

T.C.
MUĞLA SITKI KOÇMAN ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI /MUHASEBE FİNANSMAN

KİTLESEL FONLAMA YATIRIM KARARLARININ DAVRANIŞSAL
FİNANS AÇISINDAN İNCELENMESİ: KİTLESEL FONLAMA
PLATFORMLARINDA BİR UYGULAMA

YÜKSEK LİSANS TEZİ

HAZIRLAYAN
CEMİLE İREM AYDIN
1641041004

DANIŞMAN
PROF.DR. ERKAN POYRAZ

TEMMUZ, 2019

MUĞLA

T.C.
MUĞLA SITKI KOÇMAN ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI /MUHASEBE FİNANSMAN

KİTLESEL FONLAMA YATIRIM KARARLARININ DAVRANIŞSAL
FİNANS AÇISINDAN İNCELENMESİ: KİTLESEL FONLAMA
PLATFORMLARINDA BİR UYGULAMA

YÜKSEK LİSANS TEZİ

HAZIRLAYAN
CEMİLE İREM AYDIN
1641041004

DANIŞMAN
PROF.DR. ERKAN POYRAZ

TEMMUZ, 2019
MUĞLA

T.C.
MUĞLA SITKI KOÇMAN ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI /MUHASEBE FİNANSMAN

KİTLESEL FONLAMA YATIRIM KARARLARININ DAVRANIŞSAL
FİNANS AÇISINDAN İNCELENMESİ: KİTLESEL FONLAMA
PLATFORMLARINDA BİR UYGULAMA

HAZIRLAYAN
CEMİLE İREM AYDIN
1641041004

Sosyal Bilimler Enstitüsünce
Tezli Yüksek Lisans
Diploması Verilmesi İçin Kabul Edilen Tez.

Tezin Enstitüye Teslim Edildiği Tarih: 19.07.2019

Tezin Sözlü Savunma Tarihi: 08.07.2019

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Erkan POYRAZ

Jüri Üyesi: Doç. Dr. Ali BAYRAKDAROĞLU

Jüri Üyesi: Prof. Dr. Yusuf KADERLİ

Enstitü Müdürü: Prof. Dr. Tuncay ÖĞÜN

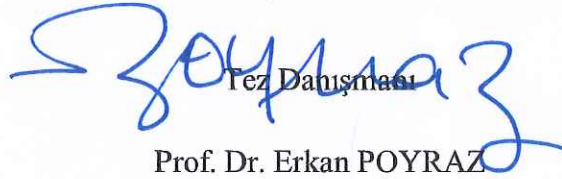
TEMMUZ, 2019

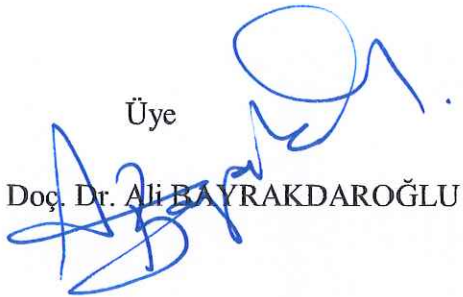
MUĞLA

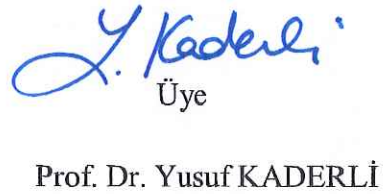
TUTANAK

Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü'nün 22/05/2019 tarih ve 894.1.1 sayılı toplantısında oluşturulan jüri, Lisansüstü Eğitim-Öğretim Yönetmeliği'nin 24/6 maddesine göre, İşletme Anabilim Dalı /Muhasebe Finansman Tezli Yüksek Lisans Programı öğrencisi Cemile İrem Aydın'ın "Kitlemel Fonlama Yatırım Kararlarının Davranışsal Finans Açısından İncelenmesi: Kitlemel Fonlama Platformlarında Bir Uygulama" adlı tezini incelemiş ve aday 08/07/2019 tarihinde saat 10:30'da jüri önünde tez savunmasına alınmıştır.

Adayın kişisel çalışmaya dayanan tezini savunmasından sonra 60. dakikalık süre içinde gerek tez konusu, gerekse tezin dayanağı olan anabilim dallarından sorulan sorulara verdiği cevaplar değerlendirilerek tezin kabul edildiğine oybirliği ile karar verildi.


Tez Danışmanı
Prof. Dr. Erkan POYRAZ


Üye
Doç. Dr. Ali BAYRAKDAROĞLU


Üye
Prof. Dr. Yusuf KADERLİ

YEMİN

Yüksek Lisans tezi olarak sunduğum “Kitlese Fonlama Yatırım Kararlarının Davranışsal Finans Açısından İncelenmesi: Kitlese Fonlama Platformlarında Bir Uygulama” adlı çalışmanın, tarafımdan bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurulmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin Kaynakça’da gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanmış olduğumu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

19.07./2019

Cemile İrem AYDIN



YÜKSEKÖĞRETİM KURULU DOKÜMANTASYON MERKEZİ
TEZ VERİ GİRİŞ FORMU

YAZARIN

Soyadı : AYDIN

Adı : Cemile İrem

Referans No: 10271864

TEZİN ADI

Türkçe : Kitlemel Fonlama Yatırım Kararlarının Davranışsal Finans Açısından İncelenmesi: Kitlemel Fonlama Platformlarında Bir Uygulama

Y. Dil : The Examination of "Crowdfunding Investment Decisions" in terms of Behavioral Finance: The Practice in the Crowdfunding Platform

TEZİN TÜRÜ : Yüksek Lisans

TEZİN KABUL EDİLDİĞİ

Üniversite : Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi

Fakülte :

Enstitü : Sosyal Bilimler Enstitüsü

Diğer Kuruluşlar :

Tarih :

TEZ YAYINLANMIŞSA

Yayınlayan :

Basım Yeri :

Basım Tarihi :

ISBN :

TEZ YÖNETİCİSİNİN

Soyadı, Adı : POYRAZ, Erkan

Unvanı : Prof. Dr.

TEZİN YAZILDIĞI DİL: TÜRKÇE	TEZİN SAYFA SAYISI: 146
TEZİN KONUSU (KONULARI):	
1. Kitleseel Fonlama	
2. Davranışsal finans	
3. Kitleseel Fonlama Platformlarında Bir Uygulama	
TÜRKÇE ANAHTAR KELİMELEK	
1. Kitleseel Fonlama	
2. Davranışsal Finans	
3. Hevristik	
4. Temsililik	
5. Mevcudiyet	
İNGİLİZCE ANAHTAR KELİMELEK:	
1. Crowdfunding	
2. Behavioral Finance	
3. Heuristic	
4. Representativeness	
5. Availability	
1- Tezimden fotokopi yapılmasına izin vermiyorum	
2- Tezimden dipnot gösterilmek şartıyla bir bölümünün fotokopisi alınabilir	
3- Kaynak gösterilmek şartıyla tezinin tamamının fotokopisi alınabilir	
Yazarın İmzası :	Tarih : 19/07/2019

ÖZET

Kitlesel fonlama, yenilikçi iş fikirlerinin, kitle desteği ile internet ortamında finanse edilmesidir. Klasik finansman kaynaklarına bir alternatiftir. Dünyada oldukça yaygın kullanılan kitlesel fonlama, birçok ülkede yasalarla desteklenmektedir. Ülkemizde ise yasal alt yapıya kavuşması için son zamanlarda çalışmalar başlatılmıştır. Dolayısıyla belirli bir süre içinde ülkemizde de yaygınlaşacağı düşünülmektedir. Davranışsal finans ise finans içerisinde nispeten yeni bir kavram olup klasik finans teorilerinin ekonomik krizleri, piyasada meydana gelen anomalileri açıklamakta eksik kalması sebebiyle finans dünyasına yeni bir bakış açısı sunmuştur. Davranışsal finansın amacı, yatırımcıların yatırım kararlarında, etkisinde kaldıkları eğilim ve önyargıları incelemektir. Temelde bireyi rasyonel bir şekilde hareket etmekten alıkoyan sebepleri açıklamaya çalışmaktadır. Bu çalışmada kitlelerin gücüyle ortaya çıkan kitlesel fonlama kararları, davranışsal finans açısından incelenecektir. Literatürde hem kitlesel fonlama hem de davranışsal finans ile alakalı çalışmalar mevcuttur; fakat kitlesel fonlama ve davranışsal finansın birlikte incelendiği çalışma sayısı oldukça azdır. Dolayısıyla ilgili çalışma literatürdeki bu boşluğu doldurma amacı gütmektedir. Bu amaç doğrultusunda kitlesel fonlama platformlarını kullanan bireylere internet üzerinden anket çalışması yapılmıştır. Veriler “SPSS 22.0” paket programı ile analiz edilmiştir. Yapılan analizler sonucunda, bireylerin kitlesel fonlama kararlarında, büyük ölçüde davranışsal eğilimlerin etkisinde kaldığı sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Kitlesel fonlama, Davranışsal Finans, Hevristik, Temsililik, Mevcudiyet, Aşinalık, Sürü Davranışı, Kendini Doğrulatma.

ABSTRACT

The Crowdfunding finances innovative business ideas on the internet with the support of the masses. It is an alternative for the classical sources of finance. The Crowdfunding used quite widely around the world is supported in many countries. However, it has been recently started in our country to obtain legal substructure. Therefore, it has been thought that it will be widespread for a length of time. The behavioral finance, however, is a new concept in the finance and it has offered a new perspective to the financial world since the classical finance theories are not sufficient to explain the economic crisis as well as anomalies happened in the market. The aim of behavioral finance is to examine the tendencies and prejudices of investors in their investment decisions. It also endeavors to study the reasons which prevent individuals from rationally thinking. In this thesis, decisions of the crowdfunding arising from the power of the masses will be analyzed in terms of behavioral finance. There exist many studies about not only the crowdfunding but also behavioral finance in the literature, but there exist very few studies based on both. Therefore, the pertinent study pursues a goal of making unignorable contributions to the literature. In the direction of this purpose, the survey study is realized for the individuals who utilized the crowdfunding platform on the internet. Data are analyzed by the packaged software “SPSS 22.0”. As a result of the analysis, the study mostly demonstrates that the decisions of the crowdfunding are under the influence of behavioral tendencies.

Keywords: Crowdfunding, Behavioral Finance, Heuristic, Representativeness, Availability, Familiarity, Herd Behaviour, Confirmation Bias.

ÖNSÖZ

Eğitim hayatım boyunca bana yol gösteren tüm hocalarıma, lisans ve yüksek lisans eğitimim boyunca desteklerini esirgemeyen değerli danışmanım Sayın Prof. Dr. Erkan POYRAZ'a teşekkürü bir borç bilirim. Tez konumu seçmemde büyük yardımları dokunan Dr. Araş. Gör. Yusuf TEPELİ hocama desteklerinden ötürü teşekkür ederim.

Hayatımın her anında yanımda olduklarını hissettiğim, beni sevgi ve saygının ne olduğunu öğreterek yetiştiren en büyük destekçilerim, canım annem Semra AYDIN ve canım babam Mehmet AYDIN'a ve yakın arkadaşlarım Sinem VARDAR, Hatice IŞIK ve yardımlarından ötürü Saffet ÖZTÜRK'e sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

Cemile İrem AYDIN

İÇİNDEKİLER DİZİNİ

ÖNSÖZ	I
İÇİNDEKİLER DİZİNİ	II
TABLOLAR DİZİNİ	VII
ŞEKİLLER DİZİNİ	IX
KISALTMALAR	X
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

KİTLESEL FONLAMA (CROWDFUNDING)

1.1. Kitlesel Fonlama Kavramının Tanımı	3
1.2. Kitlesel Fonlamanın Tarihsel Gelişimi ve Durumu	5
1.3. Kitlesel Fonlama Sisteminin Tarafları	11
1.3.1. Girişimci	11
1.3.2. Yatırımcı	12
1.3.3. Kitlesel fonlama platformları	12
1.4. Kitlesel Fonlama Sisteminin İşleyişi	13
1.4.1. Hedeflenen fon tutarının belirlenmesi	14
1.4.2. Projenin hazırlanması ve sunumu	15
1.4.3. Ödül-hediye-getiri-ortaklık	15
1.4.4. Fon oluşumu ve tedariki	16
1.5. Kitlesel Fonlama Modelleri	16
1.5.1. Finansal olmayan kitlese fonlama modeli	17
1.5.1.1. Bağış temelli kitlese fonlama	18
1.5.1.2. Ödül temelli kitlese fonlama	20

1.5.1.3. Ön satım modeli	21
1.5.2. Finansal kitlesel fonlama modeli	22
1.5.2.1. Borç temelli kitlesel fonlama	22
1.5.2.2. Hisse temelli kitlesel fonlama	24
1.6. Kitle Fonlamasına İlişkin Yasal Düzenlemeler	25
1.6.1. JOBS ACT (Jumpstart Our Business Startups- JOBS) Amerikan Kanunu 26	
1.6.2. Kanada	28
1.6.3. İngiltere	29
1.6.4. Fransa	30
1.6.5. İtalya	30
1.6.6. Japonya	31
1.7. Dünyadaki Örnek Platformlar	32
1.8. Türkiye’de Kitlesel Fonlamanın Tarihsel Gelişimi	34
1.8.1. Türkiye’de başarıyla sonuçlanan bazı kitlesel fonlama projeleri	36
1.9. Türkiye’de Kitlesel Fonlamanın Yaygınlaşamamasının Sebepleri	36
1.10. Türkiye’de Kitlesel Fonlamanın Gelişmesine Yönelik Öneriler	37
1.11. Türkiye’de Kitlesel Fonlama Üzerine Yasal Düzenlemeler	37
1.12. Türkiye’de Kitlesel Fonlama Platformları	41

İKİNCİ BÖLÜM

DAVRANIŞSAL FİNANS

2.1. Finansın Tanımı ve Amacı	44
2.2. Klasik Finans Teorileri	44
2.2.1. Oyun teorisi	45
2.2.2. Etkin piyasalar hipotezi	46
2.2.3. Bayes teoremi	48

2.2.4. Beklenen fayda teorisi	49
2.2.5. Modern portföy teorisi.....	53
2.2.6. Sermaye varlıklarını fiyatlandırma modeli.....	55
2.2.7. Arbitraj fiyatlama teorisi	56
2.3. Davranışsal Finans	57
2.3.1. Davranışsal finansın ortaya çıkışı ve tarihsel gelişimi	58
2.3.2. Davranışsal finansın amaçları.....	62
2.3.3. Beklenti teorisi	63
2.3.3.1. Beklenti teorisine ilişkin bulgular.....	65
2.3.3.1.1. Referans noktası	65
2.3.3.1.2. Risk eğilimi	66
2.3.3.1.3. Kesinlik ve sözde kesinlik etkisi	66
2.3.3.1.4. Statüko yanlılığı ve mülkiyet etkisi.....	67
2.3.3.1.5. Çerçeveleme etkisi	68
2.3.3.2. Beklenti teorisinin işleyişi	69
2.3.3.2.1. Düzeltme süreci.....	69
2.3.3.2.3. Değer fonksiyonu	70
2.3.3.2.3. Ağırlıklı olasılık fonksiyonu / karar ağırlığı fonksiyonu	72
2.3.4. Anomaliler.....	72
2.3.4.1. Anomali çeşitleri.....	74
2.3.5. Bireylerin rasyonel yatırım kararları almasını engelleyen eğilimler.....	75
2.3.5.1. Kendini kandırma eğilimi	76
2.3.5.1.1. Aşırı güven eğilimi.....	77
2.3.5.1.2. Aşırı iyimserlik eğilimi	79
2.3.5.1.3. Hatalarını yanlış değerlendirme eğilimi.....	79
2.3.5.1.4. Aşına olanı tercih etme eğilimi	80
2.3.5.1.5. Kendini doğrulatma eğilimi	80
2.3.5.1.6. Tutuculuk eğilimi	81
2.3.5.1.7. Geri görüş ve durumu genelleme eğilimi.....	81
2.3.5.2. Zihinsel kısayollar.....	82
2.3.5.2.1. Temsililik hevristikleri	83
2.3.5.2.2. Mevcudiyet hevristikleri (akla geliş kolaylığı)	84

2.3.5.2.3. Zihinsel muhasebe.....	85
2.3.5.2.4. Bilişsel çelişki	87
2.3.5.2.5. Şans oyunları yanılgısı	88
2.3.5.3. Duygusal eğilimler.....	89
2.3.5.3.1. Pişmanlıktan kaçınma eğilimi	89
2.3.5.3.2. Kayıptan kaçınma eğilimi	90
2.3.5.3.3. Kontrol yanılsaması	92
2.3.5.3.4. Hedonik düzeltme	93
2.3.5.4. Sosyal eğilimler	94
2.3.5.4.1. Sürü davranışı	95
2.3.5.4.1.1. İrrasyonel sürü davranışı	96
2.3.5.4.1.2. Rasyonel sürü davranışı.....	96
2.3.5.4.1.2.1. Bilgiye dayalı sürü davranışı	97
2.3.5.4.1.2.2. Saygınlığa dayalı sürü davranışı	97
2.3.5.4.1.2.3. Ücrete dayalı sürü davranışı	97
2.3.6. Davranış finans modelleri.....	97
2.3.6.1. Temsili yatırımcı – represantative agent- modeli	99
2.3.6.2. Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam modeli	99
2.3.6.3. Heterojen yatırımcılar arasında interaktif ilişki üzerine kurulu Hong ve Stein Modeli.....	100

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KİTLESEL FONLAMA PLATFORMLARINDA BİR UYGULAMA

1.1. Araştırmanın Amacı ve Yöntemi	102
1.2. Güvenilirlik Analizi	103
3.2. Araştırmanın Hipotezleri.....	104
3.3. Araştırmanın Bulguları.....	106
3.3.1. Tanımlayıcı istatistiklere ilişkin bulgular	106
3.3.2. Ölçeklere verilerin cevaplara ilişkin bulgular.....	108
3.3.3. Araştırmanın problemlerine ilişkin bulgular.....	113

SONUÇ.....	129
KAYNAKÇA	132
EK.....	144
Ek 1. Araştırmada Kullanılan Anket.....	144



TABLÖLAR DİZİNİ

Tablo 1.1. Melek Yatırım, Girişim Sermayesi ve Kitle Fonlama Farkları.....	4
Tablo 2.1. Allais Paradoksu	52
Tablo 2.2. Ellsberg Paradoksu	53
Tablo 3.1. Güvenilirlik Testi.....	104
Tablo 3.2. Katılımcıların Cinsiyet Açısından Dağılımları	107
Tablo 3.3. Katılımcıların Yaşları Açısından Dağılımları.....	107
Tablo 3.4. Katılımcıların Medeni Durumları Açısından Dağılımları	108
Tablo 3.5. Katılımcıların Daha Önce Herhangi Bir Projeyi Desteklemeleri Açısından Dağılımları	108
Tablo 3.6. Aşırı Güven Eğilimi Ölçeğinin Cevaplarının Dağılımları	109
Tablo 3.7. Aşırı İyimserlik Eğilimi Ölçeğinin Cevaplarının Dağılımları	109
Tablo 3.8. Temsiliyet Eğilimi Ölçeğinin Cevaplarının Dağılımları	110
Tablo 3.9. Mevcudiyet Eğilimi Ölçeğinin Cevaplarının Dağılımları	110
Tablo 3.10. Aşına Olanı Tercih Etme Eğilimi Ölçeğinin Cevaplarının Dağılımları.....	111
Tablo 3.11. Sürü Davranışı Eğilimi Ölçeğinin Cevaplarının Dağılımları.....	112
Tablo 3.12. Kendini Doğrulatma Eğilimi Ölçeğinin Cevaplarının Dağılımları.....	112
Tablo 3.13. Cinsiyet Değişkeni ve Aşırı Güven Eğiliminin İlişkisi.....	113
Tablo 3.14. Cinsiyet Değişkeni ve Aşırı İyimserlik Eğiliminin İlişkisi.....	113
Tablo 3.15. Cinsiyet Değişkeni ve Temsiliyet Eğiliminin İlişkisi	114
Tablo 3.16. Cinsiyet Değişkeni ve Mevcudiyet Eğiliminin İlişkisi	114
Tablo 3.17. Cinsiyet Değişkeni ve Aşına Olanı Tercih Etme Eğiliminin İlişkisi	115
Tablo 3.18. Cinsiyet Değişkeni ve Sürü Davranışının Eğiliminin İlişkisi	115
Tablo 3.19. Cinsiyet Değişkeni ve Kendini Doğrulatma Eğiliminin İlişkisi	116
Tablo 3.20. Yaş Değişkeni ve Aşırı Güven Eğiliminin İlişkisi.....	116
Tablo 3.20.1. Yaş Değişkeni ve Aşırı Güven Eğiliminin İlişkisinin Yönü.....	117

Tablo 3.21. Yaş Değişkeni ve Aşırı İyimserlik Eğiliminin İlişkisi.....	117
Tablo 3.22. Yaş Değişkeni ve Temsilîyet Eğiliminin İlişkisi	118
Tablo 3.23. Yaş Değişkeni ve Mevcudiyet Eğiliminin İlişkisi	118
Tablo 3.24. Yaş Değişkeni ve Aşına Olanı Tercih Etme Eğiliminin İlişkisi	119
Tablo 3.25. Yaş Değişkeni ve Sürü Davranışı Eğiliminin İlişkisi	120
Tablo 3.26. Yaş Değişkeni ve Kendini Doğrulatma Eğiliminin İlişkisi	120
Tablo 3.27. Medeni Durum Değişkeni ve Aşırı Güven Eğiliminin İlişkisi	121
Tablo 3.28. Medeni Durum Değişkeni ve Aşırı İyimserlik Eğiliminin İlişkisi.....	121
Tablo 3.29. Medeni Durum Değişkeni ve Temsilîyet Eğiliminin İlişkisi.....	122
Tablo 3.30. Medeni Durum Değişkeni ve Mevcudiyet Eğiliminin İlişkisi.....	122
Tablo 3.31. Medeni Durum Değişkeni ve Aşına Olanı Tercih Etme Eğiliminin İlişkisi	123
Tablo 3.32. Medeni Durum Değişkeni ve Sürü Davranışı Eğiliminin İlişkisi.....	123
Tablo 3.33. Medeni Durum Değişkeni ve Kendini Doğrulatma Eğiliminin İlişkisi	124
Tablo 3.34. Kitleseİ Fonlama Projelerine Destek Olması Ya Da Olmaması ve Aşırı Güven Eğiliminin İlişkisi.....	124
Tablo 3.35. Kitleseİ Fonlama Projelerine Destek Olması Ya Da Olmaması ve Aşırı İyimserlik Eğiliminin İlişkisi.....	125
Tablo 3.36. Kitleseİ Fonlama Projelerine Destek Olması Ya Da Olmaması ve Temsilîyet Eğiliminin İlişkisi.....	125
Tablo 3.37. Kitleseİ Fonlama Projelerine Destek Olması Ya Da Olmaması ve Mevcudiyet Eğiliminin İlişkisi.....	126
Tablo 3.38. Kitleseİ Fonlama Projelerine Destek Olması Ya Da Olmaması ve Aşına Olanı Tercih Etme Eğiliminin İlişkisi.....	127
Tablo 3.39. Kitleseİ Fonlama Projelerine Destek Olması Ya Da Olmaması ve Sürü Davranışının Eğiliminin İlişkisi.....	127
Tablo 3.40. Kitleseİ Fonlama Projelerine Destek Olması Ya Da Olmaması ve Kendini Doğrulatma Eğiliminin İlişkisi.....	128

ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 1.1. Kitlesel Fonlama Sisteminin İşleyişi	14
Şekil 1.2. Kitlesel Fonlamanın Sınıflandırılması	16
Şekil 1.3. Dünyada Kitlesel Fonlama.....	32
Şekil 2.1. Yatırımcının Anormal Değişimlere Tepkisi	47
Şekil 2.2. Beklenen Fayda Teorisi'ne Göre Fayda Fonksiyonu.....	51
Şekil 2.3. Değer Fonksiyonu	66
Şekil 2.4. Çerçeveleme Etkisine İlişkin Optik Yanılsamalar -1.....	69
Şekil 2.5. Çerçeveleme Yanılgısına İlişkin Optik Yanılsamalar -2	69
Şekil 2.6. Beklenen Fayda Teorisi Fayda Fonksiyonu ve Beklenti Teorisi Değer Fonksiyonu.....	71
Şekil 2.7. Ağırlıklı Olasılık Fonksiyonu	72

KISALTMALAR

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BFT	: Beklenen Fayda Teorisi
EPH	: Etkin Piyasalar Hipotezi
MPT	: Modern Portföy Teorisi
P2P	: Peer to Peer
SVFM	: Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli
TBMM	: Türkiye Büyük Millet Meclisi

GİRİŞ

Günümüzde girişimcilik kavramı oldukça önem kazanmıştır. Girişimcilerin fikirlerini hayata geçirirken yaşadıkları zorlukların başında maddi kaynak bulmak gelmektedir. Maddi kaynağı bulamayan girişimci, ailesinin, yakın çevresinin veya kamu kurumlarının desteğiyle ihtiyacı olan kaynağa ulaşabilmektedir. İnternetin hayatın her alanına dahil olmasıyla birlikte bu geleneksel finansman kaynaklarına bir alternatif olan kitlesel fonlama kavramı ortaya çıkmıştır. Kitlesel fonlama, kitlelerin maddi gücüyle yenilikçi fikirleri hayata geçirmektir. Girişimci, ihtiyacı olan fona, kitlelerin bir araya gelip küçük katkılar yapmasıyla ulaşmaktadır. Fona ulaşma ortamı ise internettir. İnternet ile birçok işin yapılış şekli değişmiştir. Kitlesel fonlama da bu duruma verilebilecek bir örnektir. Kitlesel fonlama kültürümüzde var olan imece usulü yardımlaşmanın internet ile yapılan şeklidir. Dünyada yaygın bir şekilde kullanılan ve yasal zemini oluşturulan kitle fonlamasının, Türkiye’de de yasallaşması için adımlar atılmıştır.

Klasik finans teorileri bireyin her zaman rasyonel davrandığını, kendi çıkarları doğrultusunda en mantıklı kararları aldığını varsaymıştır. Fakat insan sosyal bir varlıktır, bu nedenle rasyonel hareket etmesi mümkün değildir. Dolayısıyla yatırım kararları da rasyonel olmayacaktır. Günümüzde bu varsayımın gerçek olmadığı birçok çalışmayla kanıtlanmıştır. Bireylerin her zaman rasyonel bir şekilde hareket etmediğinin en önemli göstergeleri, piyasalardaki anomaliler ve ekonomik krizlerdir. Davranışsal finans, klasik finans teorilerinin açıklayamadığı bu olumsuzluklara farklı bir açısı sunmaktadır. Davranışsal finansa göre insan, sosyal bir varlıktır, toplumun içindedir dolayısıyla çevresiyle etkileşim halindedir, karar verirken inanç ve sezgilerinin etkisinde kalmaktadır. Bu nedenle davranış finans, insanın rasyonel bir şekilde hareket etmesinin mümkün olmadığı belirtmiştir. Davranışsal finans, yatırımcıların yatırım kararlarında neden mantık dışı davrandığını açıklamaya çalışmaktadır. Davranışsal finans ile bireysel yatırımcı davranışı, dolayısıyla kitlelerin yatırım anlayışı ve etkisinde kaldıkları eğilimler öngörülebilmektedir.

Bu bağlamda ilgili tez çalışmasında, kitlelerin bir hareketi olan kitlesel fonlamaya, kitlelerin hareketini öngörebilmeyi sağlayan davranışsal finans açısından bakılacaktır. Bireylerin kitlesel fonlama kararlarına, davranışsal finans eğilimlerinin etkisi

incelenecektir. Kitlese fonlamanın ÷lkemizde yasal zemine kavuşması ile birlikte yaygınlaşacağı düşün÷lmektedir. Bu nedenle kitlese fonlamaya, davranışsal finans açısından bakmak, bireylerin kitlese fonlama hakkındaki önyargılarını, kitlese fonlama kararlarında etkisinde kaldıkları eğilimleri öğrenmeyi ve gerekli önlemlerin alınmasını sağlayacaktır. Çalışmada kitlese fonlama kararlarına, davranışsal eğilimlerin etkisini ölçmek adına incelenecek eğilimler: aşırı güven, aşırı iyimserlik, temsiliyet, mevcudiyet, aşına olanı tercih etme, sürü davranış ve kendini doğrulatmadır.

Tez üç bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde; kitlese fonlama kavramı, tarihçesi, kitlese fonlama modelleri, dünyada ve Türkiye’de kitlese fonlamaya ilişkin yasal düzenlemeler, örnek kitlese fonlama platformları ele alınmıştır.

İkinci bölümde; finans kavramından kısaca bahsedilmiş, klasik finans teorileri açıklanmıştır. Ardından klasik finans teorilerine farklı bir bakış olan davranışsal finans kavramı, ortaya çıkışı, amaçları, yatırımcıları rasyonellikten uzaklaştırılan eğilimler ve davranışsal finans modelleri ele alınmıştır.

Üçüncü bölümde, bireylerin kitlese fonlama kararlarına davranışsal bir boyuttan bakmak için anket çalışması ve anketin bulguları yer almaktadır. Anket, kitlese fonlama platformlarını kullanan bireylere uygulanmıştır. Veriler SPSS 22.0 paket programı ile analiz edilmiştir. Katılımcıların demografik değişkenleri ile davranışsal eğilimler arasında anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla Independent-Samples T-testi ve tek yönlü varyans analizi (ANOVA) yapılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

KİTLESEL FONLAMA (CROWDFUNDING)

Bu bölümde kitlesel fonlama (crowdfunding) kavramına ilişkin bilgiler verilmiş, kitlesel fonlamanın dünyada ve Türkiye’de tarihsel gelişimi, sistemin işleyişi, modelleri, yapılan yasal düzenlemeler ve bu sisteme ilişkin dünyada ve Türkiye’deki örnek platformlar ele alınmıştır.

1.1. Kitlesel Fonlama Kavramının Tanımı

Büyük sözlüğün tanımına göre “girişimci”; “emek, sermaye ve doğayı bir araya getirerek üretim sürecini bir üretim faktörü olarak tasarlayan, örgütleyen ve onun tüm riskini üstlenen kişidir.” Girişimci olmanın iki temel ögesi: mal ve hizmet üretebilecek bir fikrin olması ve bu fikri hayata geçirebilecek sermayenin olmasıdır (Topaç, 2014: 18). Yeni hayata geçen işletmelerin en çok zorluk yaşadıkları konu işletmelerinin devamlılığını sağlayacak finansman kaynağı bulmaktır. Sermaye bulamayan girişimciler, ailesi, yakın çevresi, melek yatırımcılar, girişim sermayesi veya TÜBİTAK, KOSGEB gibi kamu kurumları yardımıyla iş fikrinin gerçekleşebilmesi için finansal destek bulabilmektedir.

Bu klasik finansman kaynaklarına bir alternatif olarak; temelinde film, müzik, tasarım, sosyal sorumluluk gibi yaratıcı projelerin hayat bulması için kalabalığın gücünden ve Web 2.0 uygulamalarından yararlanan kitlesel fonlama ortaya çıkmıştır ve kitlesel fonlama ile son zamanlarda özellikle ABD’de büyük başarılar kazanılmıştır (Büyükpilavcı, 2014: 41).

İngilizcesi “crowdfunding” olan ve Türkçeye “kitlesel fonlama” olarak geçen kavram, projeler için maddi kaynak temin etme biçimidir. Proje sahiplerine, hayata geçirmek istedikleri iş fikirleri için gereksinim duydukları maddi kaynağı, belli bir şahsın veya kurumun yatırımından ziyade toplumdaki bireylerin irili ufaklı desteği ile erişme imkânı sağlamaktadır (Arıkovani. 2017a). Teoride kişiler birikimleri vasıtasıyla yatırımlara dolaylı bir şekilde finansman sağlamaktadır. Örneğin: bankalar, birikimi olan kişilerle, paraya gereksinim duyan kişiler arasında bir aracıdır. Kişiler, yatırımlara bankalar aracılığıyla finansman bulmak gibi klasik bir yöntemi tercih edebilirler; fakat bu geleneksel yöntemlerin aksine kitlesel fonlamada hiçbir aracıya gerek olmadan finansmanın ilk elden kullanılması sağlanmaktadır. Finansmana gerek duyanlar,

yatırım yapacak kişilere (kalabalığa) direkt olarak erişir. Erişim kaynağı ise internettir (Onur ve Değirmenci, 2015: 1).

Kitlesel fonlama; bir girişim veya projeye, yardım etmeye gönüllü insanlar tarafından internet aracılığı ile finansal destek sağlanmasıdır. Son zamanlarda başta Amerika olmak üzere Almanya, İngiltere gibi Avrupa ülkelerinin de içinde olduğu çoğu ülkede kullanılmaktadır. Finansal desteğe ihtiyaç duyan, yeni doğan işletmelere farklı bir kapı açan ortaklık şeklidir (Ünsal, 2017: 21).

Kitlesel fonlama kavramı, melek yatırımcı ve girişim sermayesi oldukça benzerdir. Bu kavramların ayrımı Tablo 1.1.'de gösterilmiştir (Wilson ve Testoni, 2014: 6 ; Aktaran Fettahoğlu ve Khusayan, 2017: 504-505):

Tablo 1.1. Melek Yatırım, Girişim Sermayesi ve Kitle Fonlama Farkları

	Melek Yatırım (Angel Invest)	Girişim Sermayesi (Venture Capital)	Kitle Fonlama (Crowdfunding)
Yatırımcı Türü	Genelde bireysel yatırımcı	Girişim sermayesi yatırım ortaklığı	Kişilerden oluşan büyük bir kitle
Yatırım Tutarı	Orta (ör. 1 milyon USD altı)	Yüksek (ör. 1 milyon USD üstü)	Düşük (ör. birkaç yüz bin USD veya altı)
Öz sermaye	Yüksek getiri sağlanmaktadır.	Düşük getiri sağlanmaktadır.	Yatırımcısına ödül, ön alım hakkı gibi imkanlar sunar.
Hedef Kitle	Gelişmekte olan işletmeler (Start-up)	Kendini kanıtlamış işletmeler	Gelişmekte olan işletmeler (Start-up)
Yönetime Dahil Olma	Genel kurulda yer almaz.	Genel kurulda yer alır.	Genel kurulda yer almaz.
Katkı	Tecrübe ve iş bağlantıları	İş bağlantıları	Doğrudan bir katkı yoktur.
Motivasyon ve Yatırımdan Beklenen Getiri	Finansal getiri önemlidir ancak başlıca neden değildir.	Finansal getiri kritiktir. Çünkü girişim sermayesi ortaklıktaki hisselerini satarak yeni projeler için finans kaynağı sağlamak ister.	Finansal getiri önemli olmakla beraber yatırım yapmak için tek sebep değildir.

Geçmişteki Tecrübe	Geçmiş dönemlerin girişimcileridir.	Finans, danışmanlık ve farklı sektörlerden tecrübeye sahiptirler.	Çoğunun geçmişte tecrübesi yoktur.
Yatırımcının Coğrafi Yakınlığı	Çoğu yatırım yerel kalmaktadır.	Yerli ortaklarla ulusal ve artan bir şekilde uluslararası yatırımlar	Yatırımlar internetten yapılmakta olup girişim sermayesine göre yatırımın mesafesi daha uzaktır.

1.2. Kitlesel Fonlamanın Tarihsel Gelişimi ve Durumu

Kitlesel fonlama, kitlelerden maddi destek sağlamaktır. Bu destek sistemi internet ile hayatlara dahil olmuştur. Kitlesel fonlama yalnızca para yatırmak olarak düşünülmemelidir. Temelde bu sistemin gerçek anlamı “kitle kaynağıdır”. Yani yapılamayan ya da yapmaya vakit bulunamayan işleri başkalarına teslim etmek ve projeyi ortaklaşa bitirmektir (Enago Academy, 2015). Dolayısıyla kitlesel fonlamanın temeli “crowdsourcing (kitle kaynak)” teriminden gelmektedir (Hemer, 2011: 8). Bu terim kitle (veya kalabalık) anlamındaki “crowd” ile dış kaynak anlamına gelen “out source” sözcüklerinin bir araya gelmesiyle oluşmuştur. Bu kelimeleri açıklamak gerekirse; İnternet ile çevrimiçi kullanıcıların sayısı ve etkileşimleri artmıştır. Çevrimiçi kullanıcılar topluluğunun birer kaynak olarak kullanılmasına “kitle kaynak” denmektedir. “Kaynak” (source) sözcüğü çoğunlukla bilgi (knowledge) anlamında kullanılır ve internet kullanıcılarının bir hedef doğrultusunda bilgiyi oluşturması, geliştirip yenilemesi veya yayması gibi düşünülebilmektedir (Şeker, 2015: 1).

Crowdsourcing, amatörlerin yarattığı içeriklerden meydana gelmektedir. Örnek olarak, Conserve’nin reklam ajansının kamera kullanmayı bilen herkesi yirmi dört saniyelik kısa reklam filmi çekmeye çağırdığı Converse Gallery kampanyası verilebilir. Bu filmlerle Converse’nin Chuck Taylor modelinin popülerliğinin artması hedeflenmiştir. Bu reklam çağrısından sonra üç hafta içinde şirkete oldukça yaratıcı ve özgün yedi yüz elli kısa film gönderilmiştir. Bu sayı 2007 yılı sonuna kadar bine ulaşmıştır. Bu kampanya hem şirket hem de reklam dünyası için önemli bir başarı olarak görülmüştür. Böylece kullanıcı tarafından yaratılan içeriğin tohumları atılmıştır. Kitle kaynak kullanımı reklamcılığı ve daha birçok alanı derinden

değiştirecek bir devrim yaşatmıştır. 2006 yılında “Wired” dergisinde “The Rise of Crowdsourcing” isimli makalesinde Jeff Howe bu devrime Crowdsourcing adını vermiştir. Crowdsourcing’de insanlar daha önce görülmemiş bir sosyal davranış sergilemektedir. İnsanlar bir araya gelmekte ve bir zamanlar yalnızca profesyonellerin baskın olduğu alanlarda çok az bir paraya veya karşılıksız çalışmaktadır. Burada önemli olan insanın işgücü olgusudur. Çıkar üzerine davranışlar söz konusu olmamaktadır. İnsanlar crowdsourcing için maddi bir katkısı olmasa da gönüllü olarak çalışmaktadır. Onları projelere katkıda bulunmaya iten durum, toplumun faydalanabileceği bir şey yaratmak ve usta oldukları işi ortaya koymaktan zevk almalarıdır. Bu durumda crowdsourcing bağlamındaki iş birliği kendi kendisinin ödülü olmaktadır. Howe “bir işi en iyi yapacak kişi o işi en çok yapmak isteyen kişidir.” demiştir. İş yapmaya hevesli, yaratıcı ve yetenekli insanlar tarafından ortaya konmuş bir eğilimdir. Doğal bir şekilde ortaya çıkmıştır, birçok küçük parçanın devrimidir. İnternetle iç içedir ancak temelini yalnızca teknoloji oluşturmamaktadır. Kitle kaynağın temeli düşünebileceğiniz her coğrafyadan her türlü insanın daha önce görülmemiş derecede iş birliği yapması ve bilgi alışverişinde bulunmasına yardımcı olmasıdır (Howe, 2010).

İnternetin yaygınlaşması kitle kaynak kullanımının hızlı büyümesine destek olmaktadır. İnternet, bilgiyi daha hızlı, daha kolay bir şekilde ve daha az engelle kullanıcılara ulaştırmaktadır. Bu sayede kullanıcılar daha etkindir ve katılım sağlamaları daha kolaydır. İnternet kullanıcı sayısında artış oldukça birbirleri ile etkileşimleri de artmaktadır böylece daha fazla kitle kaynak hareketi ortaya çıkmaktadır. Bunlara ek olarak internet kullanıcı çeşitliliği, farklı kökenden insanların birbirleriyle iş birliği fırsatı yakalamasını sağlamaktadır. İnternet dışında kitle kaynağın öne çıkmasını sağlayan başka faktörler de vardır. İlki, zaman ve mekân esnekliği olması kullanıcı çekmektedir. Crowdsourcing katılımcıları için belli bir zamana ya da yere bağlı kalma sınırlaması yoktur. İnsanlar düzenli işlerinden arta kalan boş zamanlarında kitle kaynağa katkı sağlayabilmekte ve bu yolla para kazanabilmektedir. İkincisi açık kaynaktır. Jeff Howe açık kaynağın kitle kaynak kullanımının gelişmesindeki önemli rolünü vurgulamıştır. Açık kaynak, daha fazla kaynak ve bilgi alışverişi sağlamaktadır. Üçüncüsü ise, ucuz üretim maliyetidir. Gün geçtikçe daha fazla kişi kitle kaynağa dahil olmaktadır, bu sayede bilginin erişimi de

artmaktadır, bu da üretimin maliyeti azaltmaktadır (Yuan, Liang ve Xue, 2014: 14-15).

Crowdsourcing, bir insan kalabalığının, kaynaklarından, bilgi veya uzmanlıklarından yararlanma demektir (Hemer, 2011: 8). Bir grubu ya da kitleyi inovasyon, problem çözümü vb. konularda ortak bir hedef doğrultusunda bir araya getirmektedir. Kitle kaynak uygulamalarına pek çok farklı düzeyde ya da sektörde karşılaşmak mümkündür. Belirli bir topluluğa görevler verilerek ortaklaşa bir şekilde, akla, zekaya, beceriye ve topluluk tarafından var edilen bir değere ulaşılabilir. İşletmeler kitle kaynak ile yeni fikirlere, ürün ve hizmetlerle alakalı çözümlere, optimizasyona ve hatta müşteriyle alakalı derin bilgilere erişebilmektedir (Akyüz, 2016; 80). İşletmeler kalabalığın bilgisinden ve bilgeliğinden faydalanmanın önemini son yıllarda kabul etmiş olsa da kitle kaynak kullanımı yüzyıllardır hayatın içinde var olmuştur.

Howe'un ortaya attığı crowdsourcing (kitle kaynak) ile kitlesel fonlamanın da temeli atılmış olup bu kavram on yıl içinde küresel bir boyuta ulaşmış ve hızla yaygın hale gelmiştir. Kitle kaynak kavramına benzer bir şekilde, kitlesel fonlama; bir proje, bir amaç, ya da bir ürün için bireylerin karşılıklı ya da karşılıksız finansal desteğine başvurulması anlamına gelmektedir (Koçer, 2015: 14-15).

Kitle kaynak kullanımı ile kitlesel fonlamanın ayrıldığı nokta; crowdsourcing kalabalığın yeteneklerinin fazlasıyla, crowdfunding ise topluluğunun fikirleri, bilgisi veya zekâsı yerine kalabalığın fazla paraları ile alakadar olmaktadır (Howe, 2010: 199).

Kitlesel fonlama, Türk kültüründe var olan imece usulü yardımlaşmaya oldukça benzemektedir. Bu yardımlaşma türünün yirmi birinci yüzyılda teknolojik gelişmelerle birlikte çevrimiçi platformlar aracılığı ile yapılan şekli olarak düşünülmektedir (Ünsal, 2017: 15). Böylece daha önce yapılan birçok işin yapılış şekli farklılaşmıştır. Bu sistem sayesinde girişimciler, hayata geçirmek istediği iş fikrine internet üzerinden imece usulü ile daha hızlı, daha kolay ve daha etkili bir şekilde fon veya kaynak yaratabilmektedir.

