3.6.5.2. Farklılık Testleri

Borsa İstanbul’da hisse senedi alım satımı yapan bireysel yatırımcıların davranış özelliklerinin demografik özelliklerine göre farklılık gösterip göstermediğine ulaşmak için deneklere ait her bir davranış özelliğinin ortalaması alınarak demografik özellikleri ile t-testi ve anova testi uygulayarak sonuçları ayrı ayrı tablolar ile ifade edilmiştir.

Davranış Şekli	Cinsiyet	N	Ortalama	SD	T	P
Aşırı Güven, Haber Avcılığı ve Kendine Atfetme	Bay	270	2,5724	1,26719	,881	0,379
	Bayan	98	2,4434	1,16868	,915	
Temsililik	Bay	270	1,8988	,89853	,872	0,384
	Bayan	98	1,8095	,77511	,934	
Momentum	Bay	270	2,0859	1,06824	-,079	0,937
	Bayan	98	2,0959	1,08266	-,079	
Muhafazakârlık	Bay	270	2,7778	1,32697	,181	0,857
	Bayan	98	2,7500	1,23157	,187	

Tablo 3.19: Bireysel Yatırımcıların Ait Davranışların Cinsiyet Özelliklerine Göre Farklılık Dağılımları

Tablo 3.19’ da yer alan istatistiksel değerler göz önünde tutulduğunda, $p>0,05$ sonucuna ulaşılmakta ve davranışsal özelliklerin cinsiyete göre farklılık göstermediği sonucu ortaya çıkmaktadır.

H1: ‘‘Borsa İstanbul’da işlem yapan bireysel yatırımcıların davranışları, cinsiyet özelliklerine göre farklılaşmaktadır.’’ Hipotezi anlamlı bulunmamış ve reddedilmiştir.

Davranış Şekilleri		Kareler Top.	DF	Kareler Ort.	F	P
Aşırı Güven, Haber Avcılığı ve Kendine Atfetme	Gruplar Arası	23,541	4	5,885	3,941	,004
	Grup İçi	542,092	363	1,493		
	Toplam	565,633	367			
Temsililik	Gruplar Arası	1,258	4	,314	,415	,798
	Grup İçi	274,770	363	,757		
	Toplam	276,028	367			
Momentum	Gruplar Arası	2,371	4	,593	,514	,725
	Grup İçi	418,301	363	1,152		
	Toplam	420,672	367			
Muhafazakârlık	Gruplar Arası	44,916	4	11,229	7,077	,000
	Grup İçi	575,932	363	1,587		
	Toplam	620,847	367			

Tablo 3.20: Bireysel Yatırımcılara Ait Davranışların Yaş Gruplarına Göre Farklılık Dağılımları

Tablo 3.20’ de belirtilen ve ANOVA analizi yolu ile elde edilen istatistiki değerler incelendiğinde temsililik ve momentum davranışları ($p>0,05$) göz önünde bulundurulduğunda bireysel yatırımcılara ait davranışların yaş grupları ile anlamlı bir ilişkiye sahip olmadıkları sonucuna varılmıştır.

H2: ‘’ Borsa İstanbul’da işlem yapan bireysel yatırımcıların davranışları, yaş gruplarına göre farklılaşmaktadır.’’ Hipotezi kısmen reddedilmektedir.

Davranış Şekli	Medeni Durum	N	Ortalama	SD	T	P
Aşırı Güven, Haber Avcılığı ve Kendine Atfetme	Evli	171	2,5343	1,22608	-,054	0,957
	Bekar	197	2,5413	1,25777	-,054	
Temsililik	Evli	171	1,8967	,83922	,446	0,656
	Bekar	197	1,8562	,89256	,448	
Momentum	Evli	171	1,9789	,96821	- 1,836	0,067
	Bekar	197	2,1838	1,14613	- 1,858	
Muhafazakârlık	Evli	171	2,8977	1,29356	1,754	0,08
	Bekar	197	2,6599	1,29995	1,755	

Tablo 3.21: Bireysel Yatırımcılara Ait Davranışların Medeni Durumlarına Göre Farklılık Dağılımları

T-testi yolu ile elde edilen istatistiki sonuçları ışığında, $p > 0,05$ sonucuna ulaşılarak bireysel yatırımcıların medeni durumları ile davranış özellikleri arasında anlamlı bir ilişkiye ulaşılamamıştır.

H3: ‘‘Borsa İstanbul’da işlem yapan bireysel yatırımcıların davranışları, medeni durumlarına göre farklılaşmaktadır.’’ Hipotezi reddedilmiştir.

Davranış Şekilleri		Kareler Top.	DF	Kareler Ort.	F	P
Aşırı Güven, Haber Avcılığı ve Kendine Atfetme	Gruplar Arası	6,674	4	1,669	1,084	,364
	Grup İçi	558,958	363	1,540		
	Toplam	565,633	367			
Temsililik	Gruplar Arası	,556	4	,139	,183	,947
	Grup İçi	275,472	363	,759		
	Toplam	276,028	367			
Momentum	Gruplar Arası	,719	4	,180	,155	,960
	Grup İçi	419,953	363	1,157		
	Toplam	420,672	367			
Muhafazakârlık	Gruplar Arası	17,287	4	4,322	2,599	,036
	Grup İçi	603,560	363	1,663		
	Toplam	620,847	367			

Tablo 3.22: Bireysel Yatırımcılara Ait Davranışların Eğitim Durumlarına Göre Farklılık Dağılımları

ANOVA analizi sonucunda elde edilen istatistiki sonuçlar çerçevesinde; aşırı güven, haber avcılığı ve kendine atfetme davranışı ile temsililik ve momentum davranışının bireysel yatırımcıların eğitim düzeyleri ile anlamlı bir farklılık olmadığı sonucuna varılmıştır ($p>0,05$). Yani aşırı güven, haber avcılığı ve kendine atfetme ile temsililik ve momentum davranışlarının eğitim düzeyleri ile ilişkisi bulunmamaktadır.

H4: ‘‘Borsa İstanbul’da işlem yapan bireysel yatırımcıların davranışları, eğitim düzeylerine göre farklılaşmaktadır.’’ Hipotezi kısmen reddedilmiştir.

Davranış Şekilleri		Kareler Top.	DF	Kareler Ort.	F	P
Aşırı Güven, Haber Avcılığı ve Kendine Atfetme	Gruplar Arası	12,668	5	2,534	1,659	,144
	Grup İçi	552,965	362	1,528		
	Toplam	565,633	367			
Temsililik	Gruplar Arası	1,511	5	,302	,399	,850
	Grup İçi	274,517	362	,758		
	Toplam	276,028	367			
Momentum	Gruplar Arası	1,014	5	,203	,175	,972
	Grup İçi	419,659	362	1,159		
	Toplam	420,672	367			
Muhafazakârlık	Gruplar Arası	7,243	5	1,449	,855	,512
	Grup İçi	613,604	362	1,695		
	Toplam	620,847	367			

Tablo 3.23: Bireysel Yatırımcılara Ait Davranışların Meslek Gruplarına Göre Farklılık Dağılımları

Tablo 3.23’ e bakıldığında yapılan ANOVA analizi sonucunda meslek gruplarının davranışsal finansa ait dört başlığında da anlamlı bir farklılığa sahip değildir ($p>0,05$). Yani meslek gruplarının davranışsal finansa ait dört başlıkla da bir ilişkisi yoktur.

H5: ‘‘Borsa İstanbul’da işlem yapan bireysel yatırımcıların davranışları, mesleklerine göre farklılaşmaktadır.’’ Hipotezi reddedilmiştir.

Davranış Şekilleri		Kareler Top.	DF	Kareler Ort.	F	P
Aşırı Güven, Haber Avcılığı ve Kendine Atfetme	Gruplar Arası	34,214	3	11,405	7,812	,000
	Grup İçi	531,418	364	1,460		
	Toplam	565,633	367			
Temsililik	Gruplar Arası	5,092	3	1,697	2,281	,079
	Grup İçi	270,935	364	,744		
	Toplam	276,028	367			
Momentum	Gruplar Arası	2,025	3	,675	,587	,624
	Grup İçi	418,647	364	1,150		
	Toplam	420,672	367			
Muhafazakârlık	Gruplar Arası	33,865	3	11,288	7,000	,000
	Grup İçi	586,982	364	1,613		
	Toplam	620,847	367			

Tablo 3.24: Bireysel Yatırımcılara Ait Davranışların Hisse Senedi Piyasasında İşlem Yapma Sürelerine Göre Farklılık Dağılımları

Tablo 3.24’de bireysel yatırımcıların hisse senedi piyasasında işlem yapma sürelerinin davranış özellikleri üzerinde farklılık gösterip göstermediği belirtilmiştir. ANOVA analizi sonucunda hisse senedi piyasasında işlem yapma sürelerinin temsililik ve momentum davranışlarının üzerinde farklılık göstermediği sonucuna varılmıştır ($p>0,05$). Yani temsililik ve momentum davranışlarının hisse senedi piyasasında işlem yapma süreleri ile bir ilişkisi bulunmamaktadır.

H6: ‘‘Borsa İstanbul’da işlem yapan bireysel yatırımcıların davranışları, hisse senedi piyasasında işlem yapma sürelerine göre farklılaşmaktadır.’’ Hipotezi kısmen reddedilmektedir.