Kitlesel fonlamanın ortaya çıkış nedenlerine bakıldığında; piyasaya yeni adım atan girişimcilerin erken dönem finansmanında çoğunlukla kendilerinin veya yakın

çevresinin birikimlerinden yararlanarak maddi destek aldığı bilinmektedir. Bunun sebepleri girişimcilerin piyasaya dair yeterli bilgi birikimin olmaması, iş deneyiminin az olması ya da hiç olmaması, klasik finansman yollarıyla fon alabilmek için yeteri kadar teminatlarının olmaması ve projelerinin henüz kurumsallaşmamış olmasıdır. İş fikri olan ve bu sebeplerden dolayı sermaye bulamayıp kurumsallaşamamış girişimciler teknolojinin gelişmesi ve internetin yaygınlaşmasıyla beraber artan sosyal medya kullanımı sayesinde gereksinim duydukları finansmana internet üzerinden erişmeye başlamışlardır. Kitle fonlama ismi verilen bu sistem 2008 yılındaki krizden sonra girişimciler, sanatkârlar ve erken dönem girişimcilerinin fon desteği bulmalarında karşılıklarına çıkan problemlerin çözülebilmesi, krizle beraber bankalara olan güvenin sarsılması ve elinde az da olsa birikimi olan yatırımcıların yatırım yapmaya çekinmelerinden dolayı ortaya çıkmış yeni bir fonlama tekniğidir (Ata, 2018: 276). Kaufmann Vakfı Girişimcilik Başkan Yardımcısı Thom Ruhe “kitlese fonlamanın arkasındaki hareketi, piyasa gerçeklerine piyasanın tepkisi” olarak yorumlamaktadır (Cortese, 2013).

Kitlese fonlamaya dair ilk örnekler vakıf ve derneklerin sermayelerinin artırımı için yapılan sermaye artırımı toplantılarında (fund raising) görülmektedir. Sonraları sanal dünya üzerinden yapılan yardım ve bağışlarda toplumun maddi bir kaynak olarak kullanıldığı da görülmüştür (Şeker, 2015: 3).

Kitlese Fonlamanın Gelişimi (Morgan, Jordan, Higgins, 2014: 6):

1997-Marillion fanları e-posta, IM ve hayran sayfaları aracılığıyla 60 bin £ toplamıştır.

2000- JustGiving: İlk bağış sitesidir.

2003- ArtistShare: Müzik hayranları finansmanıdır.

2005/6- Kiva, Zupa ve Prosper: P2P Borç verme

2006- Crowdfunding (Kitlese Fonlama) terimi ortaya çıkmıştır.

- F İ N A N S A L K R İ Z -

2008-Indiegogo: ABD’de ödül tabanlı bir kitlese fonlama platformu olarak kurulmuştur. İlk olarak film yapımcıları için fon toplanmıştır.

2009-Kickstarter: ABD’de sanat, tasarım ve teknolojik projeler için ödül tabanlı olarak kurulmuş kitlesel fonlama platformudur.

2010-CrowdCube: İngiltere’de hisse tabanlı olarak kurulmuş kitle fonlama platformudur.

2012-Abundance Generation: Proje finansmanı için kurulmuş kitlesel fonlama platformudur.

Son zamanların yeni fenomeni, hatta bazılarına göre en kötü olasılıkla yeni finansal balonu olarak nitelendirilen kitlesel fonlamanın temelleri, internet temelinde olmasalar da benzer özellikte olan Gulliver’in Gezileri kitabının yazarı Jonathan Swift’in 19. yüzyıl başında kurduğu İrlanda Kredi Fonu ve Bangladeşli Dr. Muhammed Yunus’un 1983 senesinde hayata geçirmiş olduğu Grameen Bank örnekleriyle oldukça geçmişe dayanmaktadır (İşler, 2014: 52).

Paylaşım merkezli bir sistem olan kitle fonlaması, internetin kitlelere ulaşmaya başlamasına paralel bir şekilde ortaya çıkmıştır. 1997 senesinde, İngiliz rock grubu Marillion’nun hayranlarının Amerika turnesi için internet üzerinden 60.000 Dolar fonlaması bu sisteme verilecek ilk ve en basit örnek olsa da grubun yine bu alternatif finansman kaynağını kullanarak 3 albüm daha çıkarması sistemin başarısını ortaya koymuştur (Sakızlı, 2018: 7). 1999-2002 yılları arasında film ve teknoloji projeleri kitlesel fonlama sistemini kullanmaya başlamıştır. Ancak sistemin asıl duyulması 2003 yılında ArtistShare sitesi ile olmuştur (Ünsal, 2017: 17). ArtistShare, ABD’de müzisyen ve bilgisayar programcısı Brian Camelio tarafından 2001 yılında, yaratıcı sanatçılar için yaratılan bir yazılım ve web sitesidir (Camelio. 2018). İnternetteki ilk “fan-funding” platformu olarak bilinmektedir (ArtistShare. 2016). Bu site müzisyenlerin dijital kayıtlarını üretebilmek için hayranlarından bağış aradığı bir web site olarak başlamış ve müzik dışında film, video ve fotoğraf projeleri için bir bağış platformuna dönüşmüştür (Freedman ve Nutting, 2015: 1). Böylece Kitlesel fonlama siteleri arka arkaya açılmaya başlamıştır: IndieGoGo (2008,) Kickstarter (2009) ve Microventures (2010). O zamandan günümüze kadar dünya çapında kitlesel fonlama platform sayısı 2.000’e ulaşmıştır (Ünsal, 2017: 17).

Jeff Howe (2010: 199), bu yeni model finansın en iyi örneğinin, kendini “dünyanın ilk kişiden kişiye mikro kredi sitesi” olarak tanıtan Kiva.org olduğunu belirtmiştir. Kiva,

Matt ve Jessica Flannery tarafından 2005 yılında kurulmuştur. Çevrimiçi bir kredi sitesidir. Gelişmiş ülkelerdeki bireylerin küçük iş çevresine kredi vermelerine olanak tanımaktadır. Kiva.org mikro finans ile ilgidir. Başladığı yıldan itibaren 6 milyon dolarlık kredi sağlamışlardır ve gittikçe büyümektedir (Flannery, 2007: 31).

Kitlesel fonlama alternatif finans sektöründe oldukça genç bir finansman aracıdır (CrowdfundingHub, 2016: 8). Çünkü teknolojik gelişmelerle ortaya çıkan bir uygulamadır ve temelini internet oluşturmaktadır. İnternetin hayatımıza girişi de çok eski değildir. Bu nedenle, bu genç finansman aracının henüz gelişme alışmasında olduğu söylenebilmektedir.

Teknolojinin gelişmesi, internetin kitlelerce yaygınlaşması ile bugünkü şeklini alan crowdfunding kavramı ilk olarak 2006 yılında Michael Sullivan isminde bir girişimciyle hayatımıza girmiştir. Bu girişimci “fundavlog” isimli bir çalışma ortaya koymuştur. Bu çalışmayla, video bloglar hazırlayarak projelere basit bir şekilde fon arama girişiminde bulunmuştur; fakat bu girişimi başarısızlıkla sonuçlanmıştır. Bu uygulama girişimi temel olarak, kullanıcıların farklı projeleri desteklemek için fundavlog bankası ismi verilen havuza para yatırması şeklinde oluşturulmuş ve video bloğa ilgi duyan insanların bir araya gelip güvenli bir ağ, karşılıklı ilişki kurması, ortak bir paydada buluşması ve en önemlisi kitleden fonlama üzerine kurulmuştur. Kitlesel fonlama kavramı ilk olarak Sullivan’ın blogunda yazılmasına rağmen hem kavram olarak işlevsel olarak kullanılıp kitleler tarafından yaygınlaşması, 2009 yılında Kickstarter isimli platformun kurulması ile başlamıştır (İşler, 2014: 52).

Kitle fonlaması özellikle 2008 yılında meydana gelen küresel finansal krizden sonra küçük ölçekli ve yeni doğan şirketlerin finansman bulmakta yaşadıkları güçlüklerle bir çözüm seçeneği olarak ortaya çıkmıştır. Bankaların küçük işletmeleri riskli sınıfa alması ve kredi vermek istememesi, küçük ölçekli işler için finansman bulma maliyetinin yüksek olması, genel olarak pek çok kişinin yardımlaşmaya istekli olması ve internetin finansman bulma, alışveriş yapma, bağış toplama ve büyük topluluklara erişimi oldukça kolay hale getirmesi kitle fonlamasının kısa zamanda yaygınlaşmasını sağlamıştır (Onur ve Değirmenci, 2015: 1).

Crowdfunding hareketi ortaya çıktığı zamandan bu yana hızla yayılmıştır. Avustralya’ya da içine alan kitlesel fonlama hareketi İngiltere, Hollanda, İtalya ve

Amerika’da yayılarak tüm dünya çapında genişlemiştir (The World Bank, 2013: 8). Dünyada 2016 sonu itibariyle, Kuzey Amerika ve Avrupa’yı temel alan, ortalama 45 milyon dolar üstünde fon toplayan, iki binin üzerinde Kitle Fonlama Platformu vardır. Dünya Bankası’nın 2011 araştırmasına göre bu sayının 2020 yılında 100 milyar dolara ulaşacağı tahmin edilmektedir. Kitle fonlamanın en başarılı şekilde gerçekleştiği 10 ülke ise Amerika, İngiltere, Kanada, Almanya, Fransa, Avustralya, İtalya, Hollanda, İspanya ve Japonya olarak sıralanmaktadır (Ünsal, 2017: 43).

1.3. Kitlese Fonlama Sisteminin Tarafları

Kitlese fonlama bir iş fikri olan girişimcinin, fikrini gerçekleştirebilmek için ihtiyaç duyduğu fonu kitlese fonlama platformları üzerinden yatırımcılarla buluşup temin ettiği bir sistemdir. Böylece girişimci (yaratıcı/ proje sahibi/ fon alan), yatırımcı (destekçi/ katılımcı/ fon sağlayıcı) ve kitlese fonlama platformları olmak üzere 3 taraf vardır.

1.3.1. Girişimci

Kitlese fonlama sisteminde yaratıcı ve yenilikçi bir iş fikri olan ve bu fikrini hayata geçirmek için kitlese fonlama platformları üzerinden fon arayan kişidir. Fon alan, yaratıcı veya proje sahibi olarak da adlandırılmaktadır.

Girişimcilerin kitlese fonlama portalları üzerinden fon talep edebilmek için 18 yaşından büyük olması, kalıcı bir adresinin bulunması, kimlik bilgilerinin platformlar üzerinde kayıtlı olması ve ismine tanımlı bir banka hesabı ile kredi kartı olması en temel zorunluluklarıdır (Sakızlı, 2018: 8). Bu koşulları yerine getirebilen, yenilikçi ve özgün fikre sahip kişiler, kitlese fonlama platformları üzerinden girişimci olarak fon talep edebilmektedir.

Girişimcilerin geleneksel finansman yerine kitlese fonlamayı tercih etmesinin sebepleri şunlardır (Gulati, 2014: 3-4):

- Sermayeye çevrimiçi ve düşük maliyetle erişim sağlanması,
- Finansal olmayan desteklere ulaşabilme ve hizmet öncesi yol göstermesi,
- Doğru bir şekilde, taleple ilgili öngöründe bulunmaya yardımcı olmasıdır.

Geleneksel fon kanallarına göre girişimcilerin daha çok seçeneği vardır. Sistemin büyük ölçüde kendi kendini yönetiyor olması girişimcileri bu yöntemi seçmeye itmektedir.

1.3.2. Yatırımcı

Fon ihtiyacı olan girişimciler tarafından oluşturulmuş iş fikirlerine ilgi duyup fon desteğinde bulunan kişilerdir. Destekçi, katılımcı ve fon sağlayıcı olarak da adlandırılmaktadır. Temelde projelere destekte bulunan fon sağlayıcılar daha önce yatırımcılıkla ilgilenmemiş halkın içinden sıradan insanlardır (Atsan ve Erdoğan, 2015: 304). Ancak daha önce girişimcilikle ilgilenmiş kişiler de ilgi duydukları projeye fon desteği sağlayabilmektedir (Ata, 2018: 277).

Ercan (2017)'deki çalışmasında, kitlesel fonlama yatırımcılarının projelere destek olmasını sağlayan motivasyonları; “ödül avcılığı, yardımlaşma, sosyal sorumluluk ve duygusal bağ” olarak belirtmiştir.

1.3.3. Kitlesel fonlama platformları

Geleneksel yöntemlerle fon arayışında, girişimci ile destekçiler yüz yüze iletişime geçmektedir. Kitlesel fonlama sisteminde, fon talep eden girişimciler ile fon arz eden yatırımcılar (destekçiler) internet aracılığıyla kitlesel fonlama platformları üzerinde buluşmaktadır.

Her kitlesel fonlama platformunun işleyişi ve kuralları birbirinden farklıdır. Kimi platform, katılım için online başvuru formunu kabul ederken kimisi de platform danışmanlarıyla görüşerek ayrıntılı bir inceleme sonrası başvuruları kabul etmektedir. Projelerin yayında kalacağı zaman sınırlaması da platformların belirlediği kurallara göre belirlenmektedir. Bunlara ek olarak, kimi platformlar proje başarısız olursa paranın iade edildiği “hep ya da hiç” prensibiyle kimi platform ise, proje başarısız olsa dahi biriken tüm paranın alındığı “hepsini tut” prensibiyle hareket etmektedir (Valančienė ve Jęgelevičiūtė, 2014: 601).

Kitlesel fonlama platformları çoğunlukla kâr amacı gütmektedir. Platformlar başarılı projelerden %4-5 oranında komisyon almaktadır. Bundan dolayı platformlar, başarılı proje sayısını yukarı çıkarmayı ve geniş kitleleri platforma çekmeyi amaçlamaktadır. Geniş kitlelere ulaştıkça yüksek kalitede projeleri çekecek ve dolandırıcılık riski

azaltacaktır (Agrawal, Catalini ve Goldfarb, 2013: 15). Platformlar sadece aracılık yapmaktadır iş fikri ya da projenin başarılı olmasında herhangi bir sorumluluğu yoktur (Kesikli, 2017).

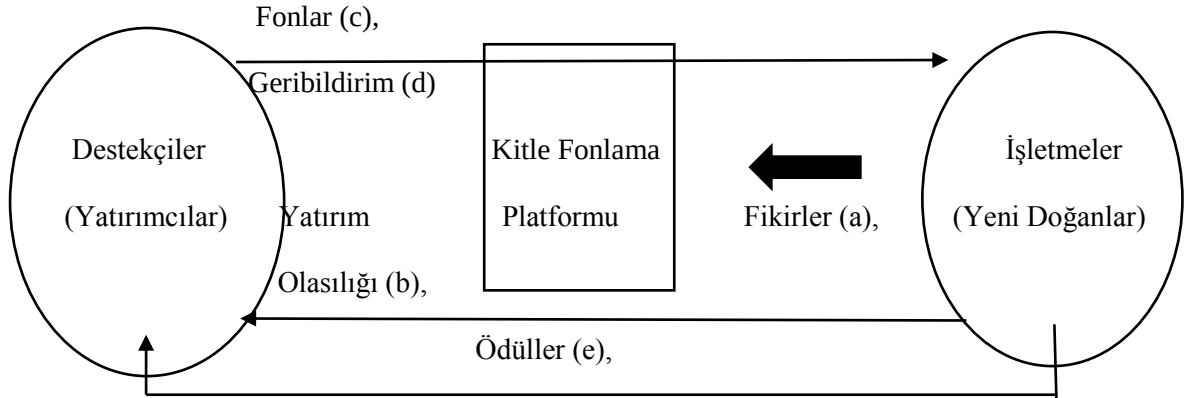
Kitlesel fonlama platformlarının hizmetleri üç tanedir (Ramos, 2014: 12):

- **Teknik Hizmetler:** Sunulan projelerin kalitesini artırmaya yönelik verilen hizmetlerdir. En popüler hizmetler; kampanyaların gelişmesinde teknik yardım, sosyal ağları etkinleştirmek, hedef kitleyi tanımlamak, gerçek bir hedef bütçe belirlemek ve yeni başlayan projeleri tanıtmaktır. Bu kategori toplu iş birliğine teşvik eden hizmetler de içerebilmektedir. Bu hizmetler kullanıcılardan gelen geribildirim ve önerilerden yararlanabilmek için öğrenim toplulukları kurmayı amaçlamaktadır.
- **Hukuki Hizmetler:** Güvenli bir iş ortamı yaratabilmek için oluşturulmuş hizmetlerdir. Kitlesel fonlamanın doğası gereği, fikirlerin korunması, yatırımcılar ve tüketicilerin korunması ve vergilendirme ile ilgili mevzuatlar hala eksiktir.
- **Reklamcılık Hizmetleri:** Kitlesel fonlamanın yararını daha geniş kitlelere tanıtılması arayışındadır. Kamu kurumlarıyla anlaşarak kamu yatırımları çekmek bu hizmetin bir parçasıdır.

1.4. Kitlesel Fonlama Sisteminin İşleyişi

Kitlesel fonlama sistemin farklı model türleri olsa da her bir projenin temel olarak tek bir hedefi vardır ve bu hedef doğrultusunda önceden belirlenen miktarda paranın, önceden belirlenen bir zaman içerisinde toplanılmasının amaçlandığı bir yapıdadır (İşler, 2014: 54). Kitlesel fonlama sisteminin işleyişi Şekil 1.1.'de sunulmuştur.

Şekil 1.1. Kitlese Fonlama Sisteminin İşleyişi



Kaynak: (Valanciene ve Jegeleviciute, 2014: 602)

Şekil 1.1’de görüldüğü gibi, işletmeler (proje sahibi/ girişimci) fikirlerini (a) kitlese fonlama platformlarında sunmaktadır. Kitlese fonlama platformları girişimcilerin fikirlerinin kitleler (destekçiler/ yatırımcılar) tarafından duyulmasını sağlamaktadır. Bu sebeple platformlar, yatırım olasılığı (b) yaratmaktadır. Yatırımcılar bu fikirleri analiz ederek ilgi duydukları bir projeyi seçer ve fon (c) desteğinde bulunur. Fonladıkları projenin başarılı olmasını arzu eden yatırımcılar, eğer deneyimleri varsa geribildirimde (d) bulunarak bu deneyimlerini proje sahibiyle paylaşabilmektedir. Girişimciler ise proje başarıya ulaştığında destekçilere bir ödül vermek zorundadır. Platformlar da proje amaçlanan fon miktarına ulaştığında genellikle %5-%10 arasında komisyon almaktadır (Valančienė ve Jegelevičiūtė, 2014: 602).

Kitle fonlama sistemin genel işleyişi aşağıda açıklanmıştır:

1.4.1. Hedeflenen fon tutarının belirlenmesi

Yenilikçi bir fikre sahip olan proje sahibinin, fikrini hayata geçirebilmesi için yeterli fon miktarını en ince ayrıntısına kadar doğru bir şekilde planlaması oldukça önemlidir.

Proje sahibi tüm maliyetleri ve karşısına çıkabilecek olan riskleri değerlendirip, piyasa koşullarına göre bir fiyatlamaya yapması gerekmektedir. Buna ek olarak, belirlenmiş olan fon miktarı ile tanıtımın birbirini tamamlayıcı olması gereklidir. Kitlese fonlama sisteminde olan tüm tarafların interneti yoğun bir şekilde kullanmalarından dolayı proje için biçilen fon miktarının tutarlılığına ilişkin ayrıntılı bilgiye ulaşma imkanları vardır (İşler, 2014: 54).

Kitlelerden fon toplama işlemi fazlasıyla emek gerektiren bir süreçtir. Bundan dolayı proje için hedeflenen fon miktarının yüksek olması bu tutara ulaşmayı zorlaştırmaktadır. Proje sahibi projesinin başarısız olmaması için gereksiz kalemleri hedeflediği tutardan düşmelidir. Böylece projenin başarılı sonuçlanma olasılığı artacaktır.

1.4.2. Projenin hazırlanması ve sunumu

Projenin tanıtımı, en az uygulanabilir olması kadar önemlidir. Fon toplamada başarı sağlayabilmek için en önemli unsur tanım ve sunumdur. Çünkü projeler çevrimiçi bir ortamda sunulmaktadır. Bu nedenle proje sahibi, kitleleri ancak güzel bir tanıtım ile projesine çekebilecektir. Proje tanıtımının çevrimiçi yapılacak olması tanıtımın uzunluğunu, görselliğini, temasını ve özgünlüğünü oldukça ön plana çıkarmaktadır. Tanıtım için en yaygın kullanılan araç videolardır buna ek olarak akan metinler, sesli anlatımlar ya da belgesel formatları da kullanılmaktadır (İşler, 2014: 54). Videoların projeleri başarıya ulaştırmasıyla ilgili olarak Fongogo sitesi, videolar olmadan yayınlanan projelerin başarıya ulaşma şansının %30 olduğunu belirtmiştir (Fongogo. 2018a).

Projelerin başarıya ulaşabilmesi için hedef kitleyi anlamak büyük öneme sahiptir. Bu nedenle kitlesel fonlamaya başlamadan önce kitlelerin proje hakkında bilgi edinebileceği bir web sitesinin hazırlanması, projenin destekçi kazanmasını sağlayacaktır. Hazırlanan web sitesi ile kitlesel fonlamaya başlamadan önce sitedeki takipçilerin proje ile ilgili fikirleri alınacak ve genel görüşleri doğrultusunda çıkarımlar yapılarak projenin son şekli verilecektir. Kitlelere ulaşabilmek için sosyal medya kullanımı da oldukça önem arz etmektedir. Sosyal medya tanıtımlarıyla projeye daha çok destekçi çekilecek ve daha çok geribildirim alınacaktır.

1.4.3. Ödül-hediye-getiri-ortaklık

Proje sahibi hedeflediği fon miktarına ulaştığında tercih etmiş olduğu kitlesel fonlama modeline göre destekçilere ödül, hediye, getiri veya ortaklık hakkı vermektedir. Bu ödüller genel olarak önceden belirlenmiştir ve yatırımcıların yapmış oldukları miktara göre oransal olarak dağıtılmaktadır (İşler, 2014: 54).

Girişimci, projesi başarıyla sonuçlandığında vaat ettiklerini destekçilere ulaştırmak için projesini takip etmektedir. Proje kitlelere sunulduğu için bu durum binlerce kişiye

ulaşmak anlamına da gelmektedir. Proje sahibi üzerindeki bu yükü azaltabilmek için dış kaynaklardan destek alabilmektedir (Hui, Gerber, ve Greenberg, 2014: 7).