Davranış Şekilleri		Kareler Top.	DF	Kareler Ort.	F	P
Aşırı Güven, Haber Avcılığı ve Kendine Atfetme	Gruplar Arası	17,306	2	8,653	5,760	,003
	Grup İçi	548,327	365	1,502		
	Toplam	565,633	367			
Temsililik	Gruplar Arası	,137	2	,069	,091	,913
	Grup İçi	275,891	365	,756		
	Toplam	276,028	367			
Momentum	Gruplar Arası	2,286	2	1,143	,997	,370
	Grup İçi	418,386	365	1,146		
	Toplam	420,672	367			
Muhafazakârlık	Gruplar Arası	15,896	2	7,948	4,796	,009
	Grup İçi	604,951	365	1,657		
	Toplam	620,847	367			

Tablo 3.25: Bireysel Yatırımcılara Ait Davranışların Menkul Kıymet Piyasası Hakkında Bilgi Düzeyine Göre Farklılık Dağılımları

Yapılan ANOVA analizinden sonra tablo 3.25 ‘ de bireysel yatırımcıların menkul kıymet piyasalarındaki bilgi düzeyine göre davranışsal farklılıkların olup olmadığı test edilmiştir. Sonuç olarak temsililik ve momentum davranışlarının menkul kıymet piyasası hakkında bilgi düzeyine göre farklılık göstermediği bulgusuna ulaşılmıştır ($p>0,05$). Yani temsililik ve momentum davranışları ile bireysel yatırımcıların menkul kıymet piyasası hakkındaki bilgi düzeyleri arasında bir ilişki bulunmamaktadır.

H7: ‘‘Borsa İstanbul’da işlem yapan bireysel yatırımcıların davranışları, menkul kıymet piyasaları hakkında bilgi düzeylerine göre farklılaşmaktadır.’’ Hipotezi kısmen reddedilmiştir.

3.6.5.3. Araştırmaya Ait Lojistik Regresyon Analizi Yöntem ve Sonuçları

Araştırmaya ait regresyon analizi, lojistik regresyon modelinin Enter yöntemi ile yapılmıştır. Regresyon modelinde bir bağımlı dört bağımsız değişken kullanılmıştır. Bağımlı değişken araştırmaya dâhil edilen yatırımcıların getirilerine dayanarak Jensen Performans ölçütü olan Jensenin alfa ölçütü Excel’ de hesaplandıktan sonra ‘‘0= negatif getiri’’, ‘‘1= pozitif getiri’’ olarak getiri başarısı adı altında Spss ortamında kodlanarak kullanılmıştır. Negatif getiri Jensen alfasının sıfır ve altında olduğunu, pozitif getiri ise Jensen alfasının sıfırdan büyük olduğu anlamına gelmektedir.

Söz konusu Jensen alfa ölçütüne ait formül ve açıklamalar aşağıdadır.

$$\alpha_p = r_p - [r_f + \beta_p (r_m - r_f)] \quad (13)$$

Formül (13) incelendiğin’ de, α_p Jensen alfa değeri, r_p ortalama hisse senedi getirisini, r_m ortalama piyasa getirisini, r_f risksiz faiz oranını, β_p ise portföyün betasını ifade etmektedir.

Söz konusu Getiri başarısını Jensen alfa ölçütü ile hesaplarken risksiz faiz oranını 2015 yılına ait hazine bonosunun 12 aylık ortalaması alınarak yıllık %9,37, piyasa getirisi %3,76 ve borsa İstanbul’a ait ilk 100 şirketin betaları hesaplamaya dâhil edildi. Portföy betası hesaplanırken yatırımcıların yatırım ağırlıkları ve tercih ettikleri hisse senedi betaları göz önünde tutularak birbirleri ile çarpımları sonucunda elde edildi.

Ankete katılan ilk yatırımcının getiri başarısının Jensen Alfa Ölçütüyle hesaplanması aşağıda ifade edilmiştir.

İlk yatırımcı yıllık olarak anaparasının %20’si oranında getiri elde etmiş en çok yatırım yaptığı hisse senetleri ağırlıkları ve betaları tablo 3.26’ da toplamaları ile belirtilmiştir.

Hisse Senedi	Yatırım Ağırlığı	Betalar	Portföy Betası
Garanti Bankası	%40	1,2697	0,5079
Koç Holding	%20	0,9041	0,1808
Şişe Cam	%20	1,0234	0,2046
Aselsan Elektronik	%20	0,8113	0,1627
Toplam Portföy Betası			1,0562

Tablo 3.26: Yatırımcının En Çok Yatırım Yaptığı Hisse Senetlerinin Ağırlıkları ve Betalarının Çarpımlarına Ait Toplamlar

Elde edilen bireysel beta yardımıyla hesaplamaya aşağıdaki gibi devam edilmiş ve Jensen Alfa ölçütü 'ne ulaşılmıştır.

$$\begin{aligned}
\text{Alfa} &= r_s - r_f - \beta(r_b - r_f) \\
&= 0,20 - \%9,37 - 1,0562 (\%3,76 - \%9,37) \\
&= \%16.56
\end{aligned}$$

Söz konusu araştırmanın bağımsız değişkenleri ise aşağıda ifade edilmektedir,

- Aşırı güven, haber avcılığı ve kendine atfetme
- Temsililik
- Momentum
- Muhafazakârlıktır

Lojistik regresyon modeline ait sonuçlar tablolar yardımı ile gösterilmiş ve yorumlanmıştır.

Orijinal Değer	İçsel Değer
Negatif	0
Pozitif	1

Tablo 3.27: Değişken Kodları

Açıklanan (bağımlı) değişkenin nasıl kodlandığı tablo 3.27’ de ifade edilmiştir. Kodlama, 0: Negatif ve 1: Pozitif olarak yapılmıştır.

İterasyon	-2 Log Olasılık	Katsayı
		Sabit
Adım 1	458,791	,739
Adım 2	458,684	,776
Adım 3	458,684	,776

Tablo 3.28: İterasyon Tarihi

Tablo 3.28’ de, yalnızca sabit değeri elinde bulunduran lojistik regresyon modeli için -2LL’nin değerini ifade etmektedir. Hesaplama sonucunda -2LL = 458,684 değeri elde edilmiştir.

	Gözlenen	Tahmin Edilen		
		Getiri Başarısı		Doğru Oranı
		Negatif	Pozitif	
Adım 0	Negatif	0	116	,0
	Pozitif	0	252	100,0
	Yüzdenin Tamamı			68,5

Tablo 3.29: Sınıflandırma Tablosu

	B	S.E.	Wald	Df	P	Exp(B)
Adım 0 Sabit	,776	,112	47,814	1	,000	2,172

Tablo 3.30: Eşitliğe Alınan Değişkenler

Tablo 3.30’ da modele ait sabit terimin katsayısı gösterilmektedir. Sabit terim 0,776 olarak hesaplanmıştır. Bu değer istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur (P=0,000).

		Skor	df	p
Adım 0	AG_HA_KA	92,745	1	,000
	Değişkenler	20,953	1	,000
	Momentum	10,363	1	,001
	Muhafazakarlık	48,794	1	,000
	Tüm İstatistik	97,146	4	,000

Tablo 3.31: Eşitliğe Alınmayan Değişkenler

		Ki-Kare	Df	P
Adım 1	Adım	118,741	4	,000
	Blok	118,741	4	,000
	Model	118,741	4	,000

Tablo 3.32: Omnibus Testleri ve Model Katsayıları

Tablo 3.32 incelendiğinde, bir önceki adıma göre meydana gelen iyileşmeyi göstermekte ve söz konusu iyileşme ki kare değeri ile gösterilmektedir. Ki kare değeri 118,741 birim çıkmıştır (458,684 - 339,943).

Diğer yandan, ki kare değeri iyileşme durumun da $p= 0,000$ olduğundan H_0 hipotezi reddedilir ve söz konusu modelin anlamlı olduğu anlamına gelir.

Adım	-2 Log Olasılık	Cox & Snell R Kare	Nagelkerke R Kare
1	339,943 ^a	,276	,387

Tablo 3.33: Model Özeti

Tablo 3.33 incelendiğinde de, Cox & Snell R kare ve Nagelkerke R kare değerleri, 0,276 ve 0,387 olarak bulunmuştur. Yani lojistik regresyon modelinin kullanılan değişkenleri açıklama oranları sırasıyla, %27,6 ve %38,7'dir.

Tablo 3.33 incelendiğinde de, -2LL değerini 339,943 olarak sonuçlandığı görülmektedir. Diğer yandan, tablo 3.28' de yer alan -2LL, modelde sadece sabit değeri dikkate aldığında söz konusu değer, 458,684 olarak bulunmuştur. Söz konusu modele tüm değişkenler eklendiğinde, elde edilen -2LL değeri sadece sabit terimin bulunduğu denkleme ait olan -2LL değerinden küçük olduğu gözükmemektedir ($339,943 < 458,684$).