1.4.4. Fon oluşumu ve tedariki

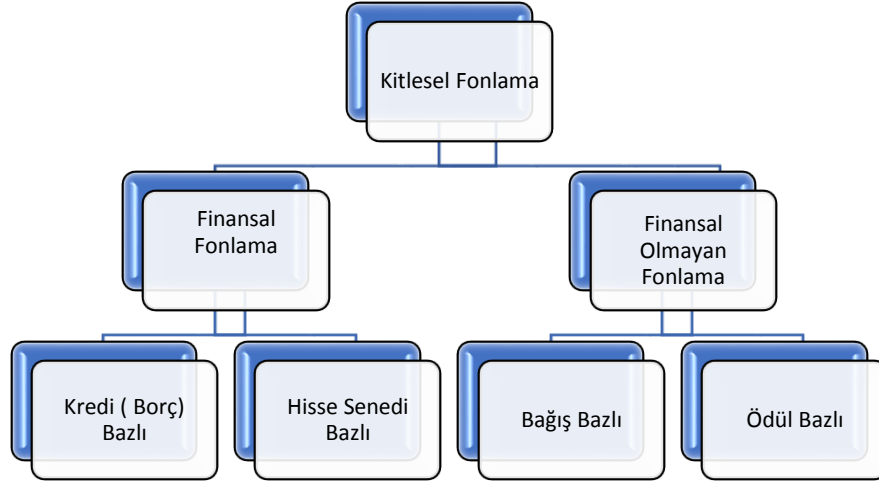
Kitlesel fonlama platformlarının birçoğu projeler için destekçilerin yapacakları fon miktarlarına bir üst sınır getirmemektedir. Bundan dolayı destekçiler, ilgilerini çeken projelere istedikleri miktarda destek olabilmektedir (İşler, 2014: 55). Katılımcılar kitlesel fonlama platformu üzerinden diledikleri miktarda fonu doğrudan projeye aktarmaktadır. Platformların kabul ettiği ödeme yollarına göre ödemeler yapılmaktadır (Kredi kartı, sanal kart, Paypal, havale vb.) (Kesikli. 2017).

Kitlesel fonlama platformları, destekçiyle girişimciyi buluşturan, tanıtımını yapan bir aracı görevi üstlenmektedir. Bu nedenle platformlar, proje başarıya ulaştığında elde edilen tutardan belli bir komisyon ücreti almaktadır; fakat çoğu platform, projenin başarılı olmaması halinde herhangi bir komisyon kesintisi yapmamaktadır ve yatırımcılara katkılarını geri vermektedir. İstisnai durumlarda ise, önceden belirlenmiş süre sonunda, proje hedeflenen fon tutarına ulaşamasa dahi komisyon kesintisinden sonra proje sahibine aktarılmaktadır (İşler, 2014: 55). Platformların projenin başarıya ulaşması durumunda alınacak olan bu komisyon ücretlerini hem yatırımcı hem de girişimciye en başından bildirmesi gerekmektedir.

1.5. Kitlesel Fonlama Modelleri

Kitlesel fonlama sistemi genellikle finansal ve finansal olmayan fonlama şeklinde ikiye ayrılmaktadır. Kitlesel fonlama modellerinin sınıflandırılması Şekil 1.2.'de sunulmuştur.

Şekil 1.2. Kitlese Fonlamanın Sınıflandırılması



Kaynak: (Sancak, 2016: 101).

Finansal olmayan fonlama, ürün veya iş fikrine (projeye) katkıda bulunmayı sağlar, bu sistemde ürün fonlanmaktadır. Finansal fonlamada ise öz kaynağa katkıda bulunulur yani sermaye fonlanmaktadır (De Buysere, Gajda, Kleverlaan ve Marom, 2012). Finansal fonlama ve finansal olmayan fonlama arasındaki ana fark, finansal getiriye bağlı olan sistemlerdeki potansiyel kar olanağı ile bunla bağlantılı olan yatırım riskinden doğmaktadır (İşler, 2014: 56). Dünyada kitlese fonlama uygulaması oldukça yaygınlaşmıştır. Bu yaygınlaşmanın başlıca sebepleri; internet erişiminin kolay ve yaygınlaşmış olması, elektronik para transferine olan eğilim ve gelir fazlalığıdır. Bu faktörlerin katkısıyla kitlese fonlama yaygın hale gelmiş bu da çok çeşitte model ortaya çıkarmıştır (Zengin, Yüksel ve Kartal, 2017: 26). Ülkemizde 2013 yılından günümüze kadar sadece bağış ve ödül modeli ile kitlese fonlama yapılıyor olsa da gelişmekte olan finansal yönetimin boyutlarının tümünün incelenmesi teknolojik gelişmeleri takip edebilmek için oldukça önem arz etmektedir (Sakızlı, 2018: 10).

1.5.1. Finansal olmayan kitlese fonlama modeli

Bu modelde menkul kıymet alım ya da satımı yapılmamaktadır. Bağış olarak bir program ya da bir iş fikri (proje) için para toplanmakta ve para yardımıyla bulunan bu bağışçılara ödül verilmesi şeklinde kurulmuş bir sistemdir (Onur ve Değirmenci, 2015: 2). Yapıları gereği finansal olmayan fonlama modeli içinde yer alan projelerin hayata geçebilmesi için hedeflenen fon tutarı, finansal fonlama modeline göre daha düşüktür. Finansal olmayan fonlama modelinde herhangi bir maddi bir geri dönüş beklentisi

olmadığı için bu modelde elde edilen fon tutarı, finansal fonlama modelindeki kadar yüksek değildir (İşler, 2014: 56).

Bağış modeli veya ödül temelli model şu anda mevcut platform sayıları açısından dünyada en çok tercih edilen kitle fonlama kategorisidir. Daily Crowdsourcing tarafından yapılan araştırma, 2011’de başlayan kampanyaların %93’nün ödül temelli, %7’sinin ise yatırım temelli model (finansal fonlama modeli) olduğunu ortaya koymuştur (NCFA. 2012). Amerika Alternatif Finans Endüstrisi Raporuna (2017: 52) göre finansal olmayan kitlesel fonlama modellerini tercih edenlerin büyük bir çoğunluğunu kadınlar oluşturmaktadır. Bağış temelli fonlama sisteminin %71’lik kısmını, ödül temelli fonlama sisteminin ise %50’lik kısmını oluşturmaktadır.

Ülkemizde sosyo-kültürel açıdan risk ve getiri olgusuna olan yaklaşımın yüksek olmamasından dolayı kitlesel fonlamaya ilişkin hala güven problemi vardır. Bundan dolayı, finansal olmayan bir yapı içerdiği için bağış ve ödül tabanlı sistemler kullanılmaktadır (Tekeoğlu, 2015; 298-299). Ülkemizde yasal mevzuat gereği sadece finansal olmayan fonlama modeli (bağış ve ödül tabanlı) kullanılabilmektedir. Bu konudaki yasal boşluğu doldurmak ve diğer kitle fonlama platformu çeşitlerini de bir temele oturtabilmek amacıyla Ocak 2017’de TBMM’ye bir yasa tasarısı sunulmuştur (Çubukçu, 2017: 159).

1.5.1.1.Bağış temelli kitlesel fonlama

Bu sistem hibe sistemi olarak da adlandırılmaktadır (İşler, 2014: 56). Bu modelde en basit şekliyle maddi bir beklenti olmadan hayır yapmak, yardımcı olmak gibi sosyal davranışlar sergilenerek bir projeye parasal destek verilmektedir.

Bağış tabanlı kitle fonlaması, proje sahiplerin projelerini internet üzerinden duyurması ve sonrasında projeye destek vermek isteyen bağışçıların kitle fonlaması platformları vasıtasıyla bağış yapması ve proje sahibine bu bağışların iletilmesi şeklinde kurulmuş bir sistemdir (Karaarslan ve Altuntaş, 2015: 490). Bağış yapanların bir projeye katkıda bulunmak veya başkalarına bir şeyler vermek dışında bir kazançları yoktur. Bu bağış sonrasında sosyal ve kişisel motivasyon kazanmaları kazanç olarak sayılabilmektedir (Ergen, Lau ve Bilginoğlu, 2013: 4). Proje sahiplerinin bağışçılara bir ödül vermesi gerekmemektedir, minnettarlığını göstermek adına bir teşekkür mektubu göndermesi yeterlidir (Yuan vd., 2014: 51). Bağışçıların bir kazanç beklentisi yoktur; ancak

kurallara ya da proje çeşidine göre vergi indiriminden faydalanabilirler (Sakızlı, 2018: 11).

Bu sistem daha çok sivil toplum kuruluşları tarafından kullanılmaktadır. STK'lar on yılı aşkın zamanda birçok özel projeye bağış bulabilmek için bu modeli tercih etmektedir. Klasik yöntemlerin aksine bu modelde bir amaç için kitleler toplanmaktadır. Bu yöntemde destekçiler bağış yaptıkları paranın özel bir amaçla kullanılacağını bildiği için daha çok tutarda destek olmaya isteklidir (De Buysere vd., 2012: 10).

Bu modelde en çok tercih edilen sektörler eğitim ve araştırma (%45) ve yardımseverlik (%41)'tir. Bağış tabanlı kitlesel fonlama modeli toplanan fonlarla 2016 yılında 224 milyon dolara ulaşarak %60'lık bir büyüme göstermiştir ve giderek daha büyük kitleleri etkilemektedir (Amerikan Alternatif Finans Enstitüsü Raporu, 2017: 57). Bu sistemde fon verenler bir beklenti için olmadıkları için risk yoktur (Onur ve Değirmenci, 2015: 2). Fakat dikkatli davranılması gereken husus dolandırıcılık ihtimalinin olmasıdır. Destekçilerin bağış yapmak istedikleri projeler sahte çıkabilmektedir. Proje sahipleri kitlesel fonlama sitelerine projelerini gönderdiğinde site yöneticileri tarafından incelenip daha sonra kitlelere sunulduğu için bu ihtimal düşüktür. Fakat böyle bir durum meydana gelirse de destekçilerin herhangi bir beklenti kaygıları olmadığı için onları çok etkilemeyeceği söylenebilmektedir (Sakızlı, 2018: 11).

Bağış temelli model, kitlesel fonlama modelleri arasında dünyada en çok tercih edilenlerdendir (NFCA. 2012). Ülkemizde de hibe ve bağış karşılığı kitlesel fonlama yöntemi kullanılmaktadır; fakat hem altyapıda yetersizlikler hem de bu sistemin taraflarının, görevlerinin ve sorumluluk sınırlarıyla ilgili olarak yasalardaki eksiklikler birçok hukuki problemin çıkmasına neden olmuştur. “Özellikle bağış karşılığı yapılan kitlesel fonlamalarda bağış toplanması için 2860 sayılı Yardım Toplama Kanunu ve Yardım Toplama Esas ve Usulleri Hakkında Yönetmelik'te değişiklik yapılarak bu mevzuat kapsamında yardım toplayacak kişilere kitlesel fonlama platformlarına proje sunan girişimcilerin de eklenmesi veya mevzuatın bu tür kişilere uygulanmayacağına ilişkin düzenlemeler getirilmesi yerinde olacaktır. Zira mevcut durumda ülkemiz mevzuatı yalnızca kamu yararına uygun olarak, amaçlarını gerçekleştirmek, muhtaç

kişilere yardım sağlamak ve kamu hizmetlerinden bir veya birkaçını gerçekleştirmek veya destek olmak üzere gerçek kişiler, dernekler, vakıflar, spor kulüpleri, gazete ve dergilerin yardım toplamasına izin vermekte ve bu durumda bunun dışında kalan tüzelkişi ortaklıkları (internet platformları) ve girişimcilerin yardım veya bağış toplaması da yasal düzenlemelere tabiidir.” (Herdem. 2014).

1.5.1.2.Ödül temelli kitlesel fonlama

Bireyler yeni bir ürün geliştirmek ve kurumlar ise çalışmaya başlamak için fon talep etmektedir. Bu modelde destekçiler fon talep eden kişi ya da kurumlara maddi değeri olmayan ürünler veya ödüller karşılığında projelere destek olmaktadır (Çonkar ve Canbaz, 2018: 123).

ABD’deki verilere göre ödül bazlı kitlesel fonlama hacmi 2015 yılında 658,4 milyon dolardır, 2016 yılında 596 milyon dolara gerilemiş olsa da en yaygın kullanılan bu model, 2016 yılında toplam hacmin %1,7’sini oluşturmaktadır (Amerikan Alternatif Finans Enstitüsü Raporu, 2017: 29).

Modelde vaat edilen ödüller minnettarlığı göstermek için semboliktir ve yapılan destekten çok daha düşük değerdedir (De Buysere vd., 2012: 10). Çanta, saat veya fon sağlanan ürün ya da hizmeti hatırlatacak herhangi bir nesne olabilmektedir. Yüksek miktarda yatırım yapan destekçilere plaket vermek, teşekkür mektubu yollamak veya projede adlarına yer vermek gibi destekçileri onurlandırılan ödüller de olabilmektedir. Hatta nadir olarak görülse de yüksek tutarlı yatırım yapan destekçilerin adı ürün ya da hizmetin bir kısmına veya tamamına verilebilmektedir (Startupfon. 2018).

Bu sistem içerisinde olumlu ve olumsuz yönleri barındırmaktadır. Proje sahibi, yatırımcılara finansal getiri yerine ödüller sunarak şunları elde eder (Onur ve Değirmenci, 2015: 3):

- Yeni ortaklıklardan kaçınabilmek,
- Çok sayıda üretim kararı almadan önce kitlelerin ürüne/ hizmete karşı talebini önceden görebilme imkânı bulmak.

Bu modelin olumsuz tarafları ise şunlardır:

- Ödül destekçiye ulaşmadığında sorumlunun kim olacağının belirsizliği,

- Projenin önceden açıklandığı şekilde yürütülmemesi durumunda kimin sorumlu olacağının belirsizliği,
- Toplanan fonların geri ödenmesi gerektiğinde işlemlerin nasıl yürütüleceğinin belirsizliği,
- Geniş bir topluluğa hitap eden bir ürün/hizmet olmadıkça gerekli fonun toplanamaması.

Bu modeldeki en başarılı örnek: Kickstarter sitesinde en çok fonlanan birinci, üçüncü ve beşinci olan Pebble Teknolojidir. 2015 yılında “Pebble Time” adı verilen akıllı saatler 78 bin kişiyle 20 milyon doların üstünde fon almıştır hala en yüksek fon alan proje olarak birinciliğini sürdürmektedir. Daha sonra geliştirilmiş modeli “Pebble 2, Time 2” ile 66 binden fazla destekçiyle 13 milyon dolardan fazla fonla üçüncü, 2012 yılında çıkarmış olduğu “E- Paper Watch” ürünüyle 69 binden fazla destekçiden aldığı 10 milyon dolarla beşinci sırada yer almıştır (Medium. 2018).

1.5.1.3.Ön satım modeli

Bazı kaynaklara göre finansal olmayan kitlesel fonlama modeli bağış ve ödül temelli modele ön satım modeli de eklenerek üçe ayrılmaktadır.

Ön satım; proje sahibinin proje hedefine ulaştıktan sonra vermeyi vaat ettiği ürün veya hizmetlerin daha proje başlamadan önce yatırımcılar tarafından satın alınmasıdır (Hemer, 2011: 13; De Buysere, 2012: 10; Gulati, 2014: 4; Karaarslan ve Altuntaş, 2015: 491; Atsan ve Erdoğan, 2015: 302; Zengin vd., 2017: 26). Ön satım temelli modelde, çoğunlukla daha üretim aşamasına gelmemiş projeler kitlesel fonlama platformlarına eklenmekte ve kitlelere tanıtılmaktadır. Projeyi beğenenler ön sipariş vererek bu projenin hayata geçmesine destek olabilmektedir. Bu yolla proje sahibi, proje/ürün/hizmet somut bir şekilde hayata geçmeden önce kitlelerin tepkisini ölçebilmektedir. Yeteri kadar talep meydana geldiğinde projeler üretim aşamasına geçmektedir. Ürün üretim sürecine geçene kadar destekçiler ürün/hizmet hakkındaki düşüncelerini ileterek ürünün gelişme sürecine katkıda bulunmaktadır. Destekçileri ön satım modeline çeken durumlar: beğendikleri bir ürüne sahip olmak, ürünün ilk örneğine sahip olup deneyimleme şansı bulmak, ürünü daha uygun bir fiyatla elde edebilmek ve yaratıcı bir projenin hayat bulmasına katkıda bulunmaktır (Büyükpilavcı, 2014: 43-44).

1.5.2. Finansal kitlesel fonlama modeli

Finansal fonlama modelinde bir menkul kıymetin satışı söz konusu olmaktadır. İşletme, krediyle ya da girişimin mülkiyet haklarına ilişkin varlıklarını ya da hisselerini satarak yatırımcılardan fon sağlamaktadır (Onur ve Değirmenci, 2015: 2). Bu model bir işletmeye çok sayıda bireyden küçük miktarlarda destek olmasını isteyerek işletmeye para kazandırmanın bir yoludur. Girişimciler hayata geçirmek istedikleri girişimleri için ihtiyaç duydukları sermayeyi bankalardan, aileden, arkadaşlardan, melek ya da girişim sermayesi yatırımcılarından bulabilmektedir. Diğer fon yaratma seçeneklerine ulaşamadığında veya bu çok maliyetli geldiğinde finansal kitlesel fonlama modeli tercih edilerek kitlelerden küçük desteklerle kaynak bulmak daha kolay olacaktır (Hayes, 2015).

Finansal olmayan fonlama sisteminde maddi kazanç beklentisi olmamaktadır. Finansal fonlama modelinde ise destekçiler proje başarılı olduğunda maddi hak ve getiri kazanmaktadır. Temel olarak ortak olma ve borç karşılığı faiz getirisi elde etme uygulamaları olarak karşımıza çıkmaktadır (Çonkar ve Canbaz, 2018: 123).

1.5.2.1. Borç temelli kitlesel fonlama

Model, iki biçimde gerçekleştirilebilir: ilki standart bir kredi anlaşması yapılarak belli bir faiz miktarı ve geri ödeme planıyla borç verilebilmesi ya da faiz olmadan ve geri ödemenin yalnızca işletmenin gelir ve kar elde etmesi koşuluyla borç verilmesi şeklindedir (Ergen vd., 2013: 5; Büyükpilavcı, 2014: 44; İşler, 2014: 58; Karaarslan ve Altuntaş, 2015: 491)

Borç temelli sistemin ilki, proje sahipleri ihtiyaçları olan finansmanı, banka veya kurumlar yerine internet aracılığıyla kitlelerden kredi alıp borçlanması, belli bir zaman sonra da yatırımcılara borçlarını faiziyle ödemesi şeklinde gerçekleşmektedir.

Bu sistemde yatırımcıların amacı sağladıkları fonları faiziyle geri almaktır (Ergen vd., 2013: 5). Daha çok bankaların kredi vermek için istediği faiz oranını karşılayamayan ya da yeterli varlığa sahip olmayan girişimciler tarafından tercih edilmektedir (De Buysere vd., 2012: 11). Girişimcilerin bankalar yerine kitlelerden borç almayı tercih etmesinin diğer sebebi ise bu yöntem daha basit ve daha ucuzdur. (Sabit faiz oranları genellikle daha düşüktür.) Çünkü bu modeli kullanan platformlarda; uygulama, inceleme, kredi kontrolü, raporlama gibi hizmetler genellikle otomatik yapılır bu da

daha az masraf anlamına gelmektedir (Freedman ve Nutting, 2015: 4). Bu modelin bankaların tasarruf hesaplarından daha fazla getiri vaadinde bulunması fon verenler için çekici olsa da bu yüksek faiz getirisinin meydana gelmesinde yatırım riskinin payı fazladır. Her yatırım, fon desteğinde bulunan projenin içeriği ve girişimcilerin yetkinliği doğrultusunda belirli bir risk barındırmaktadır. Ancak borç bazlı modelde proje veya işletmelerin yatırım aradıkları platform internette olduğu için ve burada şeffaflığın sınırlı biçimde sağlanmasından dolayı uzmanlar daha çok risk barındırdığını belirtmiştir. Sistemin bir başka olumsuz yanı diğer kitlesel fonlama modellerinde olduğu gibi borç temelli modelde de dolandırıcılık riski vardır. Bu riskin ortadan kalkabilmesi için denetimler oldukça önemlidir. Kitlesel fonlama platformlarının proje veya şirket durum tespitini yapma sorumluluğu ayrımcılık ihtimalini beraberinde getirebilmektedir ve bu da yatırımcı algısını etkileyebilecek olmasından dolayı, platformların da denetlenmesi sistemin işleyişi açısından büyük önem taşımaktadır (Sakızlı, 2018: 15-16).

Bu modele aracılık eden platformlar hem fon alandan hem de fon verenden aldığı komisyonla kazancını sağlamaktadır. Bu komisyon ödenen ya da alınan miktar üzerinden belli bir oran olabileceği gibi sabit bir miktar da olabilmektedir. Bankalar tarafından uygulanan faiz oranı, hesap işletim gideri ve diğer komisyon türü masraflarla karşılaştırıldığında çok daha az bir bedeldir. Hem fon veren hem de fon alan taraf için kabul edilebilecek miktarda bir giderdir (İşler, 2014: 57). Bu modelle, fon verenler faiz olarak maddi kazanç sağlamakta buna ek olarak yeni bir girişimin hayata geçmesine yardımcı olmaktadır.

Model, mikro kredi sisteminin işlevlerini de yerine getirmektedir (Sakızlı, 2018: 15). Kitlesel fonlama platformları ile borç veren tarafa herhangi bir faiz ödenmeden mikro kredi verilip sosyal projelere kredi sağlanabilmektedir. Bu türe sosyal borçlanma adı verilmektedir (De Buysere vd., 2012: 10). Bu, borç temelli sistemin ikinci türü sayılmaktadır. Bu bağlamda yatırımcının beklentisi finansal geri dönüşten ziyade fon verdiği kişinin hayatını kazanabileceği bir iş kurmasına ya da yoksullara yönelik projelere destek olmaktır (Karaaslan ve Altuntaş, 2015: 491).

Borç temelli kitle fonlaması 2005 yılında İngiltere’de, 2006 yılında Amerika’da bir yatırım aracı olarak ortaya çıkmıştır (Freedman ve Nutting, 2015: 3). Günümüzde borç

temelli kitlesel fonlama yenilenebilir enerji, emlak, sinema, inşaat ve tedarik yöntemleri gibi birçok farklı alanda yatırımcıların ilgisini çekmektedir (Herdem. 2014).