	Gözlenen	Tahmin Edilen		
		Getiri Başarısı		Doğru Oranı
		Negatif	Pozitif	
Adım 1	Negatif	72	44	62,1
	Pozitif	56	196	77,8
	Yüzdenin Tamamı			72,8

Tablo 3.34: Sınıflandırma Tablosu

Tablo 3.34 incelendiğinde, söz konusu modelde 56 katılımcının pozitif getiri elde etmesine rağmen negatif olarak tahmin etmesi ve 44 katılımcının ise negatif getiri elde etmesine rağmen pozitif getiri olarak tahmin edilmesi sebebi ile toplam 100 katılımcı yanlış tahmin edilmiştir. Diğer bir ifadeyle, ankete katılan 368 yatırımcının getiri başarısının negatif ve pozitif olması

yönündeki doğru tahmin, negatif getiri elde eden katılımcılar %62,1 pozitif getiri elde eden katılımcılar %77,8 ve toplam da ise 72,8’dir.

	B	S.E.	Wald	Df	P	Exp(B)	95% C.I. for EXP(B)	
							Lower	Upper
AG_HA_KA	1,350	,245	30,251	1	,000	3,856	2,384	6,238
Adım 1 ^a Temsililik	-,416	,316	1,735	1	,188	,660	,355	1,225
Momentum	,113	,126	,800	1	,371	1,120	,874	1,435
Muhafazakarlık	,228	,118	3,714	1	,054	1,256	,996	1,584
Constant	-2,171	,464	21,878	1	,000	,114		

Tablo 3.35: Eşitliğe Alınan Değişkenler

Açıklayıcı değişkenler ve sabit katsayı hakkında beta değerlerini gösteren tablo 3.35 incelendiğinde de, modele ait beta değerlerine ulaşılmaktadır. Beta değerleri incelendiğinde yatırımcıların getiri başarısını en fazla aşırı güven, haber avcılığı ve kendine atfetme davranışlarını içinde bulunduran davranış biçimi (1,350) etkilemektedir. Ardından temsililik (- 0,416), muhafazakarlık (0,228) ve son olarak da momentum davranışı (0,113) etkilemektedir. Elde edilen betalara ait pozitif ve negatif değerler bağımlı değişken ile olan ilişkinin yönüne ait bilgi vermektedir.

Beta değerleri incelendiğinde sadece aşırı güven, haber avcılığı ve kendine atfetme davranışı adı altındaki yatırımcı davranışlarının (0,000) çıkması sonucun da 0,05 anlamlılık düzeyinde anlamlı bulunmuştur. Ancak temsililik davranışı 0,188, momentum 0,371 ve muhafazakarlık davranışının ise 0,54 ($p>0,05$) çıkması sebebiyle istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır.

Tablo 3.35’ de yer alan eşitliğe alınan değişkenler tekrar incelendiğinde, Exp(B) değerlerinin ifade edildiği görülmektedir. Exp(B)

(odds oranı) negatif getiri elde etme ihtimalinin pozitif getiri elde etme ihtimaline oranını ifade etmektedir. Söz konusu araştırma da aşırı güven, haber avcılığı ve kendine atfetme davranış biçiminin $p<0,05$ çıkması sebebiyle odds oranına bakılırken diğer davranış biçimlerinin anlamlı bulunmaması sebebiyle odds oranları dikkate alınmamıştır. Yani aşırı güven, haber avcılığı ve kendine atfetme değişkeninin bir birim artması durumunda log odds oranının 3,856 birim arttığı gözlemlenmiştir.

Lojistik regresyon analizi sonucunda, modele ait sabit ve bağımsız değişkenlerin katsayılarına ulaşılmış ve aşağıda ifade edilen bağımlı ve bağımsız değişkenlerden yola çıkarak bir regresyon modeli kurma yoluna gidilmiştir.

Y_i = Hisse Senedi Getirisi (Pozitif Getiri; 1, Negatif Getiri; 0)

AG_HA_KA = Aşırı Güven, Haber Avcılığı ve Kendine Atfetme Davranışı

Temsililik= Temsililik Davranışı

Momentum= Momentum Davranışı

Muhafazakârlık= Muhafazakârlık Davranışı

Temsililik, Momentum, ve Muhafazakarlık değişkenlerinin anlamlı bir sonuç vermemesi sebebiyle söz konusu eşitliğe dâhil edilmemiş, sadece AG_HA_KA bağımsız değişkeni dâhil edilmiştir. Bu sebepten dolayı bağımlı değişken olan Hisse Senedi Getirisi ile bağımsız değişken olan AG_HA_KA yeniden test edilmiş ve tablo 3.36' da yer alan sonuçlara ulaşılmıştır.

		B	S.E.	Wald	Df	P.	Exp(B)
Adım	KA_AG_	1,405	,183	59,159	1	,000	4,077
1 ^a	HA						
	Constant	1,135	,154	54,178	1	,000	3,113

Tablo 3.36: Eşitliğe Alınan Değişkenler

Tablo 3.36 incelendiğinde söz konusu logit modelin tahminine ulaşılmaktadır. Tabloda sabit parametre ile birlikte bağımsız değişkenin tahmin edilen katsayısı, standart hatası, Wald test istatistiği ve p değerine ulaşılmaktadır. Söz konusu bu sonuçlara göre oluşturulan logit model aşağıda ifade edilmiştir.

$$\text{Hisse Senedi Getirisi} = 1,135 + 1,405 * \text{AG_HA_KA}$$

Söz konusu modelin sonucu anlamlılık düzeyi olarak adlandırılan P değeri 0,00'dır. Bu değer %5 anlamlılık seviyesinde, katsayıların sıfıra eşit olduğu hipotezi reddedilmiş ve tahmin edilen logit modelin genel olarak anlamlı olduğu kararına varılmıştır.

Yani;

$$H_0 = \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = 0: \quad \text{Model genel olarak anlamsızdır.}$$

$$H_1 \neq \beta_1 \neq \beta_2 \neq \beta_3 \neq \beta_4 \neq 0: \quad \text{Model genel olarak anlamlıdır.}$$

Olarak iki farklı hipotez ortaya atılmış, hipotezler test edilmiş ve tahmin edilen logit modelin genel olarak anlamlı olduğu kanısına varılmıştır.

Söz konusu modele dayanarak;

Muhafazakârlık davranışına ait istatistiksel anlamlılık düzeyi 0,054 ($p > 0,05$) olduğu ve getiri üzerinde anlamlı bir etki yaratmadığına ulaşılmıştır. Bu doğrultuda:

H8: “Borsa İstanbul’da işlem yapan bireysel yatırımcıların Muhafazakârlık Davranışı, getiriye etkilemektedir.” Hipotezi istatistiksel açıdan anlamlı değildir ve kabul edilmemiştir.

Temsililik davranışına ait istatistiksel anlamlılık düzeyi 0,188 ($p>0,05$) olduğu ve getiri üzerinde anlamlı bir etki yaratmadığına ulaşılmıştır. Bu doğrultuda:

H9: “Borsa İstanbul’da işlem yapan bireysel yatırımcıların Temsililik Davranışı, getiriye etkilemektedir.” Hipotezi istatistiksel açıdan anlamlı değildir ve kabul edilmemiştir.

Aşırı güven, haber avcılığı ve kendine atfetme davranışına ait istatistiksel anlamlılık düzeyi 0,000 ($p< 0,05$) olduğu ve getiri üzerinde anlamlı bir etki yarattığına ulaşılmıştır. Bu doğrultuda:

H10: “Borsa İstanbul’da işlem yapan bireysel yatırımcıların Aşırı Güven, Haber Avcılığı ve Kendine Atfetme Davranışı, getiriye etkilemektedir.” Hipotezi istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuş ve kabul edilmiştir.

Momentum davranışına ait istatistiksel anlamlılık düzeyi 0,371 ($p>0,05$) olduğu ve getiri üzerinde anlamlı bir etki yaratmadığına ulaşılmıştır. Bu doğrultuda:

H11: “Borsa İstanbul’da işlem yapan bireysel yatırımcıların Momentum Davranışı, getiriye etkilemektedir.” Hipotezi istatistiksel açıdan anlamlı değildir ve kabul edilmemiştir.

4. Sonuç ve Öneriler

Geleneksel finans teorisi, yatırımcıların rasyonel davrandıklarını ve karar alma süreçlerinde tüm bilgileri dikkate aldıklarını iddia etmektedir. Yatırımcıların rasyonel bir davranış içinde olması, beklenen fayda teorisinin öngördüğü şekilde karar vermelerini gerekli kılmaktadır. Ancak zaman geçtikçe gelişen finans teorileri bu perspektifin yetersiz olduğunu ve yatırımcıların rasyonel davranışlar sergilemediklerini savunmaya başlamıştır. İşte tam bu nokta da, davranışsal finans ortaya çıkmış ve yatırımcıların yatırım kararları esnasında duygularını kullandıkları ve bu duyguların önemli olduğu kanısına varılmıştır.

Davranışsal finans yaklaşımı insanların normal olduğunu kabul etmektedir ve normallik ise insanlara ait bazı bilişsel ve duygusal yanlıgıları işaret etmektedir. Yani insanların ruh halleri ve duyguları, insan davranışını etkilediğini öne süren davranışsal finans yaklaşımı, yatırımcıların geleneksel finansın savunduğu gibi doğru tercihler yapacağını kabul etmemektedir.

Temelinde bilişsel ön yargılar ve beklenti teorisi yatan davranışsal finansa ait çalışmalar, yatırımcıların özellikle riskli koşullarda karar alırken bu kararları etkileyen psikolojik faktörlerin neler olduğunu ve beklenen fayda teorisinden nasıl uzaklaşıldığına cevap aramaktadır. Diğer taraftan davranışsal finans alanında yapılan çalışmalar; davranışsal finansın açıkladığı bazı davranış biçimlerinin hisse senedi yatırımlarına ait getiriler üzerinde etkiye sahip olup olmadıkları ve bu söz konusu davranışların yatırımcılar tarafından gösterilip gösterilmediği ile ilgilidir.

Borsa İstanbul, her geçen gün daha fazla kurumsal ve bireysel yatırımcılara sahne olmaktadır. Politik ve anlık olaylardan etkilenmesinin yanı sıra yatırımcıların davranış şekilleri sebebi ile borsa da yukarı ve aşağı yönlü hareketler de olabilmektedir. Yatırımcılar hisse senedi alım satımı kararlarını verirken, temel analiz ve teknik analiz gibi yöntemlere başvurumaktadırlar. Ancak son günler de popüler olan bir kavram olan

davranışsal finans, her geçen gün önemli hale gelmektedir. Bunun en temel sebebi yatırımcı davranışlarının menkul kıymet borsası üzerinde önemli bir etkiye sahip olmasıdır.

Söz konusu çalışma da; Borsa İstanbul’ da işlem yapan bireysel yatırımcıların davranışsal finansın içinde barındırdığı; Barberis ve diğerlerinin modeli olan muhafazakârlık ve temsililik davranışı, Daniel ve diğerlerinin aşırı güven ve kendine atfetme davranışı ile Hong ve Stein’ in modeli olan haber avcılığı ve momentum davranışlarını gösterip göstermediklerini ve söz konusu bu üç modele ait davranış biçimlerini gösteren bireysel yatırımcıların getirilerinde olumsuz bir etkiye sebep olup olmadığı araştırılmıştır.

Bu bağlam da söz konusu araştırma da yerli ve yabancı kaynaklara dayanarak literatür taraması yapılmış ve davranışsal finansın en önemli üç modelinde yer alan davranışlar incelenmiştir. Toplam 39 sorudan oluşan anket yardımıyla, deneklerin demografik ve davranışsal finans yaklaşımına ait soruları cevaplanmıştır. 9’u demografik soruları içerirken, 30 adet soru ise davranışsal finans yaklaşımına ait soruları içermektedir. Anket cevapları toplandıktan sonra, SPSS programı ortamında, T-test ve ANOVA gibi yöntemler yardımıyla deneklerin demografik özelliklerine ait farklılık testleri yapılmıştır. Farklılık testleri sonucunda deneklerin demografik özelliklere göre farklılık gösterip göstermediği ortaya konmuştur. 30 soruluk davranışsal finans yaklaşımına ait cevaplara ait güvenilirlik analizi yapıldıktan sonra, söz konusu 30 cevap faktör analizine dâhil edilmiş ve faktör analizi sonucunda 6 cevaplanmış sorunun çıkarılmasına karar verilmiştir ve araştırmaya ait 4 faktör elde edilmiştir. Bu 4 faktör içerdikleri soru ve cevaplara dayanarak isimlendirilmiştir. Araştırmada faktör analizinin yapılma amacı: lojistik regresyon modelin de yer alacak bağımsız değişkenlerin en aza indirgenmesi ve daha anlaşılır bir şekilde yorumlanmasını sağlamaktır. Faktör analizi sonucunda bağımlı değişken portföy performans ölçütü olan Jensen’in alfası hesaplandıktan sonraki getiri oranları, bağımsız değişkenler ise farklı davranış

biçimlerini içeren dört farklı faktör olarak belirlenmiş lojistik regresyon analizine dâhil edilmiştir.

Yapılan test ve analizler sonucunda Borsa İstanbul'da işlem yapan yatırımcıların davranışsal finans yaklaşımına ait aşırı güven, haber avcılığı, kendine atfetme, temsililik, momentum ve muhafazakârlık gibi davranış biçimlerini gösterdikleri ortaya çıkmıştır. Davranışsal finans yaklaşımına ait birkaç davranışın içinde yer alan aşırı güven, haber avcılığı ve kendine atfetme davranışının, Borsa İstanbul'da işlem yapan bireysel yatırımcıların getirilerine etki ettiği diğer davranış biçimlerinin ise anlamlı bir etkiye sahip olmadığı ortaya çıkmıştır.

Aşırı güven davranışında bulunan bireysel yatırımcılar, kendi bilgi birikimlerine körü körüne bağlanmaktayken, haber avcılığı davranışı içinde bulunan yatırımcılar ise çeşitli haber ve söylentilere aşırı bir şekilde duyarlılık göstermektedir. Kendine atfetme davranışı içinde bulunan bireysel yatırımcılar ise yüksek getiri elde ettiklerinde bu sonucun kendi başarısından kaynaklı olduğunu düşünürken, başarısızlıklarını ise dış faktörlere dayandırmaktadırlar. Bu üç davranış biçimi birbirleri ile bağlantılı olup harmanlanmıştır. Söz konusu bu davranış biçimlerine ait literatür taraması yapıldıktan sonra aşırı güven, haber avcılığı ve kendine atfetme davranışlarının, Borsa İstanbul'da işlem yapan yatırımcıların getirilerinde olumsuz yönde etki yaratacağı düşünülmüştür. Ancak elde edilen bulgular gösteriyor ki; aşırı güven, haber avcılığı ve kendine atfetme davranış biçimlerini gösteren bireysel yatırımcılar, Borsa İstanbul' da yaptıkları yatırımın karşılığında zarar etmemekte, aksine piyasanın ortalama getirisinin üzerinde kar elde etmektedirler. Bu durumda, söz konusu araştırmaya dayanarak, davranışsal finans yaklaşımına ters düşen bir sonucun elde edildiği söylenebilir. Sonucun davranışsal finans varsayımlarının aksine çıkmasının en büyük sebebi, bireysel yatırımcıların edinmiş oldukları özel bilgiler dâhilinde alım ve satım yapmaları ve bu söz konusu haberlerin fiyatları etkisi altına almasıdır. Bu yüzden, Borsa İstanbul'da işlem yapan

bireysel yatırımcıların elde ettiği getiriler, piyasanın ortalama getirisinin üstünde çıkmıştır.

Bu sayede anlaşılıyor ki, tek bir çalışmayla davranışsal finansın doğruluğunu öne sürmek doğru olmayabilmektedir. Bu nedenle, benzer çalışmaların, farklı veri kümeleriyle birlikte yürütülmesinin yararlı olacağı ortadadır.



5. KAYNAKLAR

- Akkaya, G. C. ve Taner , B. (tarih yok). ‘ ‘ Yatırımcı Psikolojisi ve Davranışsal Finans Yaklaşımı ‘ ‘. İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi .
- Aksoy, T. ve Şahin, I. (2015). Belirsizlik Altında Karar Alma: Geleneksel ve Modern Yaklaşımlar . *İktisat Politikası Araştırmaları Dergisi Cilt:2, Sayı:2* , 1-28.
- Aktaş, H. ve Kozoğlu, M. (2007). Haftanın Günleri Etkisinin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda GARCH Modeli ile Test Edilmesi. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar, Cilt: 44, Sayı:514*, 37-44.
- Altay, E. (2008). Sermaye Piyasasında Sürü Davranışı: İMKB’ de Piyasa Yönünde Sürü Davranışlarının Analizi. BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar, 30-32
- Amos, Daniel , Kahneman, ve Tversky. (1971). Belief in Law of Small Numbers. *Psychological Bulletin*, Vol. 76, No. 2. , 105-110.
- Amos, Daniel, Kahneman, ve Tversky. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk. *Econometrica, 47(2)* , 263-291.
- Andrei, Barberis, Nicholas , Shleifer, Vishny ve Robert. (2008). “A model of investor sentiment”. *Journal Of Financial Economics*, Vol. 49, 307-340.
- Andrei, Barberis, Nicholas, Shleifer, Robert, & Vishny,. (1998). A Model of Investor Sentiment. *Journal of Financial Economics*, Vol: 49, 307-343.
- Aydın ve Ulucan. (2004). *Portföy Optimizasyonu: Siyasal Kitabevi*.
- Baker, H. K. ve Nofsinger, J. R. (2002). ‘ ‘ Psychological Biases of Investors ‘ ‘. *Financial Services Review* 11 , 97-116.
- Banz, R. W. (1981). “The Relationship Between Return and Market Value of Common Stock”. *Journal of Financial Economics*, Vol. 9, 3-18.
- Barak, O. (2006). “Hisse Senedi Piyasalarında Anomaliler ve Bunları Açıklamak Üzere Geliştirilen Davranışsal Finans Modelleri: İMKB’de Bir Uygulama”. *Yayınlanmamış Doktora Tezi. Ankara: Gazi Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü*.
- Barak, O. (2008). *İMKB’de Aşırı Reaksiyon Anomalisi ve Davranışsal Finans Modelleri Kapsamında Değerlendirilmesi*.
- Barak, O. ve Demireli, E. (2007). İMKB’de Gözlemlenen Fiyat Anomalilerinin Davranışsal Finans Modelleri Kapsamında Değerlendirilmesi. *10. Ulusal Finans Sempozyumu* . İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi İİBF.