1.5.2.2. Hisse temelli kitlesel fonlama

Hisse temelli model daha önce bahsedilmiş olan modeller arasında en farklı olanıdır. Daha önce bahsedilen kitlesel fonlama modellerinde, yatırımcılar katkıda bulunmuş oldukları projeler başarıya ulaştıkları zaman yaptıkları fon miktarını geri alacak şekilde ödüller almakta ya da borçlanma modelinde olduğu gibi katkıda bulundukları fon miktarına ek olarak faiz almaktadır. Bu modelde ise, yatırımcılar yaptıkları fon desteği karşılığında bu girişime ortak olmaktadır.

Modelde yatırımcılar, fon desteğini hisse senedi veya kâr payı ödemesi karşılığında yapmaktadır ve destekleri karşılığında işletmeden hisse ya da oy kullanma hakkı edinmektedir (Atsan ve Erdoğan, 2015: 303). Ayrıca, yatırımcılar bunlara ek olarak her yıl belirli bir varlık faizi almaktadır (Altuntaş. 2014). Bu sistem içindeki proje türleri, kar paylaşımı sözleşmeleri ile menkul kıymet yatırımları olarak iki ana başlık altında toplanmaktadır (İşler, 2014: 58). Kar paylaşımı ile yapılacak geri ödeme sözleşmeleri firmanın veya projenin kârlılığına dayanmasından ötürü, fonu alan taraf açısından büyük esneklik sağlamak ve yatırımcı ile girişimciyi aynı amaçta buluşturmak, daha çok kâr elde etmek için çalışmaya motive etmektedir (Sakızlı, 2018: 17).

Bu model çoğunlukla yeni girişimlere başlangıç sermayesinin toplanması için kullanılmaktadır (Ergen vd., 2013: 5).

Ülkelerin düzenlemelerine göre değişiklik gösterse de bu modelle finansman bulan işletmeler halka açık şirketlerden farklı düzenlemelere tabi tutulmaktadır. Bu model ile geniş bir yatırımcı topluluğuna hitap edilebilir ve yüksek miktarda finansman sağlanabilir; fakat işletmenin iflası durumunda yatırımcıların korunması için gereken düzenlemeler bu modelde karmaşık olabilmektedir (Onur ve Değirmenci, 2015: 3).

İhtiyaç duyulan finansmanın bağış, borç, hisse veya ödül tabanlı olmasına göre kitlesel fonlama sürecinin karmaşıklığı da farklılaşmaktadır. Bağış tabanlı fonlama içlerinde en az karmaşık olan, ödül tabanlı fonlama karmaşıklık derecesi bakımından ikinci, borçlanma tabanlı fonlama ise üçüncü sıradadır. Hisse tabanlı fonlamanın ise, en

karmaşık ve en fazla düzenlemeye ihtiyacı olan fonlama türü olduğu belirtilmektedir (Ata, 2018: 283). Bundan ötürü birçok ülkede, ilgili otoriterler gözetiminde akredite olmayan yatırımcıların (ABD’de “accredited investor” İngiltere’de “sophisticated investor” olarak tanımlanmaktadır.) hisse temelli kitlesel fonlama faaliyetinde bulunması yasal olarak mümkün olmamaktadır (Herdem. 2014). Türkiye’de hisse alım-satımı Borsa İstanbul Özel Pazar ile yapılabilmektedir; fakat burada ücretlerin fazlalığı, yatırımcıların küçük miktarda yatırım yapmasını imkânsız hale getirmektedir. Bu nedenle burada yapılan yatırımlar kitlesel fonlama olarak nitelendirilememektedir (Karaarslan ve Altuntaş, 2015: 491).

Hisse temelli modelin işleyiş şekli, hisse senedi piyasası ile benzerdir. Bu modelde de projenin başarılı bir şekilde sonuçlanmasının ardından satış gelirleri ve karlılığının artması başka potansiyel yatırımcıların ilgisini uyandıracak ve piyasanın projeye olan talebi hisse fiyatının yükselmesini sağlayacaktır. Bu modelin klasik hisse senedi piyasasından farklı yönü ise projeye ortak olan yatırımcının, projenin hedeflenen miktara ulaşamaması durumunda katılımda bulunduğu tüm yatırımı kaybetme riski vardır (İşler, 2014: 58). Bu modelde dikkat edilmesi gereken riskler: “yatırım kaybı, işletmenin likidite sorunları yaşaması, uzun süreli kâr payı dağıtma şartlarının oluşmaması, öz sermaye kaybının yaşanması ve şirketin yatırım alanlarının çeşitlendirilmesi” olarak özetlenebilir (Herdem. 2014).

2011’de girişimcilere dünya genelinde toplam 112 milyon dolarlık yatırım getiren modelin büyük bir bölümü Avrupa’da gerçekleşmiştir. Dört ülkeden toplam beş kitlesel fonlama platformu bu işlem hacminin yüzde 93’ünü oluşturmaktadır (Altuntaş. 2014).

Paschen (2017)’de yapmış olduğu çalışmasında kuruluş aşamasında olan girişimlerde için bağış modelinin, kurulmuş yeni girişimler için borç verme modelinin, kurulmuş büyüyen girişimler için de hisse temelli modelin uygun olacağını belirtmektedir.

1.6. Kitle Fonlamasına İlişkin Yasal Düzenlemeler

Gelişmiş ülkelerde yaygın olarak kullanılan kitlesel fonlama, son zamanlarda gelişmekte olan ülkelerde de platformların kurulmasıyla birlikte önündeki ekonomik, yasal, idari engeller olabildiğince kaldırılmaya ve düzenlenmeye çalışılmış ve böylece yaygın bir uygulama haline gelmiştir (Kesikli. 2017). Kitlesel fonlamada projelerin

internet ortamında sunulmasından ve işlemlerin yine internet ortamından yapılmasından ötürü kitlesel fonlamaya konu olan tüm tarafların dolandırılma ihtimali vardır. Bu da tarafların bu sisteme karşı güvensizlik duymasına neden olmaktadır. Bunun önlenmesi için yasal düzenlemeler yapılmalıdır. Böylece kitlesel fonlamaya duyulan güven artacak, sistemin başarılı bir şekilde işlemesi sağlanacaktır.

Kitlesel fonlama sektöründe lider konumda bulunan ülke Amerika'dır. Diğer ülkelerin ise, daha çok takipçi konumda olduğunu söylenebilmektedir. Bunun sebeplerinden biri Amerika'nın ilgili mevzuatlarla bu sektörün önünü açmasıdır (Ünsal, 2017: 50). Kitlesel fonlama birkaç yıldır Silikon Vadisi'nin gündeminde yer almaktaydı. Sonuç olarak Amerika'da girişim aşamasındaki şirketlerin kitlesel fonlama siteleri aracılığıyla kendilerine fon bulması yasallaşmıştır. Yasadan önce girişimciler bireysel ilişkilerini kullanarak yatırım bulmaktaydı ve fon sağlayıcılara yatırımı iyi bir şekilde tanıtamazlarsa fon bulmaları güç hale gelmekteydi. Vadideki genel yaklaşım: "eğer bir yatırımcı iş fikrinizi sever ve yatırım yapmaya karar verirse bu durum işletmeniz için domino etkisi yaratabilir. Diğer yatırımcılar da iş fikrinize daha kolay güvenir ve fon desteğinde bulunabilir. Aynı durum ters için de geçerlidir. Eğer birkaç yatırımcı ile görüşmüş ve olumsuz bir yanıtla karşılaşmışsanız diğer yatırımcılar da girişiminizin başarısız olacağını düşünebilir." Bu sebeple Amerikan Hükümeti girişimcilerin önündeki engelleri kaldırmak için yasa üzerine çalışmışlardır (Crowdfon, 2018a).

1.6.1. JOBS ACT (Jumpstart Our Business Startups- JOBS) Amerikan Kanunu

ABD'nin Kongresinden Ocak 2012'de geçip, Barack Obama'nın 5 Nisan 2012 tarihinde yasalaştırdığı JOBS Act-Jumpstart Our Business Startups, ABD'de doğrudan kitlesel fonlamayı yasallaştıracak olan bölümü dahil olmak üzere bazı bölümleri 23 Eylül 2013 itibarıyla ABD'nin Sermaye Piyasası Kurulu olan SEC (Securities And Exchange Commission) tarafından kabul edilmiştir (Ergen, Lau, ve Bilginoğlu, 2013: 6)

Bölüm 1 ve Bölüm 5 kararnamenin kabulünden sonra yürürlüğe girmiş, Bölüm 3 ve 4 ise SEC tarafından yapılan detaylandırma çalışmaları nedeniyle ancak 16 Mayıs 2016 tarihinde yürürlüğe girebilmiştir. 3. Bölümün de devreye girmesiyle Amerikan girişim

şirketleri şimdi 1 milyon dolara kadar fonlama imkanını online olarak kitlesel fonlama platformlarından bulabileceklerdir. JOBS kanununun beş bölümü (Ünsal, 2017: 50):

- 1. Bölüm:** Girişim Sermayesi Şirketleri İçin Başlatılmış Halka Arzlar (IPO ON RAMP)
- 2. Bölüm:** İş Kuranların Sermayeye Ulaşımı
- 3. Bölüm:** Kitle Fonlaması
- 4. Bölüm:** KOBİ Sermaye Yapısı
- 5. Bölüm:** Özel Şirketler İçin Esneklik ve Büyüme

ABD’de bu kanun ile kitlesel fonlamaya ilişkin düzenleyici ve destekleyici birçok karar alınmıştır. Temel olarak bu kararlar, KOBİ niteliğinde olan işletmeler ile girişimcilerin finansmana ulaşmalarını kolaylaştırmaya ilişkin amaçları kapsamaktadır. Bu kanunla kitlesel fonlama üzerinden yeni yatırım ve iş kurma olanaklarının artırılması amaçlanmıştır. JOBS Kanunu ile kitlesel fonlama sistemine yönelik kural koyma yetkisi, ABD’deki finansal piyasaları düzenleyici kuruluş konumundaki Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu’na (Securities and Exchange Commission-SEC) verilmiştir (İşler, 2015: 60).

Bu yasa kitlesel fonlamanın yasal çerçevesinin birincil aşamasıdır. Bu düzenlemeden önce yasalar, menkul kıymet ihracı ve kitlesel fonlamanın bir finansman aracı olarak kullanılmasına izin vermemekteydi. Bu yasa 1933 tarihli menkul kıymet yasasına istisnalar getirmiştir böylece kitlesel fonlamanın önünü açmıştır. Bu istisnalar (Onur ve Değirmenci, 2015: 15):

“1) 12 ay içerisinde \$1.000.000’ı aşmamak kaydıyla ABD Menkul Kıymetler Komisyonundan (SEC) izin almadan kitle fonlaması yöntemiyle menkul kıymet ihraç edebilme istisnası getirilmiştir. Denetimden geçmiş finansal tablo sunan firmalar ise \$2.000.000’a kadar fon toplayabilecektir.

2) 100’ün altında hissedara sahip firmalar için finansal tablo sunumu gerekmemektedir.

3) Kitle fonlaması yatırımcılarının yapacağı yatırımların niteliği ise şöyle tanımlanmıştır:

- Yıllık geliri veya net serveti 100.000 dolardan daha az olan yatırımcılar 2000 dolar veya bu meblağın %5'i kadar yatırım yapabilirler.
- Yıllık geliri veya net serveti \$100.000 aşanlar ise sahip oldukları yıllık gelir veya net servetin en fazla %10'u kadar yıllık yatırım yapabilme hakkına sahiptir. En yüksek yatırım miktarı ise \$100.000 olarak belirlenmiştir.”

1.6.2. Kanada

Kanada kitlesel fonlamayla ilk olarak 2009 yılında tanışmıştır. Ödül ve bağış temelli kitlesel fonlamayı basit bir mevzuatla düzenlemiş, hisse temelli kitlesel fonlama ile ilgili katı ve karmaşık kurallar getirmiştir. Kanada içerisinde yer alan farklı yönetim yapıları ve mevzuatsal ayrışmalardan dolayı hisse temelli kitlesel fonlama modeline ilişkin düzenlemelerini bölgesel olarak düzenlemiş olan Kanada'da, bu yöntemi sadece akredite yatırımcılar yatırım yapmasına izin verilmiştir (Herdem. 2014). Ülkede farklı yönetim yapıları olması sebebiyle kitlesel fonlamaya ilişkin düzenlemeler tekdüze değildir. Ülkedeki platformlar, girişimciler ve yatırımcılar yaşadıkları eyaletin düzenlemesine tabi olmaktadır. Kanada'daki ilk hisse temelli platform 2009 yılında Ontario'da kurulmuş olan “Optimize Capital Markets”dır. 2013 yılında Ontario Menkul Kıymet Komisyonu (Ontario Securities Commission - OSC) bu platformun yalnızca akredite yatırımcılara (200.000 Kanada doları yıllık geliri olan ya da konut dışı 1 milyon Kanada doları finansal varlığı olan ya da 5 milyon Kanada doları net varlığa sahip olan), hizmet verebileceğini belirtmiştir. Kitlesel fonlama modeli üzerinden yaratılan fonlar ticari kazanç olarak değerlendirilmekte ve buna göre vergilendirilmektedir (İşler, 2015: 62).

Kanada'da bu alternatif finans pazarı 2015 yılında 207 milyon dolardan, 2016 yılında 334,5 milyon dolara ulaşarak %62 büyüme kaydetmiştir. Bağış temelli kitlesel fonlama %32 ile Kanada'da en büyük orana sahip olan modeldir. Bu model 2016 yılında 105,9 milyon dolara ulaşmıştır. Ödül temelli model ise 2015 yılında 44,4 milyon dolardan 2016 yılında 35,3 milyon dolara düşerek %20 oranında daralma yaşamış olsa da Kanada'da %11 ile üçüncü en büyük orana sahiptir. Borç temelli model %31 ile ikinci en büyük orana sahiptir. 103,3 milyon dolara ulaşmış %282'lik bir oranla üç kat artış göstermiştir. Hisse temelli model 2016 yılında hızlı bir büyüme

kaydetmiştir. 13,1 milyon ile %157 artmıştır (Amerika Alternatif Finans Endüstrisi Raporu, 2017: 58).

1.6.3. İngiltere

İngiltere’de uzun bir süre ödül temelli kitlesel fonlama modeli kullanıştır, borç temelli kitlesel fonlama modeli ilk kez 2011 yılında, yenilenebilir enerji projelerinin fonlamasıyla gündeme gelmiştir ve “İngiliz Finansal Davranış Otoritesi’nin (FCA)” onayıyla ilk platform kurulmuştur. Hisse temelli portallar ise ilk kez 2012 yılında yine FCA’nın izni ile kurulmuştur. 2014’de kitlesel fonlama uygulamalarıyla ilgili bir rehber yayımlanarak çeşitli düzenlemeler getirilmesi yoluna gidilmiştir (Herdem. 2014).

Bu düzenlemeler (Ergen vd., 2013: 9):

- “Perakende sektöründe, şirketler bu platformları sadece aşağıdaki profile sunacaklardır:
 - Eğitimli yatırımcılar, yüksek öz varlığa sahip yatırımcılar, denetimli yatırımcılık bilgisine sahip perakende müşterileri ya da yatırım şirketlerindeki yetkililer,
 - Kendi portfolyolarının %10’undan fazlasını yatırım olarak kullanmayacağını belgeleyen perakende müşterileri (ikamet ettikleri ev, emekli maaşları ya da hayat sigortaları gibi). Bu bilgi de aslında girişimcilik için alınan yatırımların %100’ünün kayıp yatırım olarak değerlendirilmesi gerektiğini ifade eder çünkü kurulan girişimci şirketlerin %50 ile %70’i ilk yıllarında başarısız olurlar.
- Buna ek olarak, birçok platform yatırımlar için bir bilgilendirme özeti hazırlasa da girişimleri için yatırım desteği isteyen şirketlerin verdikleri bilgileri destekler nitelikte oldukları ya da geliştirdikleri ürünün tanıtıldığı aşamada olduğu konusunda emin olmalıdır ve istenen yatırım tutarının buna uygun olup olmadığını kontrol etmelidir. Eğer bunun için ilan ‘Haftanın Yatırımı’ ya da ‘Özel Yatırım’ gibi bir unvanla sitede sergilenecekse FCA izni alması gerekecektir.”

2014 yılından itibaren kitlesel fonlaması hızlı bir büyüme yaşamıştır. Hisse temelli fonlamayla yatırılan miktarlar 2013 yılında 28 milyon sterlinden 2015 yılında 332

milyon sterline yükselmiştir. 2015 yılında yapılan araştırmalarla İngiltere’de kitle fonlamanın %16,5’i girişim aşaması yatırımları için yapılmıştır, 2016 yılındaki veriler ise bu sayının %21’e ulaştığını göstermektedir (China UK Equity Crowdfunding Regulatory and Market Comparison Study, 2017: 4).

1.6.4. Fransa

Fransa’da “finansal katılım” unsurlarına bir düzen getiren yönetmelik 1 Ekim 2014’te yürürlüğe girmiştir. Bu yönetmelik kitlesel fonlamaya yasal bir altyapı getirmiştir. Böylece Fransız mevzuatında yatırım platformları ve aracı kurumlar: Borçlanma temelli kitlesel fonlama platformları, faiz getirisi “aracı kuruluş finansman katılımı” (l’intermédiaire en Financement Participatif – IFP), hisse temelli kitlesel fonlama platformları “sermaye yatırımı danışmanlığı” (Conseiller en Investissement Participatif – CIP), hisselerin arzına ilişkin olarak ise “yatırım hizmetleri sağlayıcı” (Prestataire en services d’investissement – PSI) olarak üçe ayrılmıştır (Herdem. 2014).

Kitlesel fonlama platformlarına üye olan tarafların tümünün Bağımsız Yatırım ve Sigorta Kuruluşları Siciline (Organisme pour le Registre des Intermédiaires en Assurance-ORIAS) tescil edilmesi zorunludur. Buna ek olarak, platform yöneticilerinin bankacılık deneyiminin olması koşulu vardır. Bu yönetmelik kitlesel fonlamanın şeffaflığının artırılması için düzenlemeleri de içermektedir (İşler, 2015: 64).

Fransa’da kredi miktarı proje başına yıllık 1 milyon Avrodur ve süre en fazla yedi senedir. Her bir yatırımcının proje başına yatırabileceği miktar faiz işleyen krediler için 1.000 Avro, faizsiz krediler için 4.000 Avro’dur (Kocabaşoğlu, 2018).

1.6.5. İtalya

İtalya’da kitlesel fonlama, ilk olarak 2011’de ödül karşılığı yapılan bir finansman aracı olarak ortaya çıkmıştır. 2013 yılında İtalya Hükümeti, kitlesel fonlama dair bütün yöntemlerin kullanılabilmesi için yasal bir altyapı sağlamıştır. Buna göre ülkede kitlesel fonlama platformları resmi bir tescile bağımlı olmakla birlikte hisse temelli kitlesel fonlama faaliyetleri gerçekleştirmesi de serbesttir. AB ülkeleri arasında kitlesel fonlama sistemine ilişkin tekdüze ve ayrıntılı düzenlemeler yapan ilk ülke İtalya’dır (Herdem. 2014).

Bu düzenleme yalnızca “yenilikçi erken aşama işletmelerin” kitlesel fonlama ile finansman sağlamalarına izin vermiştir. Yenilikçi erken aşama işletmeler bu düzenlemede özel olarak tanımlanmıştır. Kitlesel fonlama yöntemini kullanarak fon sağlayabilmeleri için taşıması gereken unsurlar şunlardır (Onur ve Değirmenci, 2015: 14-15):

- 4 yıldan fazla süredir faaliyette olmamak,
- Merkezinin İtalya’da olması,
- Son bilançosuna göre kurulduğu 2. yıldan itibaren 5 milyon Avrodan daha çok bilanço büyüklüğünün olmaması,
- Temettü dağıtımı yapmamış olması,
- İnovatif ürün ya da hizmet üretmesi, geliştirmesi ya da pazarlaması,
- Şirket birleşmesi, bölünmesi, satın alınması ya da transferi ile kurulmamış olmasıdır.

Platformun kredibilitesinin artırılması için profesyonellerin sisteme katılması amaçlanmaktadır. Bundan dolayı hedeflenen borç miktarının en az %5’lik kısmı profesyonel yatırımcılar ya da bankalar tarafından sağlanmalıdır. Yapılan düzenlemelerle, hisse temelli modeller için yıllık azami sınır 5 milyon Avro’dur. Bu modellerde her bir proje için katılım tutarı bireylerde 500 Avro (yıllık en fazla 1.000 Avro), kurumlarda 5.000 Avro (yıllık en fazla 10.000 Avro) sınırı vardır (İşler, 2015: 65).

1.6.6. Japonya

Kitlesel fonlama Japonya’da Mayıs 2014’te getirilen düzenleme ile yasallaşmıştır (Herdem. 2014). Japonya üç kitlesel fonlama modeli kullanılmaktadır. Bunlar: bağış, ödül ve finansal temelli kitlesel fonlamadır. Bağış temelli kitlesel fonlamada bir kazanç sağlanmadığı için diğer kitlesel fonlama modellerine göre daha az tercih edilmektedir. En çok tercih edilen ise ödül modelidir. Finansal temelli fonlama ise borç ve hisse temelli olmak üzere ikiye ayrılmıştır (Morita, 2016: 2).

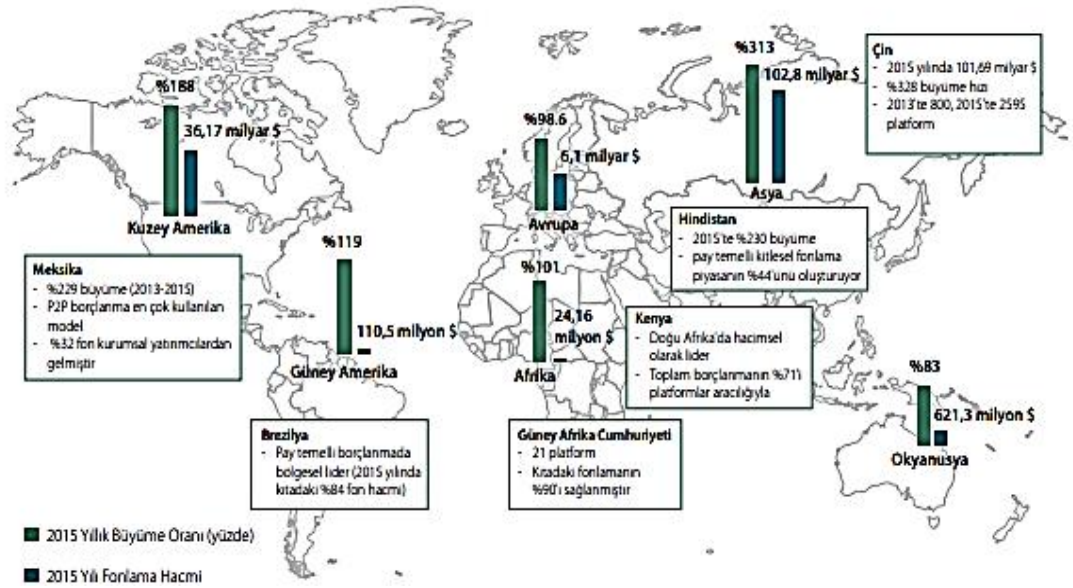
Ülkede kitlesel fonlama platformların, hisse modeli için 1. tip (type 1- aracı kurumlar hisse senedi, devlet ve özel sektör tahvili ve varant gibi ürünlerde işlem yapabilir) aracı kurum, hisse temelli modellerde faaliyet gösterebilmesi için ise 2. tip (type 2- aracı kurumlar daha az likit olan sabit getirili ürünlerde hizmet vermektedir.) aracı kurum

niteliğine sahip olmalıdır; fakat 1. tip aracı kurum olma koşullarının, 2. tip aracı kurumlarına göre daha zorlayıcı olmasından dolayı, Japonya’da hizmet vermekte olan platformlar genel itibariyle 2. tip aracı kurumlardır. Kitlese fonlama platformları, yeni düzenlemelerle diğer finansal aracılık hizmetinde bulunan kuruluşların bağımlı olduğu bazı şartlardan muaftır (İşler, 2015: 66):

- 1. tip aracı kurumların bağımlı olduğu sermaye yeterliliği düzenlemeleri,
- Daha düşük sermaye ihtiyacı
 - 1. tip kitlese fonlama aracıları için 50 milyon Yen’den (şu anda 1. tip aracı kurumların bağımlı olduğu tutar) 10 milyon Yen’e indirilmiştir.
 - 2. tip kitlese fonlama aracıları için 10 milyon Yen’den (şu anda 2. tip aracı kurumların bağımlı olduğu tutar) 5 milyon Yen’e indirilmiştir.

Dünyada kitlese fonlamanın durumu Şekil 1.3.’te sunulmuştur.

Şekil 1.3. Dünyada Kitlese Fonlama



Kaynak: (Sakızlı, 2018: 21).

1.7. Dünyadaki Örnek Platformlar

Dünyada çok sayıda kitlese fonlama platformu vardır. En bilindik platformlardan bazıları şunlardır:

- **Kickstarter:** Sektörün liderlerinden olan platform 28 Nisan 2009 tarihinde Amerika’da kurulmuştur. Sanatçıların, müzisyenlerin, film yapımcılarının,

tasarımcıların ve diğer içerik oluşturucuların fikirlerini gerçekleştirmek için ihtiyaçları olan kaynakları ve desteği bulmasına yardımcı olmaktadır. Ödül bazlı bir platformdur. Kurulduğu günden bugüne 15.223.702 kişi tarafından 150.746 tane proje başarıyla hayata geçmiş, toplam 3.901.969.261 dolar toplanmıştır. Platform, proje hedeflenen tutara ulaşırsa projeden %5 komisyon almaktadır. “Hep ya da hiç” prensibini benimseyen bir platformdur.

- **Gofundme:** 2010 yılında kurulmuştur. Bağış temelli bir platformdur. Bugüne kadar 50 milyondan fazla bağışçıdan 5 milyar doları aşan fon toplanmıştır. Bu platformdaki bağış kampanyaları eğitime katkı, sağlık, sadaka, acil durum vb. gibi her türlü konuda olabilmektedir. “Hepsini tut” prensibini benimsemektedir. Gofundme platformu genel olarak %5 komisyon almaktadır.
- **İndiegogo:** Sektörün bir diğer lideridir. 2008 yılında kurulmuştur. Platform kurulduğu tarihten bu yana 235 ülkede 9 milyondan fazla destekçiyle 800.000’den fazla inovatif projeye fon sağlamıştır. Bu platform hem ödül hem de bağış temellidir; ancak bağış kampanyaları iş ortağı olan Gofundme aracılığıyla yapılmaktadır. Bu platformda diğer ödül bazlı platformlardan farklı olarak projeler başarıya ulaşmasa bile proje sahibi yatırılan parayı alabilmektedir. İndiegogo’nun tüm fonlar üzerindeki platform ücreti %5’tir.
- **Crowdcube:** İngiltere’nin hisse temelli ilk kitlesel fonlama platformudur. 2011 yılında kurulmuştur. 588,044 kayıtlı üyesi vardır. Toplam 504,507,399 sterlin yatırım yapılmıştır. 751 proje başarılı sonuçlanmıştır. Minimum 10 sterlin yatırım yapılabilir. Yatırım işleme konulduktan sonra yatırımcıya bir Hisse Senedi Sertifikası gönderilmekte ve yatırımcı İngiltere İşletme Sicil Kurumunda işletmenin hissedarı olarak yer almaktadır. Crowdcube, projeler başarıya ulaştığında %7 komisyon almaktadır.
- **Prosper:** 2005 yılında Amerika’da kurulmuştur. Borç temelli bir kitlesel fonlama platformudur. 839,274 kişiye 13 milyar dolardan fazla kredi sağlanmıştır. Borçlular 2.000 ile 40.000 dolar arasında kredi isteyebilmektedir. Projeler; ev giderleri, sağlık, özel durum gibi birçok türde olabilmektedir. Borçlu, kredi almak için öncelikle tutarını belirlemelidir. Kredi miktarına bağlı olarak sabit oranla 3 ya da 5 yıllık ödemeyi tercih edebilmektedir. Yatırımcı

ise yaptığı bu yatırımı faizi ile birlikte geri almaktadır. Proje başarılı olduğunda Prosper tarafından %2,4-%5 arasında komisyon alınmaktadır.

1.8. Türkiye’de Kitlese Fonlamanın Tarihse Gelişimi

Kitlese fonlama, dünyada özellikle 2008 yılındaki krizden sonra popülerlik kazanmıştır. Ülkemizde ise 2010 yılından itibaren kitlese fonlama platformları kurulmaya başlamıştır (Demir, 2017). Daha önce de belirtildiği üzere kitlese fonlama sistemi, Türk Kültürü içinde var olan imece yardımlaşma yönteminin internet üzerinden yapılan şeklidir.

Kürese olarak en hızlı büyüme gösteren kitle fonlaması modeli hisse temelli modeldir; fakat ülkemizde gerekli yasalar olmadığı için henüz bu model uygulanamamaktadır. ABD ve Avrupa’da kitlese fonlama finansman yöntemi yasallaşmış durumdadır (Altuntaş, 2014). Türkiye’de, yasal yetersizliklerden dolayı kitlese fonlama gelişim gösterememiştir. Bu sebeple, kitlese fonlama dünyada oldukça hızlı gelişme göstermiş olsa da ülkemizde henüz emekleme aşamasındadır (Ünsal, 2017: 69 ; Ata, 2018: 287).

Türkiye’de kitlese fonlama platformlarının başlangıcı Elif ve Cem Ünal tarafından 2010 yılında kurulan “Projemefon” sitesi ile olmuştur. Bu platform 2013 yılında Savaş Ünsal tarafından devralınarak “CrowdFon” adıyla ödül bazlı bir platform olarak faaliyetlerine devam etmektedir. 2011 yılında Koray Dinçalp ve Yeliz Özsoy adlı iki girişimcinin kurduğu “biAyda.com” portalında oldukça başarılı projeler hayata geçmiştir; fakat 2016 yılında kapanmak zorunda kalmıştır. Sektördeki aktif platformlar “CrowdFon- Savaş Ünsal, fonGOGO- Ali Çebi, Ali Tirkes, Arıkovanı-Turkcell- GM Salih Zeki Çimen, Fonlabeni- Cemil Sobacı, Buluşum- Boyner Grup” olarak sıralanmaktadır (Ünsal, 2017: 67-68).

Türkiye’de faaliyetteki platformların hepsi genel amaçlıdır ve bu platformlarda başarıyla sonuçlanan proje sayıları yurtdışındakilere oldukça düşüktür. Yaratıcı projelerin az sayıda olması, çeşitliliğin ve bilhassa teknoloji temelli projelerdeki niteliğin yakalanamaması, STK’ların kendi projelerini bu platformlarda yayınlamak istememesi kitlese fonlamaya duyulan ilgiyi sınırlamaktadır. Hisse satışına imkân veren kitlese fonlama platformu olarak kurulan Borsa İstanbul Özel Pazar ismi altında faaliyete giren “Ortagiz.com” 2014 yılı sonunda finansman bulma ve likidite sağlama

organizasyonun gerçekleşmesiyle faaliyet gösteremedi kapanmıştır. Özel Pazar, kitlesel fonlamaya kıyasla ağır koşulları ve fazla maliyeti olan bir oluşumdur (Karaarslan ve Altuntaş, 2015: 494).

2016 yılının Aralık ayında Kitlesel Fonlama Derneği (KFD) kurulmuştur. Yönetim kurulu başkanı CrowdFon platformunun kurucusu Savaş Ünsal'dır. Ünsal: "Girişimcilerimiz için alternatif fon imkânı yaratan Kitlesel Fonlama sistemi Dünya'da hızla yaygınlaşıyor. Yeni Kanun teklifinin gündeme gelmesiyle birlikte ülkemizde 'Kitlesel Fonlama' platformlarının sağlıklı işleyişinin başlayacağını ve bugün 60M USD olan yatırım fonlarını geçerek, 3 sene içinde 250M USD toplam fonlama hacmine ulaşacağını öngörüyoruz. Derneğimizin misyonu; bugün çok az sayıda olan ve genellikle 'Ödül' bazlı olan Crowdfon.com, BiAyda.com, FonlaBeni.com, FonGoGo, ArıKovanı, Buluşum gibi Kitlesel Fonlama platformlarına yenilerinin eklenmesi ve girişimci eko-sisteminde alternatif fon imkânı sunacak platformların çoğalması ve yaygın kullanımları için gerekli düzenlemelerde kamu kuruluşlarına destek verilmesi, bu konuda gerek girişimcilere gerek platformlara tanıtım, işleyiş, eğitim desteklerini verebilmektir. Hedefimizi ise, Türk Girişimcilerinin Kitlesel Fonlama Platformları aracılığı ile 2023 senesinde 1Milyar USD fon kaynağına ulaşmalarını sağlamak olarak belirledik." demiştir (KFD Basın Bülteni, 2016).

Altuntaş'ın (2014) yazısında sistemin Türkiye'de yaygın hale geleceğini belirten Biayda.com sitesinin kurucularından biri olan Koray Dinçalp, bu düşüncesini kitlesel fonlamanın temelini ımece usulünden gelmesine bağlamaktadır. Dinçalp: "Kitlesel fonlama, temelde topluluk dayanışmasına ve güven duygusuna dayandığından, aslında Anadolu'da eskiden beri var olan, ancak şehirleşmeyle unutulmuş bir geleneğin, 'ımece'nin teknolojik versiyonu diyebiliriz. Bu sebeple, internet ortamında 'tekno-ımece' diyebileceğimiz bu modelin orta ila uzun vadede Türkiye'de de yaygınlaşacağından şüphem yok. Türkiye'de faaliyet gösteren kitlesel fonlama platformu sayısı arttıkça ve yasal zeminde de bu işi kolaylaştırıcı düzenlemelere gidildikçe, farkındalık ve katılımın beş yıl içerisinde hızla artacağını düşünüyorum." demiştir. Türkiye'de henüz gelişme aşamasında olan kitlesel fonlamaya dair sayısal veriler yurtdışındaki örneklerine göre ülkemizin oldukça geride kaldığını gösterse de

sistemin içinde olan kişilerin görüşleri bu sistemin gelişme gösterip büyüyeceği şeklindedir.

1.8.1. Türkiye’de başarıyla sonuçlanan bazı kitlesel fonlama projeleri

Ülkemizde kitlesel fonlama projelerinin ilk örneği sayılabilecek olan “Balyolu Projesi” Catherine Jaffee tarafından Kickstarter isimli platformda başarıya ulaşmıştır. 2012 yılında 274 destekçiden 41,593 dolar toplamıştır. Bal tadımı yapma turları düzenleyen sosyal amaçlı bir girişimdir (Uslusoy, 2015: 23).

2012 yılında ProjemeFon sitesinde İskender Savaşır tarafından başlatılan Dalgın Sular isimli çizgi roman projesi 93 destekçiyle 15.000 lira fon toplayarak proje başarıya ulaşmıştır (CrowdFon. 2018b).

2013 yılında Enes Kaya tarafından Fongogo sitesinde başlatılan SineMasal projesi 205 katılımcıyla 70.000 TL olan hedefini 81.220 toplayarak gerçekleştirmiştir. Büyük şehirlerde gerçekleşen kültürel ve sanatsal etkinlikleri kırsallarda yaşayan çocuklar başta olmak üzere köy halkına sunmayı amaçlayan bir projedir (Fongogo. 2018b).

2016 yılında Eray Altunbozar tarafından Arıkovanı sitesinde başlatılan Outliers- Akıllı Not Defteri projesi 1994 kişinin desteğiyle 339.733 TL toplamıştır. Bu not defteri ile not tutulabilmekte, tüm notlar telefon ile PDF’e dönüştürebilmekte ve mikrodalga fırın ile yazılanları silmeye imkân tanımaktadır (Arıkovanı. 2017b)

1.9. Türkiye’de Kitlesel Fonlamanın Yaygınlaşamamasının Sebepleri

Türkiye’de kitlesel fonlamanın yaygınlaşamamasının birçok nedeni vardır. Bunların bazıları şunlardır (Ünsal, 2017: 69-70):

- Türkiye’de son 10 yıldır sermaye girişi ve para bolluğunun olması (kitlesel fonlamanın Amerika’daki ekonomik krizden sonra yaygınlaşması bu duruma örnek olarak verilebilmektedir.),
- Girişimcilerin ihtiyaç duyduğu fonu başka yollardan elde edebilmesi (KOSGEB, TUBİTAK, melek yatırımcılar vb),
- Türkiye’de kitlesel fonlama platformlarının işleyişiyle alakalı hala belli bir mevzuat olmaması bu nedenle özellikle muhasebe ve vergi konularında yatırımcıların kararsız kalması,

- Halktan para toplamanın SPK/Borsa denetiminde olması,
- Mevzuat olmadığından bankalar kredi kartı alt yapılarını platformlara açamamaktadır. Fonları alabilmek için havale/eft, Paypal, mobil ödeme gibi yöntemler kullanılmak zorundadır. Bu yöntemler destekçiler tarafından sıklıkla kullanmamaktadır ve destekçilere bunlarla uğraşmak zor gelmektedir.

Türkiye gelişmekte olan bir ülkedir. İlgili mevzuatlar düzenlendiğinde, gereken lisanslar alındığında kitlesel fonlama sistemine uyum sağlayabilecektir.

1.10. Türkiye’de Kitlesel Fonlamanın Gelişmesine Yönelik Öneriler

Türkiye’de kitlesel fonlamanın gelişmesine yönelik olarak yapılabilecek bazı öneriler sunulmuştur. Bu öneriler şöyle sıralanabilir (Çonkar ve Canbaz, 2018: 126-127-128):

- Uygun ekonomik, teknik ve siyasi ortam sağlanmalıdır.
- Girişimcilik kültürü geliştirilmelidir.
- Güvenli bir girişimcilik ekosistemi sağlanmalıdır.
- Yeni girişimcilerin gelişmesine destek verecek kuluçka merkezleri artırılmalıdır.
- Başarısızlık ve iflas durumlarında kamuoyunun algısı daha ılımlı hale getirilmeye çalışılmalıdır.
- Teknoloji ve sosyal ağların daha etkin bir şekilde kullanımı sağlanmalıdır.

1.11. Türkiye’de Kitlesel Fonlama Üzerine Yasal Düzenlemeler

Kanada’da 2009, İsveç’te 2010, İtalya ve Amerika’da 2013, Fransa ve Japonya’da 2014’te yasallaşmış olan kitle fonlaması için Türkiye’de de yasal düzenlemeler yapılması gerekmektedir. Dünya’da 600’ü geçen ülkemizde ise 10’u bulan kitlesel fonlama portalları nedeniyle kitlesel fonlama sistemine ilişkin düzenlemeler yapılmaması yerinde bir karar değildir (Hacıpaşaoğlu, 2018). Daha önce belirtildiği üzere, Türkiye’de kitlesel fonlama sistemine ilişkin en temel sorun yasal düzenlemelerin bulunmamasıdır. Bu nedenle, Sermaye Piyasası Kanunu’nda değişiklik yapılmasına ilişkin kanun tasarısı 2016 yılında TBMM Başkanlığı’na sunulmuş olup yasalaşma süreci devam etmektedir (Zengin vd., 2017: 29-30).

7061 Sayılı Kanun ile birlikte kitle fonlama sermaye piyasası mevzuatı kapsamına alınmıştır, kitle fonlama portallarının faaliyetleri ile yatırım süreç ve kuralları Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından ikincil düzenlemeler ile belirlenecek ve böylelikle güvenli bir yatırım ortamı oluşturulacaktır. 7061 Sayılı Kanun'un 107, 108, 109, 110 ve 111. maddelerinde birtakım değişiklikler yapılması öngörülmüştür. Bunlar (Ata, 2018: 289-290-291):

MADDE 107- 6/12/2012 tarihli ve 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 3'üncü maddesinin birinci fıkrasının (e) ve (h) bentleri aşağıdaki şekilde değiştirilmiş ve aynı fıkra aşağıdaki bent eklenmiştir.

“e) Halka açık ortaklık: Kitle fonlaması platformları aracılığıyla para toplayanlar hariç olmak üzere, payları halka arz edilmiş olan veya halka arz edilmiş sayılan anonim ortaklıkları,”

“h) İhraççı: Kitle fonlaması platformları aracılığıyla para toplayanlar hariç olmak üzere, sermaye piyasası araçlarını ihraç eden, ihraç etmek üzere Kurula başvuruda bulunan veya sermaye piyasası araçları halka arz edilen tüzel kişileri ve bu Kanuna tabi yatırım fonlarını,”

“z) Kitle fonlaması: Bir projenin veya girişim şirketinin ihtiyaç duyduğu fonu sağlamak amacıyla Kurul tarafından belirlenen esaslar dahilinde bu Kanunun yatırımcı tazminine ilişkin hükümlerine tabi olmaksızın kitle fonlama platformları aracılığıyla halktan para toplanmasını,”

MADDE 108- 6362 sayılı Kanunun 4'üncü maddesinin birinci fıkrasına aşağıdaki cümle eklenmiştir.

“Diğer kanunların yardım ve bağış toplanmasına ilişkin hükümleri saklı kalmak kaydıyla kitle fonlaması suretiyle halktan para toplanması, Kurulca faaliyet izni verilen kitle fonlama platformları aracılığıyla gerçekleştirilir ve bu Kanunun izahname ya da ihraç belgesi hazırlama yükümlüğüne ilişkin hükümlerine tabi değildir.”

2860 sayılı Yardım Toplama Kanununda yer alan “Kamu yararına uygun olarak, amaçlarını gerçekleştirmek, muhtaç kişilere yardım sağlamak ve kamu hizmetlerinden bir veya birkaçını gerçekleştirmek veya destek olmak üzere gerçek kişiler, dernekler, kurumlar, vakıflar, spor kulüpleri, gazete ve dergiler yardım toplayabilir” maddesi ile

kitlese fonlamanın temelinde yer alan kitlelerden fon toplama unsuru çelişki içindedir. Bu çelişki ise bu madde ile giderilmiştir.

MADDE 109- 6362 sayılı Kanunun 16'ncı maddesinin birinci fıkrasının birinci cümlesi aşığıdaki şekilde değiştirilmiş ve maddeye aşığıdaki (3) numaralı fıkra eklenmiştir.

“Payları borsada işlem gören ortaklıklar ile kitle fonlaması suretiyle halktan para toplayan ortaklıklar hariç olmak üzere pay sahibi sayısı beş yüzü aşan anonim ortaklıkların payları halka arz olunmuş sayılır.”

“(3) Pay sahibi sayısı en az beş yüz olan kooperatif veya kooperatif birliklerinin payların çoğunluğuna sahip olduğu anonim ortaklıkların payları halka arz olunmuş sayılır. Bu ortaklıklar halka açık ortaklık hükümlerine de tabi olurlar. Bu fıkra kapsamına giren anonim ortaklıklarla ilgili olarak; pay sahibi kooperatif veya kooperatif birliği aynı olmak koşuluyla, her bir ortaklık için ayrı ayrı veya ortaklıkların tamamı bakımından yıllık en az elli milyon Türk lirası satış hasılatı yapmış olma şartı aranır. Bu fıkra kapsamına giren ortaklıklara ikinci fıkra hükümleri uygulanmaz.”

MADDE 110- 6362 sayılı Kanuna 35 inci maddesinden sonra gelmek üzere aşığıdaki 35/A maddesi eklenmiştir.

“Kitle fonlama platformları

MADDE 35/A- (1) Kitle fonlama platformları, kitle fonlamasına aracılık eden ve elektronik ortamda hizmet veren kuruluşlardır.

(2) Kitle fonlama platformlarının kurulabilmesi ve faaliyete başlaması için Kuruldan izin alınması zorunludur. Bu platformların kuruluşlarına, ortaklarına, pay devirlerine, çalışanlarına, her bir fon sağlayıcısı tarafından yatırılabilir veya proje sahipleri ile girişim şirketleri tarafından toplanabilecek paranın azami limitine ve faaliyetleri sırasında uymaları gereken diğer ilke ve esaslar ile toplanan fonların ilan edilen amacına uygun olarak kullanıldığının kontrolü ve denetimine ilişkin esaslar Kurul tarafından belirlenir.