- Barber, B. ve Odean, T. (2000). "Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors.". *Journal of Finance*, Vol. 55, No. 2 (April), 773–806.
- Barber, Brad , M. ve Odean, T. (2001). "Boys Will be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment". *The Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 261–292.
- Barbeis, Shliefer ve Vishny (1998). "A Model of Investor Sentiment". *Journal of Financial Economics*, 307-343
- Barbeis ve Thaler. (2003) "A Survey of Behavioral Finance". *Handbook of the Economics of Finance*, 1-71
- Basu, S. (1977). "Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earnings Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis". *The Journal of Finance*, Vol. 32, No. 3, 663.
- Bayar, Y. (2011). Yatırımcı Davranışlarının Davranışçı Yaklaşım Çerçevesinde Değerlendirilmesi. *Donanma Komutanlığı , Girişimcilik ve Kalkınma Dergisi* (6:2).
- Bayrakdaroğlu, A. (2012). Performans Ölçütlerinin Hisse Senedi Getirilerini Açıklayabilme Gücü Üzerine Ampirik Bir Çalışma. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, s. 139-153.
- Behavioral Corporate Finance*. (2005). Boston: McGraw Hill Irwin.
- Bolak, M. (1998). *Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi*. İstanbul: Beta Yayınları.
- Camerer, Colin, ve Lovallo, D. (1999). "Overconfidence and Excess Entry: An Experimental Approach". *The American Economic Review*, 89(1), 306–315.
- Ceylan, A. ve Korkmaz, T. (2007). *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi*. Bursa: Ekin Basım Yayın, 4.Baskı.
- Charupat, N. ve Deaves, R. (2003). "How Behavioral Finance Can Assist Financial Planners". *Working Paper*.
- Daniel, K., Hirshleifer, D.ve Subrahm, A. (2005). "Investor Psychology and Tests of Factor Pricing Models".
- Daniel, Kent, Hirshleifer ve Subrahm. (1998). Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions. *The Journal of Finance*, 1998, No:53/6, 1839-1885.
- De Bondt, Werner, F. M., Thaler ve Richard. (1985). "Does the Stock Market Overreact?". *Journal of Finance*, 793-805.

- De Bondt, Werner, F. M., Thaler ve Richard. (1987). "Further Evidence on Investor Overreaction and Market Seasonality". *Journal of Finance*, 557-581.
- Döm, S. (2003). "Yatırımcı Psikolojisi" (Birinci Basım). İstanbul: Değişim Yayınları.
- Durmuş , S. ve Sezgin , D. (2015). Yatırımcıların Finansal Okuryazarlık ve Bilişsel Yetenek Düzeylerinin Psikolojik Yanılsamalar ile İlişkisi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi Nisan*.
- Edgar , A., Frank, K. R., ve Norton. (1995). *Norton, Edgar A. ve Frank K. Reilly (1995); Investments (4.Issue)*,. ABD: The Dryden Press.
- Elvin, M. (2004). *Financial Risk Taking: An Introduction to the Psychology of Trading and Behavioral Finance, 1st Edition*. England: John Wiley & Sons.
- Eric, V. B., Kees, V. D., Piete ve Zeelenberg, M. (2002). The Inaction Effect In The Psychology Of Regret. *Journal Of Personality and Social Psychology*, No: 3, 314-327.
- Eugene, F., Fama, French ve Kenneth, R. (1993). Common Risk Factors in The Returns on Stock and Bonds. *Journal of Financial Economics*, 3-56.
- Faikoğlu, S. (2012). "İMKBD' de İşlem Yapan Bireysel Yatırımcıların Davranışsal Finans Açısından İncelenmesi". *Yayınlanmamış Doktora Tezi Sakarya: Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*.
- Festinger, L. (1957). Cognitive Dissonance-Overview.
- Frank ve Knight. (1921). Risk, Uncertainty and Profit, USA: Liberty Fund.
- Güçlü, H. (2006). Arbitraj Fiyatlama Modeli. İstanbul.
- Güngör, B. (2003). Finans Literatüründe Anomali Kavramı ve Etkin Piyasalar Hipotezi . *İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*.
- Hayta, A. B. (2014). Bireysel Yatırımcıların Finansal Risk Algısına Etki Eden Psikolojik Önyargılar. *TSA*, s. 1-24.
- Hong, H., Kubik, J. ve Solomon, A. (2000). Security Analysts' Career Concerns and Herding of Earnings Forecasts. *RAND Journal of Economics*, 121-144.
- Işın, Ş. (tarih yok). Bayes Kuralının Tarımsal İşletmecilik Kararlarında Uygulanışına Bir Örnek. 63-64.
- Jegadeesh, N.ve Titman, S. (2001). Momentum. *Journal Of Finance*.
- KAHNEMAN, Daniel ve TVERSKY Amos (1971). "Belief in the Law of Small Numbers", *Psychological Bulletin*, Vol:76, S.2, s:105-110.
- Kahneman, Daniel, Tversky ve Amos. (1972). Subjective Probability: A judgment of Representativeness. *Academic Press, Cognitive Psychology*, 430-454.

- Kahneman, Daniel, Tversky, & Amos. (1973). On the psychology of prediction. *Psychological Review. American Psychological Association*, Vol. 80, No. 4, 237-251.
- Kahneman, D. ve Tversky, A. (1979). "Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk". *Econometrica*, 47: 2, 263-270.
- Kandır , S. Y. ve İnan, H. (2011). " Momentum Yatırım Stratejisinin Karlılığının İMKB’de Test Edilmesi ". *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Cilt:5, Sayı:2, 2011*, 52.
- Karan, Mehmet B. (1994), "İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Hafta Sonu Etkisi", *Yaklaşım. Sayı 20, ss. 99-109*
- Karan, M.B. (2000). "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda İlk Halka Arzların Uzun Vadeli Fiyat Performanslarının Ölçülmesi. *Gazi Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Sayı: 3, 87-96*.
- Karan, Mehmet, B. (2001). "Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi", *Hacettepe Üniversitesi Finansal Araştırmalar Merkezi Yayınları, Ankara, 276-295*
- Kıyılar, M. (1997). *Etkin Pazar Kuramı ve Etkin Pazar Kuramının İMKB’de İrdelenmesi ve Test Edilmesi*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurumu .
- Kıymaz, H. (1999). " The initial and aftermarket performance of IPOs in an emerging Market: Evidence from Istanbul Stock Exchange". *Journal of Multinational Financial Management, Vol 10, 213-227*.
- Kishore. (tarih yok). " Theory of Behavioural Finance and its Application to Property Market: A Change in Paradigm". *Twelfth Annual Pacific Rim Real Estate Society Conference*. Auckland, New Zealand: Kishore.
- Konuralp, G. (2005). *Sermaye Piyasaları*. İstanbul: Alfa Yayınları.
- Kurz , M. (1997). "Endogenous Uncertainty: A Unified View of Market Volatility." . *Stanford University Working Paper*.
- Kutluk, K. ve Sümer, A. H. (2007). Finansal Varlık Fiyatlama Modelleri Çerçevesinde Piyasa Risklerinin Hesaplanması:Parametrik Olmayan Yaklaşım. *Bankacılar Dergisi, Sayı 62, 3-24*.
- Küçük , A. (2014). Bireysel Yatırımcıları Finansal Yatırım Kararına Yönlendiren Faktörlerin Davranışsal Finans Açısından Ele Alınması: Osmaniye Örneği.Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi. Korkut Ata Üniversitesi, SBE.
- Küçüksille, E. ve Usul, H. (2012). *Bilişsel Önyargılar ve Yatırımcı Kararlarına Etkileri* .
- Lakonishok, J. ve Smidt , S. (1988). "Are Seasonal Anomalies Real? A Ninety-Year Perspective". *The Review of Financial Studies, Vol.1, No.4 , 403-425*.

- Lawrance, A. (2001). Behavioral Finance and Investor Governance. *CardPublic Law and Legal Theory Research Paper Series, Working Paper*, 18.
- Markowitz, H.M. (1952), Portfolio Selection, *Journal of Finance*, vol.7, no.1 (77-91)
- Nofsinger ve John, R. (2001). *Investment Madness: How Psychology Affects Your Investing... And What to Do About it*. Pearson Education.
- Odean ve Terrance. (1999). "Do Investors Trade Too Much?". *The American Economic Review*, 89(5), 1279–1296.
- Odean ve Terrance. (1998). "Volume, Volatility, Price, and Profit When All Traders Are Above Average". *Journal of Finance*, Vol. 53, No:6, December 1998 , 1887-1930.
- Öncü, S., Aktaş , H., Kargın, S., Aktaş , R. ve Kayalı . (2006). Yatırımcıların Anormal Fiyat Değişmelerine Tepkisi: Gün İçi Verilerle İMKB Üzerine Bir İnceleme. *10.Ulusal Finans Sempozyumu* . İzmir.
- Özer, G. (1996). *Muhasebe Kârları ile Hisse Senedi Verimleri Arasındaki İlişkiler: İMKB’de Deneyisel Bir Analiz*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurumu Yayınları, Yayın No: 31.
- Özmen, T. (1997). *Dünya Borsalarında Görülen Anomaliler ve İMKB Üzerine Bir Deneme*. Ankara: SPK Yayınları.
- Öztürkatalay, M. V. (2005). "Hisse Senedi Piyasalarında Görülen Kesitsel Anomaliler ve İMKB’ye Yönelik Bir Araştırma". *Yayınlanmamış Doktora Tezi. İstanbul: İ.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Finans Bilim Dalı*, 49.
- Pieters, R. ve Zeelenberg, M. (2004). "Consequences Of Regret Aversion In Real Life: The Case Of The Dutch Postcode Lottery". *Organizational Behavior and Human Decision Process*, No: 93, 155-168.
- Rabin, Matthew ve Thaler, R. H. (2001). "Anomalies: Risk Aversion". *The Journal of Economic Perspectives*, 15(1), 219–232.
- Scharfstein, D. ve Stein, J. (1990). Herd Behavior and Investment. *American Economic Review*, 465-479.
- Senchack, A. ve Martin, J. (1987). "Relative Performance of the PSR and the PER Investment Strategies". *Financial Analyst Journal*, Vol. 43, 46.
- Shiller ve Robert, J. (1998). Human Behaviour and Efficiency of the Financial System.
- Shiller, R. (2003). "From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance " . *The Journal of Economic perspectives*, Vol. 17, No. 1, 83-104.

- Singh, S. (2012). "Investor Irrationality and Self-Defeating Behavior: Insights from Behavioral Finance ". *The Journal of Global Business Management Volume* 8, 116-122.
- Smith , L. ve Harvey, W. (2011). Test of a Theory: An Empirical Examination of the Changing Nature of Investor Behavior. *Journal of Management Policy and Practice Vol.* 12(3).
- Statman, M., Fisher ve Anginer, D. (2008). "Affect in a Behavioral Asset-Pricing Model". *Financial Analysts Journal*, Vol. 64, No. 2 (March/April) , 20.
- STATMAN, Meir ve Thorley, S. (1998). "Overconfidence and Trading Volume" . *Working Paper, Santa Clara University*.
- Tetlock, P. (2007). "Giving Content to Investor Sentiment: The Role of Media in the Stock Market". *Journal of Finance*, vol. 62, no. 3, 1139–1168.
- Thaler ve Richard , H. (1999). "Mental Accounting Matters". *Journal of Behavioral Decision Making*, 12(3), 183–206.
- Thaler ve Richard, H. (2005). *Advances in Behavioral Finance, Volume II*. USA. Princeton University Press.
- Thaler, R. H. (1985). "Mental Accounting and Consumer Choice" . *Marketing Science Vol.4*, 199-214.
- Toplu, D., Sap , Ö. ve Yaşlıoğlu, M. M. (2014). BIASSES IN DECISION MAKING PROCESS OF THE EMPLOYEES'. *Volume:1 Issue: 1*.
- Ülkü, N. (2001). "Finansta Davranış Teorileri ve İMKB'nın Dezenflasyon Programının Başlangıcındaki Fiyat Davranışı". *İMKB Dergisi, Yıl:5, Sayı:17, Ocak-Şubat-Mart 2001*, 110- 111.
- Weinstein, N. D. (1980). "Unrealistic Optimism About Future Life Events". *Journal of Personality and Social Psychology* , Vol.39, No.5, 806-820.
- Wermers ve Russ . (1999). "Mutual Fund Herding and the Impact on Stock Prices". *The Journal of Finance*, 54(2), 581–622.
- Winston ve Waynel, L. (1998). "Operations Research; Application and Algorithms" 3. Press. California: Duxbury Press.
- Yalçın, Y. (2012). *İktisadi Yaklaşımla Rekabetçi Piyasa Analizi*. Ankara: Rekabet Kurumu Yayınları. 1-86
- Yıldırım, H. (2013). *Forexde Para Kazanmanın Yolları (1. Basım)* (s. 74-75). içinde İstanbul: Sokak Kitapları.
- Yörük, N. (2000). ARBİTRAJ FİYATLAMA MODELİNDE RİSK UNSURLARI. *İktisadi ve idari Bilimler Dergisi, Cilt: 14*, 87-98.

6. EKLER

Ek 1: Araştırmada Kullanılan Anket

Ek 2: BIST100 ‘ de Yer Alan şirketlere Ait Betalar

Ek 3: 2015 Yılına Ait Hazine Bonosu Fiyatları ve Ortalaması

Ek 4: 1 Yıllık Hazine Bonosuna Ait Bloomberg Platform Resmi

Ek 1: Araştırmada Kullanılan Anket

DEMOKRAFİK ANKET SORULARI

1. Cinsiyetiniz?

(1) Bay (2) Bayan

2. Yaş Grubunuz?

(1) 18-29 (2) 30-39 (3) 40-49 (4) 50-59 (5) 60 ve üstü

3. Medeni Haliniz?

(1) Evli (2) Bekar

4. Eğitim Düzeyiniz?

(1) İlk Öğretim (2) Lise (3) Ön Lisans (4) Üniversite (5) Yüksek Lisans

5. Mesleğiniz?

(1) Özel Sektör çalışanı (2) Kamu çalışanı (3) Serbest Meslek (4) Öğrenci (5) İşsiz

(6) Emekli

6. Ne kadar zamandır hisse senedi piyasasında işlem yapıyorsunuz?

(1) 1 yıldan az (2) 1-3 arası (3) 3-5 arası (4) 5 yıldan fazla

7. Menkul Kıymet piyasaları hakkındaki bilgi düzeyiniz?

(1) Az (2) Orta (3) İyi

8. Hisse senedi yatırımlarınızın sonucun da yıllık olarak elde ettiğiniz getiri ortalama anaparanızın yüzde kaç kadardır?

%

9. Lütfen aşağıda bulunan tabloyu doldurunuz.

En çok yatırım yaptığınız hisse senetleri nelerdir?	Anaparanızın yüzde kaç oranında yatırım yapmaktasınız?

HİSSE SENEDİ ALIM SATIMI İLE İLGİLİ SORULAR	Kesinlikle Katılıyorum	Katılıyorum	Kararsızım	Katılmıyorum	Kesinlikle Katılmıyorum
S1Fiyatının artacağını düşündüğüm bir hisse senedi ile ilgili açıklanan birkaç olumsuz haber düşüncemi değiştirmez.	1	2	3	4	5
S2Hisse senedi ile ilgili düşüncelerimi oluştururken çok dikkatli davranırım ve daha sonra düşüncelerimi kolay kolay değiştirmem.					
S3Türkiye’ deki yatırımcıların çoğu, bir hisseyi kabul ettikten sonra, kötü haberleri dikkate almazlar.					
S4Kötü olan bir şirketin, iyileşmekte olduğuna dair elde ettiğim bilgileri göz ardı ettiğim doğru.					
S5Fiyatının düşeceğini düşündüğüm hisse senedi ile ilgili birkaç olumlu haber düşüncemi değiştirmez.					
S6Yatırımcılar, alım satım yaparken, hisse senedi ile ilgili eski tarihli ve yeni tarihli bütün unsurlara göre hareket ederler.					
S7Alım satım yaparken, hisse senedi ile ilgili son ve olağan dışı unsurlara göre hareket ederim.					
S8Türkiye’ de, hisse senedi ile ilgili üst üste alınan iki-üç çarpıcı haber, hisse alım satımını etkiler.					
S9Geçmişte bende iki üç çarpıcı haberle yönlendirildim ve hisse alım satımı yaptım.					
S10Alım satım yaparken, hisse senedi ile ilgili eski tarihli ve yeni tarihli bütün unsurlara göre hareket ederim.					

S11Yatırımcılar, hisse senedi ile ilgili sahip oldukları düşünceleri destekleyen bilgilere daha çok önem verirler.					
S12Bir hissenin yükseleceğine inanıyorsam, olumsuz bilgileri dikkate almam.					
S13Aldığım bir hisse senedi zarar etmiş olsa da zaman içerisinde, zararı telafi edeceğine inanırım.					
S14Hatalı hisse senedi alım satımı yaptığımı kabul etmem zordur.					
S15Bir hisse senedi ile ilgili oluşturduğum düşüncelere uymayan bilgilere, şüphe ile yaklaşırım.					
S16Alım satım yapmadan önce piyasanın genelini bilmediği özel bilgileri elde etmek, benim için çok önemlidir.					
S17Geçmişte, piyasanın bilmediği özel bilgileri elde ederek, karlı alım satımlar yaptım.					
S18Bireysel yatırımcılar, elde ettikleri özel bilgilere, kamuya açıklanan bilgilerden daha fazla önem verirler.					
S19Hakkında özel bilgiler elde ettiğim hisseler ile ilgili tahminlerime, çok önem veririm.					
S20Piyasanın genelini bilmediği özel bilgilere sahip yatırımcılar, piyasanın genelinden daha fazla kazanç sağlarlar.					
S21Mevcut fiyat ve geçmiş fiyatlardan daha çok elde ettiğim özel bilgilere göre işlem yaparım.					
S22Ellerinden gelse, bütün yatırımcılar, fiyat hareketlerinden daha ziyade özel bilgilere ulaşabilmeyi isterler.					
S23Hisse hakkında özel bilgilere sahip olmadan, yüksek karlar elde etmenin çok					

zor olduğuna inanırım.					
S24Gelecekteki fiyatı tahmin edebilmek için, sadece mevcut fiyatı ve geçmiş fiyat hareketlerini incelemek, yeterli değildir.					
S25Gelecekteki Fiyatı tahmin edebilmek için, özel bilgilere ulaşmak gerekir.					
S26Son günlerde yükselmeye başlayan ve belli bir süre daha yükseleceğini düşündüğüm hisseleri alırım.					
S27Artış trendine giren hisseleri alarak, genellikle karlı çıkmışumdır					
S28Yatırımcılar, hisse ile ilgili özel bilgilerden daha çok, mevcut fiyata ve geçmiş fiyat hareketlerine bakarak alım satım yaparlar					
S29Piyasanın düşüşe geçtiğini düşünürsem, hisse senedi satışı yaparım					
S30Düşüş trendine giren hisseleri satarak, genellikle karlı çıkmışumdır.					