(3) Kitle fonlama platformlarının hukuka aykırı faaliyet ve işlemlerinde uygulanacak tedbirler için bu Kanunun 96 ncı madde hükümleri kıyasen uygulanır.

(4) Kitle fonlaması ve buna bağılı yapılan işlemler ile kitle fonlama platformları bu Kanunun 37 nci ve 38 inci maddesi kapsamında değerdendirilmez. Bu faaliyetler bu Kanunun borsalar, piyasa işleticileri ve teşkilatlanmış diğerd pazar yerleri ile ilgili hükümlerine tabi değildir.

(5) Kitle fonlaması platformları ve kitle fonlaması suretiyle halktan para toplayan kişiler ile bunlara fon sağlayanlar arasındaki ilişkiler genel hükümlere tabidir.” Bu madde ile kitle fonlama platformlarının kuruluş ve faaliyet koşulları, hukuka aykırı faaliyetleri durumunda tabi olacakları Kanun maddeleri açıkça belirtilmiştir.”

MADDE 111- 6362 sayılı Kanunun 99 uncu maddesinin dördüncü fıkrası aşağıdaki şekilde değıştirilmiştir.

“(4) Kuruldan izin alınmaksızın kitle fonlama platformları aracılığıyla halktan para toplandığına veya Türkiye’de yerleşik kişilere yönelik olarak internet aracılığıyla yurt dışında kaldıraçlı işlem ve kaldıraçlı işlemlerle aynı hükümlere tabi olduğu belirlenen türev araç işlemleri yaptırıldığına ilişkin bilgi edinilmesi halinde, Kurulun başvurusu üzerine Bilgi Teknolojileri ve İletişim Kurumu, ilgili internet sitesine erişimi engeller.”

Adı geğen maddelerde genel itibariyle (Kasaroğlu, 2017);

- Kitle fonlamasının ne olduğu,
- Kitle fonlamasını yalnızca SPK’nın izin verdiği portalların yapılabileceğı,
- Kitle fonlaması ile kitlelerden sermaye toplandığında SPK’da düzenlenen izahname ya da ihraç belgesi düzenleme yükümlüğünün bulunmadığı,
- Kitlesele fonlama ile kitlelerden para toplayan ortaklıkların, ortak sayısının 500’ü geğmesi durumunda bile paylarının halka arz olunmuş sayılamayacağı ve Halka Açık Ortaklık olarak isimlendirilemeyeceğı,
- SPK’nın izni olmadan kitlelerden kitle fonlaması ile para toplayan kuruluşların Bilgi Teknolojileri ve İletişim Kurumuna bildirilerek, bu kuruluşların internet erişimlerinin kesileceğı düzenlenmiştir.

Düzenlemedeki önemli eksikler ise şu şekildedir (Hacıpaşaoğlu, 2018):

- Kitlesele fonlama portalları kurma şartları,
- Hisselerin geğışi için nasıl bir elektronik alt yapının kullanılacağı,

- Kimlerin kitlesel fonlama ile hisse almaya yetkili olduğunu ve bunun sınırları,
- Girişimin hangi belgeleri fonlama sayfasında yer vermek zorunda olacağı,
- Yatırımcılara ne sıklıkla bilgi verileceği belirlenmemiş ve
- Yatırımcıların hangi haklara sahip olması gerekeceğine dair açıklamalar yapılmamıştır.

1.12. Türkiye’de Kitlesel Fonlama Platformları

Ülkemizde 2010 yılından itibaren kitlesel fonlama platformları kurulmaya başlamıştır.

Ülkemizde kurulmuş olan kitlesel fonlama platformları şunlardır (Ünsal, 2017: 68):

- **2010:** Projemefon,
- **2011:** Projemefon, Biayda,
- **2013:** CrowdFon, Biayda, Fonlabeni, Fongogo,
- **2015:** CrowdFon, Fonlabeni, Fongogo,
- **2016:** CrowdFon, Fonlabeni, Fongogo, Buluşum,
- **2017:** CrowdFon, Fonlabeni, Fongogo, Buluşum, İdeanest.

Ülkemizde aktif olarak kullanılan kitlesel fonlama platformları şu şekildedir:

- **CrowdFon:** Türkiye’nin ilk kitlesel fonlama platformudur. Daha önce Projemefon ismiyle faaliyet göstermiştir. Site 2013 yılından itibaren Savaş Ünsal tarafından Crowdfon adını alarak faaliyet göstermeye devam etmektedir. Crowdfon, ödül temelli bir kitlesel fonlama platformudur. Yaratıcı projelere finansman bulmak için kullanılmaktadır. Bugüne kadar 900’den fazla projeye destek vermiştir (Ünsal, 2017: 67) Bir proje siteye site yöneticisinin izni ile yüklenebilmektedir. Projenin yayında kalma süresi 30-90 gündür. “Hep ya da hiç” prensibiyle hareket etmektedir. Projelerin toplayacağı destek miktarı için bir üst limit yoktur, ödüller ise 1 ile 10.000 lira arasında ücretlendirilmektedir. Platform başarılı olan projelerden toplanan miktarın %12’sine denk gelen miktarda bir ücret almaktadır. Başarısız projeler için bir ücret almamaktadır.
- **Arıkovani:** Arıkovani, teknoloji ve yenilikçi odaklı projelerin hayata geçmesine yardım olan ödül temelli bir kitlesel fonlama platformudur. 2016 yılından beri hizmet vermektedir. Projelerin yayında kalma süresi 60 gündür.

“Hep ya da hiç” prensibini benimsemektedir. Arıkovanı, projelerden herhangi bir komisyon talep etmemektedir.

Arıkovanı’nda en çok fon toplayan proje Yerli drone Ape X’dir. 783.955 TL fon toplamıştır (Arıkovanı blog. 2018).

- **İdeanest:** İdeanest, 1991 yılında kurulmuş olan Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı’nın (TTGV) yeni fikirleri desteklemek amacıyla kurduğu bağış bazlı bir platformdur. “Hep ya da hiç” kuralını benimseyen bir platformdur. Bağış temelli olduğu için herhangi bir ödül, para vb. teklif edilmemektedir. İdeanest’e ürün fikirleri, araştırma projeleri ve ekosistem faaliyetleri içeren projeler başvuruda bulunabilmektedir. Projeler en fazla 60 gün yayında kalmaktadır. Herhangi bir komisyon ücreti almamaktadır.
- **Buluşum:** Bağış temelli bir kitlesel fonlama platformudur. Kendi tabirleriyle “buluşma alanı”dır. Bu platform yardım ve hayırseverlik projeleri için kullanılmamaktadır. Boyner Vakfı tarafından yürütülmektedir. Buluşum, taraflardan herhangi bir ücret talep etmemektedir.
- **Fongogo:** Her türlü projenin gerçekleşmesi için gerek duyulan sermayenin kitlelerin yardımıyla bir araya getirilmesine aracı olan bir pazaryeridir. Kurulduğu günden bugüne kadar 450 proje sunulmuş ve 100’den fazla proje başarıyla sonuçlanarak 2 milyon TL fon aktarılmasına aracılık etmiş ödül ve bağış temelli bir kitlesel fonlama platformudur. Birey/işletme projeleri 60 gün yayında kalmaktadır. STK projeleri için de bu süre 90 gündür. Birey ve işletmeler için “hep ya da hiç”, STK’lar için “hepsini tut” prensibi uygulanmaktadır. Platform tarafından herhangi bir servis ücreti alınmamaktadır. STK’lar vergi ödemekle yükümlü değildir; fakat birey ve işletmeler Fongogo ile yaptıkları satışlar için vergi ödemekle yükümlüdür. Şirketler Kurumlar Vergisi ve KDV ödemek ve fatura kesmek zorundadır. Vergi mükellefi olmak zorunda olan bireyler için de bu durum geçerlidir.
- **Fongogo Pro:** Fongogo Pro sermaye bazlı bir kitlesel fonlama sitesi olarak hizmet vermeyi amaçlamaktadır; fakat gerekli mevzuat henüz yayınlanmadığı için bu site, ilgili mevzuat yayınlanana kadar kitlesel fonlamayı tanıtmayı ve kitlesel fonlamayla alakalı bilgiler vermeyi amaç edinmiştir.

- **Fonbulucu:** “GMT Teknoloji Enerji ve Bilişim Sistemleri San.ve Tic. Ltd.şti.'nin tescilli bir markasıdır, Ankara Teknopark Teknoloji Geliştirme Bölgesi Yönetici A.ř. ve NAR Kuluçka Merkezi ile yaptığı Stratejik İş birliği Anlaşması çerçevesinde Kitlemel Fonlama Platform hizmetleri veren, tamamen yerli bir sermaye şirketidir.” Ödöl ve borç temelli bir kitlemel fonlama platformudur. Fonbulucu.com henüz ölkemizde yürürlüğe girmemiş, hazırlık aşamasında olan yatırım, hisse ve kredi temelli kitlemel fonlama modellerini de bünyesinde barındırmaktadır. “Hep ya da hiç” prensibini benimsemektedir. Başarıya ulaşan projelerde toplam tutardan, projeye ilişkin fonbulucu.com tarafından proje sahibinin onayı ile yapılan belgeli masraflar, KDV veya Stopaj, diğer vergiler ve %12,5 platform kullanım ücreti düşölmektedir.

İKİNCİ BÖLÜM

Bu bölümde finans kavramından kısaca bahsedilmiş, klasik finans teorileri açıklanmıştır. Bu teorilerin ardından finans alanı içinde yeni bir kavram olan davranışsal finansın çıkış sebepleri, tarihçesi, klasik finanstan farklı olan yönleri, yatırımcıları rasyonel davranmaktan alıkoyan eğilimleri ve davranışsal finans modelleri açıklanmıştır.

DAVRANIŞSAL FİNANS

2.1. Finansın Tanımı ve Amacı

İngilizce Finance sözcüğünden gelen finans, sözlükte para ve parayla ilişkili araçları, özellikle taşınır değerleri konu alan mesleklerin tamamı olarak tanımlanmaktadır. İktisatta daha ayrıntılı bir şekilde, organizasyonların para ve kredi ile ilgili faaliyetlerini yönetme ve düzenleme bilimi olarak açıklanmaktadır. Finansın amacının açıklanabilmesi için finansal yönetim kavramından bahsedilmelidir (Altunöz ve Altunöz, 2018: 55-56). Finansal yönetim, fonların en uygun kaynaklardan en uygun şartlarda sağlanmasını, sağlanmış olan fonların da en etkili biçimde ve en verimli yatırımlarda kullanılmasına yönelik uygulamaları içermektedir. Finansal yönetimin hedefi; işletmenin piyasa değerinin maksimize edilmesidir. Bu hedefe yönelik; işletmeler, en etkin ve en verim getirecek varlıklara yatırım yapmaya özen göstermeli ve varlıklara yatırılacak olan kaynakları en uygun şartlarda sağlamaya çalışmalıdır (Poyraz, 2013: 4-5).

2.2. Klasik Finans Teorileri

Klasik finans modelleri, iktisatta egemen paradigma olan neoklasik iktisat temelinde geliştirilmişlerdir. Bu kapsamda risk altında bireysel karar verme modelleri, tüketici teorisi ile bağlantılıdır (Bayar, 2012: 14). Klasik finans teorilerinin temelinde insanların “Homo Economicus” olarak ifade edilebilen rasyonel insan tipinde olduğu ve bilgileri rasyonel olarak değerlendirdikleri kabul edilmektedir. Rasyonel yatırımcının etkin olduğu piyasaların işleyişi ve finansal araçların geliştirilmesi, klasik finans teorilerinin ana ilgi alanı haline gelmiştir (Sefil ve Çilingiroğlu, 2011: 248-249). Finans tarihi süresince piyasaların ne şekilde hareket ettiği, bireylerin yatırım kararlarında neye göre ve nasıl davrandıklarına ilişkin çok sayıda teori ve bunları

destekleyici birçok çalışma bulunmaktadır. Klasik finans modellerine göre yatırımcı, pek çok veriyi elde etmesinin ardından bu verileri sayısal analize tabi tutan, yararını maksimum seviyeye ulaştırmayı amaçlayan ve bu amaca ulaşırken tek kriter olarak rasyonallığı alan, benmerkezci varlıklardır (Gümüş, Koç ve Agalarova, 2013: 73). Klasik finans teorilerinde, rasyonel yatırımcıların hepsinin benzer özellikte olduğu, aynı beklentilerle yatırım yaptıkları, önceki yatırımlarında yapmış oldukları hataları yinelemeyeceği varsayılmaktadır.

2.2.1. Oyun teorisi

İktisat, politika, uluslararası ilişkiler, psikoloji, biyoloji ve mantık gibi bilimlerde yaygın bir şekilde kullanılan ve yaklaşık 170 seneden çok geçmişi olan Oyun Teorisi; ilk kez 1838’de Cournot’un üretici rekabeti modeliyle uygulanmaya başlanmış ve çalışmaların yapılmasıyla 1940’lı yıllardan günümüze kadar sosyal bilimlerde kullanım alanı yayılmıştır (Aydın ve Ağan, 2017: 24).

Oyun en yalın şekilde, iki veya daha çok oyuncunun olduğu, rekabete dayanan bir durumdur. Oyuncuların olabilecek tüm stratejileri ve sonuçları bildiği ve kazançlarını en çok, kayıplarını da en az düzeyde tutabilmek için rasyonel hareket edecekleri varsayılmaktadır (Hamurcu, 2015: 21). Kazanma, kaybetme ve çekilme gibi sonuçları vardır (Özel ve Kılıç, 2008: 59).

Oyuncular yani karar vericiler, sınırlı kaynağın bulunduğu bir ortamda hedeflerini gerçekleştirmek için birbirleriyle rekabet içindedir. Başka bir ifadeyle kaynakları paylaşım çabasındadır. Oyuncuların en fazla getiriye elde edebilmek için birbirlerine karşı uyguladıkları stratejileri bulunmaktadır ve oyuncular, bu stratejileri en mantıklı şekilde uygulamaktadır. Oyuncular varsa, bu oyuncuların stratejileri varsa, stratejilerinin sayısal değerleri ölçülebiliyorsa ve oyuncular her koşulda rasyonel davranıyorsa bu durumda oyuncular arasındaki rekabet problemi matematiksel olarak modellenabilir ve çözülebilir. 1944’de Neumann ve Morgenstern bu rekabet problemini rekabetçi ve işbirlikçi durumlara göre formülleştirmiş ve geliştirdikleri yöntemi de “Oyun Teorisi” olarak adlandırmıştır. 1954’te Nash, hem rekabetçi hem de işbirlikçi oyunlarda kullanılabilecek “herkes için en iyi strateji” olarak değerlendirilebilecek Nash Dengesi kavramı ortaya çıkarmıştır. Nash Dengesi, oyunda kaç kişi yer alırsa alsın herkesin genele bakarak seçiminden hoşnut olduğu, yani

seçimini değiştirmek için bir sebep bulamadığı durumu ifade etmektedir (Alunöz, 2013: 13).

2.2.2. Etkin piyasalar hipotezi

Etkin piyasalar, fiyatların her zaman tüm mevcut bilgileri tamamıyla yansıtması şeklinde oluşmaktadır (Fama, 1970: 383). Bu da hisse senetleriyle alakalı bilgisi olmayan yatırımcıların bu konuda kendilerinden daha bilgili olan yatırımcılardan daha kötü hareket etmeyecekleri anlamına gelmektedir. Kısaca, menkul kıymet piyasasındaki mevcut bütün bilgiler menkul kıymet fiyatlarına yansımışsa o piyasa bilgisel olarak etkindir (Tufan ve Sarıççek, 2013: 160).

Bir piyasanın etkin olabilmesi için taşıması gereken özellikler (Doğukanlı ve Ergün, 2011: 322):

- Pazarda çok sayıda katılımcı vardır ve bunlardan hiçbirinin pazarı etkileyecek bir payı yoktur,
- Pazarda likidite fazla, alım satım giderleri azdır, böylelikle menkul kıymet fiyatları genel değişimlere kolaylıkla uyum gösterebilir,
- Pazarın kurumsal yapısı oldukça gelişmiştir ve düzenleyici kurallar pazarların dengeli bir şekilde çalışmasını sağlamaktadır,
- Menkul kıymetlerle alakalı bilgiler uygun maliyetlerle sağlanmakta, ekonomik, politik ve sosyal yapıdaki değişiklikler pazara anında yayılmaktadır.

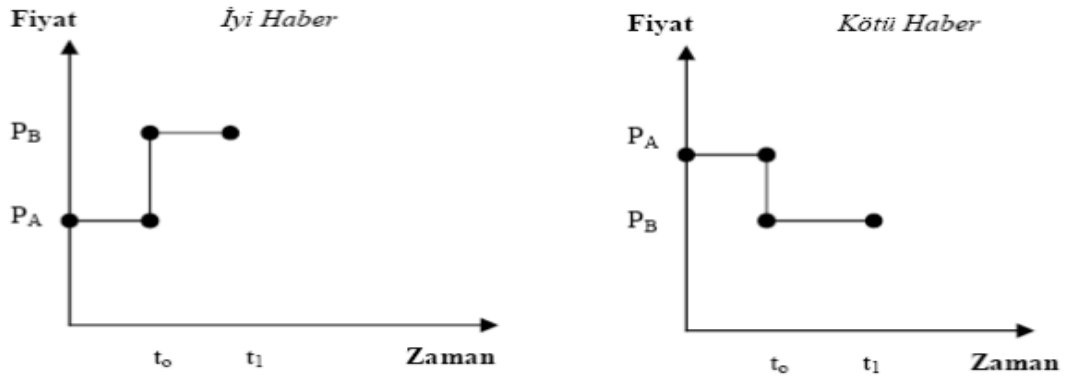
Bu teori 1970’li yıllarda oldukça ilgi toplamıştır. Etkin Piyasalar Hipotezi’nin (EPH) başlangıç noktası olarak tam rekabet piyasasını dikkate almış ve bu piyasa kurallarını sermaye piyasalarına adapte etmiştir. Bu yaklaşım kapsamında belirtilmiş olduğu üzere eğer her türlü bilgi piyasaya iletilmişse, herhangi bir zamandaki bir menkul kıymetin piyasa fiyatı o menkul kıymetin gerçek değerine eşit olacaktır. Piyasaya yeni bir bilgi geldiğinde piyasa bunu fiyatlara hemen yansıtacaktır. Yeni gelen bilgi tahmin edilebilecek bir bilgi değildir, bu nedenle oluşan fiyatlar da yeni gelen bilgiye göre oluşacağı için, fiyatlar rassaldır ve tahmin edilememektedir. EPH bağlamında buna “Random Walk” (Rassal Fiyat Değişimleri) adı verilmektedir ve birbirini izleyen fiyat değişimleri birbirleri ile bağımlı değildir ve önceden oluşan fiyatlara bakarak gelecekteki fiyat değişimlerinin tahmin edilmeyeceğini ileri sürmektedir. Eugene

Fama, EPH ile alakalı çoğu “Random Walk” hipotezine dayanan deneysel çalışmaları düzenlemiş ve bu çalışmaları teorik bir yapıya oturtmuştur (Yavuz, 2003: 4-5).

EPH’nin teorik temelleri; üç varsayım üzerine yoğunlaşmaktadır. Birincisi, yatırımcıların rasyoneldir ve menkul kıymetleri rasyonel bir şekilde incelemektedir. İkincisi, eğer bazı yatırımcılar rasyonel davranmıyorsa onların alım satımları gelişigüze olup ve bu nedenle de fiyatları etkilemeden birbirlerini elemektedir. Sonuncusu, rasyonel bir şekilde yapılan arbitraj piyasadaki rasyonel davranmayan yatırımcıların fiyatlar üzerindeki etkisini yok etmektedir (Gürünlü, 2011: 33-34).

Yatırımcıların edindikleri bilgiler ışığında doğru kararlar vermeleri, rasyonel hareket ettiklerini göstermektedir. Hisse senetlerinin değerlerinde iki yönde de hatalı dalgalanmalar olabilmektedir. Fakat bu dalgalanmaları yok etmek için hareket gerçekleşmeyecektir. Etkin bir piyasada bazı verilerin neden olacağı etkilenme evreleri Şekil 2.1’de gösterilmiştir (Sümer ve Aybar, 2016: 76-77):

Şekil 2.1. Yatırımcının Anormal Değişimlere Tepkisi



Piyasaların etkinliği; zayıf, yarı güçlü ve güçlü olmak üzere üçe ayrılmaktadır (Korkmaz, 2013: 171):

Zayıf Formda Etkinlik: Zayıf formda etkin piyasalarda hisse senetlerinin piyasa fiyatları önceki dönemlerdeki fiyat hareketleriyle alakalı bütün bilgileri yansıtmaktadır. Zayıf formda etkin olan hisse senedi piyasasında, yatırımcıların hiçbirinin, önceki dönem fiyat bilgileri, işlem hacmi ve bunun gibi bilgilerden yararlanıp piyasalarda üstün hale gelmesi söz konusu değildir. Bu formdaki piyasalarda yatırımcılar yeni bilgilere aynı anda erişememektedir.

Yarı Güçlü Formda Etkinlik: Yarı güçlü formda etkin olan piyasalarda, hisse senedi fiyatları kamuya açıklanmış bütün bilgileri yansıtmaktadır. Bu formdaki bir piyasada, yatırımcıların önceki dönemlerdeki fiyatlara ilave olarak, halka açıklanmış olan bilgilerden yararlanarak normalinde üzerinde bir getiri elde edemeyecekleri varsayılmaktadır. Yarı güçte etkin olan piyasalarda, işletme içindeki kişiler öncelikli bir şekilde bilgilere ulaşabilmektedir. Böylece, bu kişiler, kimsenin bilmediği bilgilerden yararlanarak piyasanın üstünde getiri elde edebilmektedir.

Güçlü Formda Etkinlik: Güçlü formda etkin olan piyasalarda, piyasadaki fiyatlar, gerçek değerleri belirlemede kullanılabilecek bütün bilgileri yansıtmaktadır. Fiyatlar; yalnızca halka açıklanmış bilgileri değil, işletme içerisindeki de kapsayarak işletme ile ilgili bütün bilgileri yansıtmaktadır. Bu formdaki piyasalarda, içten bilgi edinenler dahi normalin üzerinde bir kazanç elde edemez.