Kaynak: Seyda Faikoğlu, 2012, ‘‘İMKB’DE İŞLEM YAPAN BİREYSEL YATIRIMCILARIN DAVRANIŞSAL FİNANS AÇISINDAN İNCELENMESİ’’ Doktora Tezi, Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Sakarya

Ek 2: BIST100 ‘ de Yer Alan Şirketlere Ait Betalar.

Ticker	Name	Weight	Beta:Y-1
XU100 Index	as of 31/12/2015		
GARAN TI Equity	Turkiye Garanti Bankasi AS	9,520848	1,269751
AKBNK TI Equity	Akbank TAS	9,243645	1,220661
BIMAS TI Equity	BIM Birlesik Magazalar AS	6,204383	0,729948
TUPRS TI Equity	Tupras Turkiye Petrol Rafinerileri AS	5,664715	0,863506
TCELL TI Equity	Turkcell Iletisim Hizmetleri AS	5,056279	0,839066
SAHOL TI Equity	Haci Omer Sabanci Holding AS	4,930651	1,015598
ISCTR TI Equity	Turkiye Is Bankasi	4,25632	1,220655
HALKB TI Equity	Turkiye Halk Bankasi AS	4,221111	1,365506
KCHOL TI Equity	KOC Holding AS	4,044639	0,904165
EREGL TI Equity	Eregli Demir ve Celik Fabrikalari TAS	3,387568	0,85183
THYAO TI Equity	Turk Hava Yollari AO	3,382195	1,121634
EKGYO TI Equity	Emlak Konut Gayrimenkul Yatirim Ortaklig	3,342198	1,126744
AEFES TI Equity	Anadolu Efes Biracilik Ve Malt Sanayii A	2,374029	0,816147
TAVHL TI Equity	TAV Havalimanlari Holding AS	1,753238	0,710763
YKBNK TI Equity	Yapi ve Kredi Bankasi AS	1,70753	1,162049
TTKOM TI Equity	Turk Telekomunikasyon AS	1,647818	0,811302
VAKBN TI Equity	Turkiye Vakiflar Bankasi TAO	1,587757	1,318554
COLA TI Equity	Coca-Cola Icecek AS	1,566586	0,81574
ARCLK TI Equity	Arcelik AS	1,565358	0,803232
ULKER TI Equity	Ulker Biskuvi Sanayi AS	1,557071	0,773142
TOASO TI Equity	Tofas Turk Otomobil Fabrikasi AS	1,508327	0,849268
ENKAI TI Equity	Enka Insaat ve Sanayi AS	1,43908	0,664047

SISE TI Equity	Türkiye Sise ve Cam Fabrikaları AS	1,366874	1,023402
FROTO TI Equity	Ford Otomotiv Sanayi AS	1,268613	0,850601
PETKM TI Equity	Petkim Petrokimya Holding AS	1,18736	0,812135
ASELS TI Equity	Aselsan Elektronik Sanayi Ve Ticaret AS	0,783282	0,813957
TSKB TI Equity	Türkiye Sınai Kalkınma Bankası AS	0,6881	0,868507
TTRAK TI Equity	Türk Traktor ve Ziraat Makineleri AS	0,590884	0,770716
CIMSA TI Equity	Cimsa Cimento Sanayi VE Ticaret AS	0,548355	0,690816
KRDMD TI Equity	Kardemir Karabük Demir Çelik Sanayi ve T	0,502044	1,118325
AYGAZ TI Equity	Aygaz AS	0,482346	0,794826
AKSA TI Equity	Aksa Akrilik Kimya Sanayii AS	0,474909	0,949088
DOAS TI Equity	Dogus Otomotiv Servis ve Ticaret AS	0,418103	1,097598
ISGYO TI Equity	İs Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı AS	0,418021	0,884697
PGSUS TI Equity	Pegasus Hava Tasımacılığı AS	0,416922	1,054706
TKFEN TI Equity	Tekfen Holding AS	0,406511	0,917856
DOCO TI Equity	DO & CO AG	0,400714	0,481805
MGROS TI Equity	Migros Ticaret AS	0,391514	0,988006
OTKAR TI Equity	Otokar Otomotiv Ve Savunma Sanayi A.S.	0,385973	0,906797
KOZAL TI Equity	Koza Altın İşletmeleri AS	0,360223	0,846002
DOHOL TI Equity	Dogan Sirketler Grubu Holding AS	0,346291	0,574497
YAZIC TI Equity	Yazıcılar Holding AS	0,324748	0,754128
TRKCM TI Equity	Trakya Çam Sanayii AS	0,30086	1,03415
SODA TI Equity	Soda Sanayii AS	0,296285	0,763062
GUBRF TI Equity	Gubre Fabrikaları TAS	0,276836	0,970009
VESTL TI Equity	Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret AS	0,250141	1,391766
GOLTS TI Equity	Göltas Goller Bölgesi Çimento Sanayi ve	0,23678	1,08935
ECILC TI Equity	EİS Eczacıbaşı İlaç ve Sınai ve Finansal	0,231264	1,019917
TRGYO TI Equity	Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A	0,226349	1,089524
EGEEN TI Equity	EGE Endüstri VE Ticaret AS	0,223203	0,887057
BAGFS TI Equity	Bagfas Bandırma Gubre Fabrikaları AS	0,222458	0,959201
AKSEN TI Equity	Aksa Enerji Üretim AS	0,216939	0,981906

SAFGY TI Equity	Saf Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	0,209061	0,751725
TATGD TI Equity	Tat Gida Sanayi AS	0,204898	0,857984
AFYON TI Equity	Afyon Cimento Sanayi TAS	0,18734	1,151316
LOGO TI Equity	Logo Yazilim Sanayi Ve Ticaret AS	0,184528	0,658829
KORDS TI Equity	Kordsa Global Endustriyel Iplik ve Kord	0,169803	1,046244
NETAS TI Equity	Netas Telekomunikasyon AS	0,167902	1,262485
ALBRK TI Equity	Albaraka Turk Katilim Bankasi AS	0,165478	0,829643
BJKAS TI Equity	Besiktas Futbol Yatirimlari Sanayi ve Ti	0,165048	0,756446
BRISA TI Equity	Brisa Bridgestone Sabanci Sanayi ve Tica	0,161298	0,900047
TMSN TI Equity	Tumosan Motor ve Traktor Sanayi AS	0,1593	1,145929
BIZIM TI Equity	Bizim Toptan Satis Magazalari AS	0,156219	0,926654
GOZDE TI Equity	Gozde Girişim Sermayesi Yatirim Ortaklig	0,154702	0,843858
KONYA TI Equity	Konya Cimento Sanayii AS	0,153706	1,026143
KARTN TI Equity	Kartonsan Karton Sanayi ve Ticaret AS	0,148882	0,824473
FENER TI Equity	Fenerbahce Futbol AS	0,148047	0,758882
KARSN TI Equity	Karsan Otomotiv Sanayii Ve Ticaret AS	0,147431	1,012205
GOODY TI Equity	Goodyear Lastikleri TAS	0,138814	1,040668
ECZYT TI Equity	Eczacibasi Yatirim Holding Ortakligi AS	0,137522	0,963139
KOZAA TI Equity	Koza Anadolu Metal Madencilik Isletmeler	0,137045	0,841962
KIPA TI Equity	Tesco Kipa AS	0,134273	0,948809
CLEBI TI Equity	Celebi Hava Servisi AS	0,126945	1,032005
GLYHO TI Equity	Global Yatirim Holding AS	0,12655	0,700015
ZOREN TI Equity	Zorlu Enerji Elektrik Uretim AS	0,124616	1,192711
ALARK TI Equity	Alarko Holding AS	0,117542	0,967298
HLGYO TI Equity	Halk Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	0,116751	0,928984
AKENR TI Equity	Akenerji Elektrik Uretim AS	0,114867	0,90194
GSDHO TI Equity	GSD Holding AS	0,113821	0,717542

PARSN TI Equity	Parsan Makina Parcalari Sanayii AS	0,105758	0,734729
VESBE TI Equity	Vestel Beyaz Esha Sanayi ve Ticaret AS	0,098628	1,43512
ANACM TI Equity	Anadolu Cam Sanayii AS	0,097775	0,958852
BRSAN TI Equity	Borusan Mannesmann Boru Sanayi ve Ticare	0,093505	0,89991
ALGYO TI Equity	Alarko Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	0,093253	0,982322
IHLAS TI Equity	Ihlas Holding AS	0,092271	0,733251
SNGYO TI Equity	Sinpas Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	0,091296	0,718686
PRKME TI Equity	Park Elektrik Uretim Madencilik Sanayi v	0,089688	0,953493
CRFSA TI Equity	CarrefourSA Carrefour Sabanci Ticaret Me	0,087938	--
DEVA TI Equity	Deva Holding AS	0,087502	1,038378
ADEL TI Equity	Adel Kalemcilik Ticaret ve Sanayi AS	0,086218	1,001936
IZMDC TI Equity	Izmir Demir Celik Sanayi AS	0,079595	1,073391
IPEKE TI Equity	Ipek Dogal Enerji Kaynaklari Arastirma V	0,076301	0,777044
METRO TI Equity	Metro Ticari ve Mali Yatirimlar Holding	0,075993	1,047012
NTTUR TI Equity	Net Turizm Ticaret ve Sanayi AS	0,074567	0,683418
VKGYO TI Equity	Vakif Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	0,074551	1,059433
ODAS TI Equity	ODAS Elektrik Uretim ve Sanayi Ticaret A	0,074064	0,933575
GSRAY TI Equity	Galatasaray Sportif Sinai ve Ticari Yati	0,071033	0,961409
ALKIM TI Equity	Alkim Alkali Kimya AS	0,068024	0,867317
ALCTL TI Equity	Alcatel-Lucent Teletas Telekomunikasyon	0,053961	1,299011
TKNSA TI Equity	Teknosa Ic Ve Dis Ticaret AS	0,051446	0,940157

Kaynak: Bloomberg Platformu

Ek 3: 2015 Yılına Ait Hazine Bonosu Fiyatları ve Ortalaması

Date	Price	Open	High	Low	Change %
Dec 01, 2015	10.750	10.510	12.010	10.400	2.28%
Nov 01, 2015	10.510	10.070	10.640	9.870	0.48%
Oct 01, 2015	10.460	10.200	10.970	9.950	2.55%
Sep 01, 2015	10.200	9.900	10.500	9.750	4.08%
Aug 01, 2015	9.800	9.700	10.380	9.700	-1.01%
Jul 01, 2015	9.900	10.000	10.300	9.450	-0.50%
Jun 01, 2015	9.950	9.770	10.150	9.750	-0.60%
May 01, 2015	10.010	9.980	10.310	9.290	1.42%
Apr 01, 2015	9.870	8.910	10.450	8.820	10.77%
Mar 01, 2015	8.910	8.980	9.210	8.380	0.34%
Feb 01, 2015	8.880	7.400	9.220	7.200	19.68%
Jan 01, 2015	7.420	8.400	8.400	6.950	- 13.72%

Kaynak: Bloomberg Platformu

Ek 4: 1 Yıllık Hazine Bonosuna Ait Bloomberg Platform Resmi

SEARCH <UP ARROW> to hide Autocomplete Feedback Search for '...'			Page 1/11 Security Description: Bond	
MATURED			94) Notes	95) Buy 96) Sell
25) Bond Description 26) Issuer Description				
Pages 11) Bond Info 12) Addtl Info 13) Covenants 14) Guarantors 15) Bond Ratings 16) Identifiers 17) Exchanges 18) Inv Parties 19) Fees, Restrict 20) Schedules 21) Coupons Quick Links 32) ALLQ Pricing 33) QRD Quote Recap 34) TDH Trade Hist 35) CACS Corp Action 36) CF Prospectus 37) CN Sec News 38) HDS Holders 39) VPRD Underly Info 66) Send Bond	Issuer Information		Identifiers	
	Name TURKEY GOVERNMENT BOND		ID Number EK6328893	
	Industry Sovereigns		ISIN TRT161215T19	
	Security Information		FIGI BBG007N6LDF7	
	Mkt Iss Domestic		Bond Ratings	
	Country TR	Currency TRY	Moody's NA	
	Rank Unsecured	Series	S&P NA	
	Coupon 0.000000	Type Zero Co...	Fitch NA	
	Cpn Freq		DBRS NA	
	Day Cnt ACT/365	Iss Price 91.90100	Issuance & Trading	
	Maturity 12/16/2015		Amt Issued/Outstanding	
	BULLET		TRY 3,891,840.00 (M) /	
	Iss Sprd		TRY (M)	
	Calc Type (1530)TURKEY ZERO SIMPLE		Min Piece/Increment	
	Announcement Date 12/16/2014		1,000.00 / 1.00	
	Interest Accrual Date		Par Amount 100.00	
	1st Settle Date 12/17/2014		Book Runner	
	1st Coupon Date		Exchange TURKEY	

Kaynak: Bloomberg Platformu

Özgeçmiş

Hakan Yıldırım 10.07.1985 tarihinde İstanbul’ da doğmuştur. İlk, orta, lise ve üniversite eğitimini İstanbul’ da tamamlamıştır. İstanbul Üniversitesinde Dış Ticaret ve Avrupa Birliği bölümünden mezun olduktan sonra Anadolu Üniversitesinde İşletme bölümünden mezun olmuştur. Üniversite mezuniyeti sonrasında, Yeditepe Üniversitesinde MBA eğitimini tamamlamıştır. Yüksek Lisans programı öncesinde, finans sektöründe faaliyet gösteren şirketlere danışmanlık yapmasının yanı sıra, çeşitli holdinglerde finansal danışman pozisyonun da çalışmıştır. Yüksek Lisansını tamamladıktan sonra, OET United Energy adlı yabancı sermayeli bir firmada, genel müdür pozisyonunda çalışmıştır. Diğer yandan, televizyon kuruluşlarında ekonomik ve finansal alanda yorumculuk yapan Hakan YILDIRIM, ekonomi ve finans alanında dört farklı kitabında yazarıdır.

Turnitin Orijinallik Raporu

BAZI DAVRANIŞSAL FINANS MODELLERİNİN BİREYSEL YATIRIMCILARIN
GETİRİLERİNE ETKİSİ: BORSA İSTANBUL ÖRNEĞİ Hakan Yıldırım tarafından



Yüksek lisans (Yüksek Lisans ve Doktora) den

- 26-Ağu-2016 15:11 EEST' de işleme konu
- NUMARA: 698359219
- Kelime Sayısı: 27458

Benzerlik Endeksi

%8

Kaynağa göre Benzerlik

Internet Sources:

%7

Yayınlar:

%4

Öğrenci Ödevleri:

%1

kaynaklar:

- 1 1% match (28-Tem-2016 tarihli internet)
<http://docplayer.biz.tr/897180-Momentum-yatirim-stratejisinin-kariliginin-imb-de-test-edilmesi.html>
- 2 < 1% match (18-Eki-2010 tarihli internet)
http://dergi.iibf.gazi.edu.tr/dergi_v1/10/1/11.pdf
- 3 < 1% match (yayınlar)
ÇÖMLEKÇİ, İstemi, ÖNCÜ, Mehmet Akif and ÇÖMLEKÇİ ÇAKIR, Serap. "Yatırımcıların özellikleri ile hisse senedi piyasalarındaki anomali algısı arasındaki ilişki: Bireysel yatırımcılar üzerine bir araştırma", Ege Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, 2015.
- 4 < 1% match (17-Ara-2012 tarihli internet)
<http://journal.mufad.org.tr/attachments/article/672/11.pdf>
- 5 < 1% match (15-Oca-2015 tarihli internet)
<http://eprints.sdu.edu.tr/165/1/TS00331.pdf>
- 6 < 1% match (11-Şub-2016 tarihli internet)
http://acikerisim.selcuk.edu.tr:8080/xmlui/bitstream/handle/123456789/509/alper%20ate%C5%9F_tez.pdf?sequence=1&isAllowed=y
- 7 < 1% match (28-Mar-2014 tarihli internet)
<http://es.slideshare.net/burakkocak/fayda-teorisi-ve-rasyonel-secimler>
- 8 < 1% match (29-Şub-2016 tarihli internet)
<http://docplayer.biz.tr/3157790-Yatirimci-psikolojisi-ve-davranissal-finans-yaklasimi.html>
- 9 < 1% match (10-Ara-2014 tarihli internet)
<http://serpam.org/wp-content/uploads/Temel-Anomaliler.pdf>
- 10 < 1% match (11-May-2015 tarihli internet)
<http://dergipark.ulakbim.gov.tr/ataunliibd/article/viewFile/1025003575/1025003404>
- 11 < 1% match (19-May-2016 tarihli internet)
<http://docplayer.biz.tr/4239778-Gercekci-olmayan-iyimserlik-kurami-ayse-aypay.html>
- 12 < 1% match (19-May-2015 tarihli internet)
<http://library.cu.edu.tr/tezler/6303.pdf>
- 13 < 1% match (20-Oca-2016 tarihli internet)
<http://kutuphane.pamukkale.edu.tr/katalog/0031473.pdf>
- 14

Kontrol edilmiştir
Prof. Dr. Arman T. TEVFIK
İşletme Bölüm Başkanı
Arman T. Tevfik