Gerçek yaşamda, güçlü formda etkin olan piyasalara rastlamak güçtür. Piyasalar, çoğunlukla zayıf veya yarı güçte etkindir.

EPH ile alakalı eleştiriler genellikle EPH'nin insanları rasyonel varsaydığı için gelmektedir. Yatırımcılar her zaman rasyonel kararlar veremeyecekleri için varlıkların değerlerini beklenen fayda teoremiyle belirleyemeyecektir, böylece bu hesaplama dayanarak piyasadaki alınıp satıldığı bilgileri fiyatlara yansıtamayacaktır. Öte yandan, son zamanlarda yapılmış olan araştırmalara göre, bilhassa gelişmekte olan piyasalarda her yatırımcı bilgiye eş zamanda ve aynı şekilde erişememektedir. Böylece ortaya çıkan bilgi eşitsizliğinden dolayı tam etkin piyasaların var olması imkansızdır (Sefil ve Çilingiroğlu, 2011: 251).

2.2.3. Bayes teoremi

İngiliz matematikçi Bayes, geleceğin belirsiz oluşunu çalışmalarının merkezine yerleştirmiş ve gelecekteki belirsizlikleri tahmin edebilmek için geçmişte meydana gelmiş olayların verilerini kullanmıştır. Bu verilerle yapmış olduğu hesaplamalarda istatistikten yararlanmış ve olasılık hesapları yapmıştır. 19. yüzyılda etkisini kaybetmeye başlasa da bilhassa bilgisayar teknolojisindeki gelişmelerle birlikte Bayesci öğrenme tekrar popülerleşmiştir (Altunöz ve Altunöz, 2018: 60-61).

Bayes teoremi diğer karar alma metodlarından farklı bir şekilde, karar alan kişinin herhangi bir durumla alakalı öznel olasılıklarını dikkate alan ve sonuçta belirsizlik

şartlarını riske dönüştürmeye yardımcı bir araçtır. Bu yöntem genel olarak geriye doğru tahmin amacıyla şartlı olasılıkların analizine dayanmaktadır. Sübjektif olasılık değerleri çoğunlukla önceki dönemlerin verilerine bağlı bir şekilde saptanmaktadır. Bazı durumlarda, bu olasılıklar yeni (ilave) bir bilgiyi kullanarak gözden geçirilebilir. İlave bilgiye çoğunlukla deneme ya da örnekleme yoluyla ulaşılabilir. Ham verilerden ulaşılan “ön olasılıklar” Bayes teoreminin uygulanmasıyla “son olasılıklara” dönüştürülmektedir. Bayes teoreminde olaylar karşılıklı olarak birbirini engelleyen (mutually exclusive) ve ortak bir şekilde tümleyen (collectively exhaustive) olaylar olacağı varsayılmaktadır (Işın, 2000: 62-63).

Bu teorem aşağıdaki formülle hesaplanmaktadır (Aydın ve Ağan, 2017: 17):

$$P\left(\frac{A}{B}\right) = \frac{P(A) \cdot P\left(\frac{B}{A}\right)}{P(B)}$$

$P(A/B)$: B olayı gerçekleştiğinde A olayının gerçekleşme olasılığıdır.

$P(B/A)$: A olayı gerçekleştiğinde B olayının gerçekleşme olasılığıdır.

2.2.4. Beklenen fayda teorisi

Beklenen fayda teorisi (BFT), egemen iktisat anlayışının ana varsayımlarını kabul eden klasik finans teorilerinin önemli yapıtaşlarından (Sefil ve Çilingiroğlu, 2011: 249). 1700’lü yıllarda temellerini Daniel Bernoulli’nin atmış olduğu bu teori, Oyun Teorisini geliştiren matematikçi John Von Neumann ve Oscar Morgenstern tarafından 1940’lı yıllarda önemli destekler almıştır. BFT’nin egemenliği, 1979’da Kahneman ve Tversky’nin geliştirilmiş olduğu Beklenti Teorisi’nin açıklandığı zamana dek sürmüştür (Altunöz ve Altunöz, 2018: 59).

Bernoulli’nin beklenen fayda teorisi, ölçülebilir bir fayda fonksiyonuna dayanmaktadır ve belirsizlik durumlarında insan davranışlarına açıklık getirmeyi amaçlamaktadır. Bireyler aldıkları bir kararın sonrasında meydana gelecek sonuçları tam anlamıyla bilememektedir. Sonucunu bilmeden bir hareketi gerçekleştirme hususunda bir kararın önceden alınması gereği iktisat teorisinde yeni model arayışlarına neden olmuştur. Belirsizlik durumunda bireylerin davranışlarına açıklama getirecek modeller geliştirilmiştir. Schoemaker bu modellerin; faydanın nasıl ölçüldüğüne, olasılığın ve ortaya çıkan sonucun birbirinden ayrıştırılma sistemine ve

yine olasılığın ve ortaya çıkan sonucun beraber incelenmesi için birbiriyle çarpılmasına olanak sağlayacak beklenen değer operatörünün tanımlanmasına göre farklılaştığını öne sürmüştür. Örneğin, Bernoulli, geçmiş düşüncenin tersine, bireylerin beklenen parasal değerden ziyade bu parasal değer beklenen faydasını en yüksek seviyeye çıkardıklarını ileri süren bir BFT düşünmüştür. Fakat; Bernoulli, beklenen faydanın nasıl ölçüleceği hakkında bir somut önermede bulunmamıştır. Neumann ve Morgenstern, Bernoulli'nin önderliğini yapmış olduğu beklenen fayda düşüncesini ilerleterek bu düşünceyi bir teori haline getirmiştir (Abaan, 1998: 125-126).

Neumann ve Morgenstern, kişilerin mal ve hizmetlerin tüketiminden gelecekte elde edecekleri faydayı göz önünde bulundurarak satın alma kararı verdiklerini varsaymaktadır. Bununla beraber bu fayda sadece belirli olasılıklara göre tahmin edilebilir özelliktedir. Bu nedenle, Von Neumann ve Morgenstern, belirsizlik ve risk hallerinde fayda fonksiyonunun tüketim tercihlerini açıklamada yetersiz kaldığını savunarak bu fonksiyonu, beklenen fayda fonksiyonu ile değiştirmiştir. BFT'de fayda, "belirsizlik altında verilen bir kararın sonucu olan olası faydanın, olayın gerçekleşme olasılığı ile çarpılmasıyla ulaşılan sonuç" şeklinde tanımlanmaktadır. Burada fayda, kardinal olarak ifade edilmektedir ve kişilerin rasyonel davrandığı varsayılmaktadır (Altunöz ve Altunöz, 2018: 60). Bu modele göre kişiler her zaman akılcı davranmaktadır, kendi çıkarları için en doğru kararları vermektedir.

Beklenen faydanın (değer) formülü aşağıdaki gibidir (Aksoy ve Şahin, 2015:7):

$$\sum_{r=1}^n u(x_i)p_i$$

p_i , x_i sonucunun gelme olasılığıdır, $u(x_i)$ ise x_i sonucu elde etmenin yararını göstermektedir.

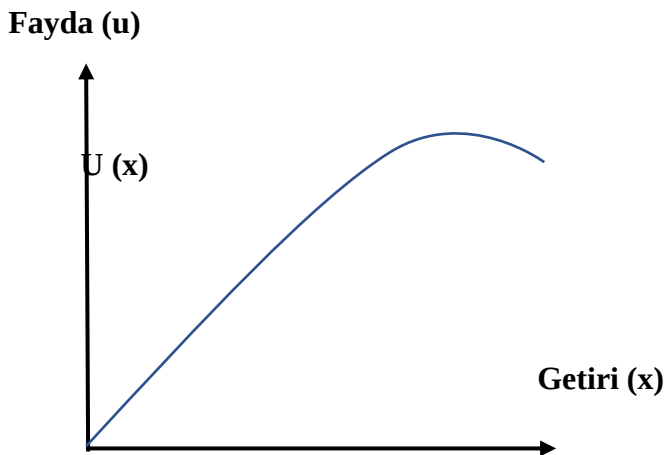
Beklenen fayda düşüncesinin özünde faydanın maksimizasyonu vardır. Yatırımcı, olasılıklarının derecelerini belirlemekte ve ona göre davranmaktadır. Amaç, faydanın maksimize edilmesi ve ona göre hareket edilmesidir. Rasyonel davranışın bir gereği olarak, beklenen fayda fonksiyonuna göre en verimli alternatifin tercih edilmesi hedeflenmektedir (Yaşar, 2008: 21).

John Von Neumann ve Oscar Morgenstern (NM) beklenen fayda teoremini, beş varsayım üzerine kurarak geliştirmiştir (Çelik, 2013: 5-6):

- İnsanlar bir belirsizlik hali ile karşı karşıya geldiklerinde, bu olayın gerçekleşmesine bağlı “objektif olasılığı” tespit ederler. Bu işlemi yaparken Bayes teoreminden yararlanırlar ve herhangi bir alternatife taraflı değillerdir.
- Çok azdan iyidir. Eğer X’in Y’den daha çok yararı varsa, karar veren kişi X ile Y arasından kesinlikle X’i tercih edecektir.
- Alınan kararlar uyumludur. X, Y’den, Y de Z’den daha çok yarar sağlıyorsa karar veren kişi X ile Z arasında bir seçim yapacağında X’i seçecektir.
- Karar veren kişi, karşılaştığı belirsiz durumlara dair olasılıkları tespit ettikten ve bu olasılıklara göre her olaya ilişkin beklenen faydasını hesaplamasının ardından kendi fayda fonksiyonu içinde bir sıralama yapmaktadır. Karar vericinin hedefi faydasını en yükseğe çıkarmaktadır ve önündeki alternatiflerden bu hedefini gerçekleştirebilecek olanı seçmektedir.
- Burada söz edilen fayda fonksiyonu çanak şeklindedir. Bu da “Azalan Marjinal Fayda Kuralının” geçerli olduğunu göstermektedir.

Bernoulli, paranın fakir bir insan için değerinin zengin birine göre daha çok olduğunu gözlemlemiştir. Bu yüzden refah arttıkça marjinal yarar azalmaktadır. Bu durum da fayda fonksiyonun içbükey olmasını sağlamaktadır (Trepel, Craig, ve Russel, 2005: 35).

Şekil 2.2. Beklenen Fayda Teorisi’ne Göre Fayda Fonksiyonu



Kaynak: (Sönmez, 2010: 7).

Şekil 2.2’de, getiri ile fayda arasında sürekli bir ilişki olduğunu ve getiri arttıkça faydanın arttığını ($U'(x) > 0$), ancak azalan faydalar kanununca faydanın giderek daha az arttığını ($U''(x) < 0$) ifade etmektedir (Ateş, 2007: 44).

1950’lerden sonra yapılmış olan çalışmalarla BFT önemli eleştiriler almıştır. Öne çıkan iki eleştiri Allais ve Ellsberg paradokslarıdır. Eleştirilerden ilki 1988 senesinde Allais (1953) tarafından yapılmıştır. Sonrasında Ellsberg (1961) gibi birçok araştırmacı deneysel çalışmalarla BFT varsayımlarına uyulmadığını ortaya koymuştur. Allais paradoksunda katılımcıların sırasıyla Tablo 2.1’deki A, B, C ve D seçeneklerinden birisini seçmesi istenmektedir (Aydın ve Ağan, 2017: 16):

Tablo 2.1. Allais Paradoksu

(A): Kesin olarak 1 milyon dolar kazanç,		
(B): %10 olasılıkla 5 milyon dolar kazanç,	%89 olasılıkla 1 milyon dolar kazanç,	%1 olasılıkla bir şey kazanılmayacaktır,
(C): %11 olasılıkla 1 milyon dolar kazanç,	%89 olasılıkla bir şey kazanılmayacaktır,	
(D): %10 olasılıkla 5 milyon dolar kazanç,	%90 olasılıkla bir şey kazanılmayacaktır.	

Allais, A ve B durumlarıyla karşılaştığında katılımcıların A’yı seçmesini beklemiştir ve cevaplar da bu yönde olmuştur. Çünkü, A’da milyoner olmak garantidir. Ancak beklenen fayda formülüne göre B durumunu seçmesi gerekmektedir. Bununla aynı doğrultuda ikinci durumda C’nin D’ye tercih edilmesi gereklidir; ancak D, C’ye tercih edilmiştir. Yani %11 olasılıkla 1 milyon dolar kazanç yerine %10 olasılıkla 5 milyon dolar kazanç, tercih edilmiştir. Olasılık düzeyleri düşüken %1’lik riski göze almışlardır. Böylece beklenen fayda teorisinin varsayımları ihlal edilmiş ve bir paradoks meydana gelmiştir.

Ellsberg paradoksu ise şu şekildedir (Taşdemir, 2007: 312-313):

Katılımcılara sunulmuş olan iki torbanın içerisinde toplam 100 tane kırmızı ve siyah top vardır. Bu torbalar: Torba 1 ve Torba 2 şeklinde adlandırılmıştır. Torba 1'deki kırmızı ve siyah topların oranı hakkında bir bilgi yoktur. Torba 2'de ise 50 kırmızı ve 50 siyah top bulunmaktadır. Katılımcılardan istenen, tek bir top seçmeleri için torbalardan birini seçmeleridir. Seçecekleri topların rengi için iddiaya gireceklerdir. Eğer seçtikleri renk çıkarsa \$100 alacaklar, aksi durumda ise ne kazanç ne de kayıpları olacaktır. Katılımcılara aşağıdaki durumlarda hangi iddiaları kabul edecekleri sorulmuştur:

Tablo 2.2. Ellsberg Paradoksu

1.	A) Torba 1'den kırmızı top çekmek. B) Torba 2'den siyah top çekmek.
2.	A) Torba 2'den kırmızı top çekmek. B) Torba 2'den siyah top çekmek.
3.	A) Torba 1'den kırmızı top çekmek. B) Torba 2'den kırmızı top çekmek.
4.	A) Torba 1'den siyah top çekmek. B) Torba 2'den siyah top çekmek.

Katılımcılar 1. ve 2. durumlar için A ve B iddiaları arasında kayıtsız kalmıştır. Buna karşılık katılımcıların çoğunluğu 3. ve 4. durumlar için A iddialarını seçmiştir. 3. durumda A iddiasını tercih eden katılımcı, Torba 1'deki kırmızı topların sayısının 50'den çok olduğuna inandığı anlamına gelmektedir. Ancak bu durumda aynı deneğin 4. durum için B iddiasını tercih etmesi gerekir. Dolayısıyla deneyin sonuçları BFT'nin varsayımları açısından bir paradokstur.

2.2.5. Modern portföy teorisi

Yatırımcıların sahip oldukları finansal varlıkların hepsine portföy, bu varlıklarla ilgili fonların getiri, risk ve vade yapısı gibi durumlarına bağlı olarak farklı finansal

varlıklara yatırılarak yönetilmesine de portföy yönetimi adı verilmektedir. Portföy yönetiminde belli bir yatırım stratejisi yürütülmektedir. Riskin paylaştırılmasına, likiditeye ve varlık çeşitlendirilmesine dikkat edilmektedir. Birden çok menkul kıymetin bulunduğu portföylerde çeşitlendirilmenin artırılması ile risk yayılmakta ve azaltılmaktadır (Aydın ve Ağan, 2017: 20-21).

Modern Portföy Teorisi (MPT), klasik finans teorisinin yapıtaşı olan teorilerden biridir. Harry Markowitz tarafından 1952 yılında “Portfolio Selection” çalışması ile ortaya atılmış olan MPT, finansal varlıklarla oluşturulmuş olan bir portföyün beklenen getirisinin ve beklenen riskinin çeşitli varsayımlar ışığında hesaplanması şeklindedir (Sefil ve Çilingiroğlu, 2011: 251).

MPT, rasyonel yatırımcıların yatırımlarına ilişkin portföylerini etkin duruma getirmek, fayda maksimizasyonunu yaratmak ve riski düşürmek için varlık çeşitlendirilmesinin yapılması gerektiğini belirtmektedir (Hamurcu, 2015: 27).

Modern portföy teorisinin varsayımları (Korkmaz, 2013: 97-98):

- Yatırımcının hedefi fayda fonksiyonunu maksimum hale getirmektir. Her yatırımcı rasyoneldir ve her dönemde beklenen faydayı maksimize etmeyi hedeflemektedir.
- Yatırımcılar, yatırım kararlarında sadece beklenen getiri ve riski göz önünde bulundurmaktadır. Getiri ölçütü, portföyü meydana getiren varlıkların beklenen getirilerinin ortalaması, riskin ölçütü olarak bu portföy getirilerinin varyansı kullanılmaktadır.
- Yatırımcıların risk ve getiri ile ilgili beklentileri aynıdır. Yani, yatırımcıların hepsi aynı risk seviyesinde daha çok getiriye daha az getiriye tercih etmektedir.
- Yatırımcılar eşit zaman ufkuна sahiptir.
- MPT’ye göre sermaye piyasaları etkindir. Yani, bilgiler hızlı bir şekilde, bütünüyle ve doğru olarak menkul kıymet fiyatlarına yansımaktadır. Piyasalar hep dengededir. Bilgi akışında herhangi bir sınırlama yoktur ve yatırımcılar bu bilgilere aynı anda erişebilmektedir.

MPT de eleştirilere maruz kalmıştır. Bunlar: piyasadaki bilgilere herkesin eşit olarak ulaşamadığı, yatırım ortamının gerçek bir şekilde yansıtılmadığı ve yatırımcıların

yatırım tercihlerinde sezgileri doğrultusunda hareket ettiklerini vurgulamaktadır (Yıldırım, 2017: 24).

2.2.6. Sermaye varlıklarını fiyatlandırma modeli

Sermaye Varlıklarını Değerleme Modeli (SVFM)'nin temelleri MPT'yi geliştirme amacıyla William Sharpe (1964), John Lintner (1965) ve Jan Mossin (1966) tarafından oluşturulmuştur. Model, piyasa denge koşulu altında hisse senetlerinin ilişkin risk ve getiri arasındaki ilişkiyi açıklamaya çalışmaktadır (Sefil ve Çilingiroğlu, 2011: 252). Buna göre, alınacak risk ne kadar yüksekse beklenen getiri de riske bağlı olarak yüksek olacaktır. SVFM'nin bir diğer tanımı da, bir yatırımın beklenen getiri oranının, "risksiz faiz oranının, yatırımın sistematik riskinin ve pazar portföyünün bir fonksiyonu olduğunu" ifade eden bir eşitliktir (Aslan, 2016: 7). Bu model, riskli finansal varlıklara ek olarak risksiz finansal varlıklara da yatırım yapmaya imkan sağlamaktadır (Sümer ve Hepsağ, 2007: 5).

SVFM, MPT'nin bir nevi genişletilmiş şeklidir. MPT'ye göre portföyün bütün riski, portföydeki menkul kıymetlerin riskine bağlıdır ve çeşitlendirme ile bu risk düşürülebilmektedir. SVFM'de ise, portföyün toplam riski, sistematik ve sistematik olmayan risk olarak ikiye ayrılmakta ve çeşitlendirme yapıldığında yalnızca sistematik olmayan riskin yok edilebileceği belirtilmektedir (Aydoğan, 2013: 9).

Sistematik Risk, piyasa riski olarak da bilinmektedir. Piyasanın taşıdığı ve piyasada işlem görmekte olan tüm finansal varlıkların etkilendiği risk türüdür. Beta katsayısı ile ölçülmektedir. Sistematik riskte, çeşitlendirilme yapılsa da risk ortadan kaldırılamamaktadır (Korkmaz, 2013: 22).

Sistematik olmayan risk, toplam riskin işletmeye özgü bölümünü belirtmektedir. İşletme açısından kontrol edilebilir olan risk çeşitleri bu kapsamdadır (Poyraz, 2013:482). Sistematik olmayan risk, iyi bir çeşitlendirme ile yok edilebilmektedir (Korkmaz, 2013: 27). Sistematik risk çeşitlendirme ile kontrol edilemezken, sistematik olmayan riskin kontrolü çeşitli düzenleme ve çeşitlendirme ile yapılabilir.

SVFM'nin Başlıca Varsayımları (Sayılğan, 2013: 127):

- İşlem gideri, komisyon ve vergi gibi yükümlülükler yoktur.
- Bütün yatırımcılar eşit zaman ufku sürecini dikkate almaktadır.

- Bütün yatırımcıların, risk ve getiri ile alakalı algılamaları eş olduğu için benzer beklentilere sahiptir.
- Yatırımcıların tamamı riske karşı duyarlıdır ve servetlerini maksimize etme amacındadır. Markowitz'in etkin portföy modelini kullanırlar. Yatırımcının etkin set üzerinde nerede yer alacağını; yatırımcının fayda fonksiyonu belirlemektedir.
- Getiriler normal dağılım göstermektedir.
- Yatırımcıların hepsi hisse senetleri ile alakalı bilgilere eş zamanlı ve maliyetsiz erişebilmektedir.
- Yatırımcıların hiçbirisi tek başına fiyatı etkileyememektedir.
- Risk ve beklenen getiri arasında sistematik bir bağlantı bulunmaktadır.
- Tüm yatırımcılar risksiz faiz oranından miktar kısıtlaması olmadan borç alıp, borç verebilmektedir.
- Varlık miktarları sabittir. Yatırımcılar istedikleri varlıktan istedikleri tutarda alım ve satım yapabilmektedir bu sebeple de varlıkların tam bölünebilir özellikte olduğu varsayılmaktadır.

2.2.7. Arbitraj fiyatlama teorisi

Finansal varlıkların getirileri ile riskleri arasındaki ilişkinin ortaya konulabilmesi için riski gösteren faktör belirlenmeli ve ölçülmelidir. SVFM'nin uygulanmasındaki güçlükler ve varsayımlarına gelen eleştiriler yeni model arayışlarını doğurmuştur. SVFM'nin beklenen getirileri gerektiği kadar açıklayamaması sebebiyle, daha çok sayıda faktörü kapsayan açıklayıcı faktör modelleri oluşturulmaya çalışılmıştır (Sayılğan, 2013: 135).

İlk defa Stephen A. Ross'un 1976 senesinde araştırdığı ve açıklamalara dayalı formüle edip ve yayımladığı Arbitraj Fiyatlama Teorisi (AFT), alternatif modeller içinde fazlasıyla tartışılmış ve zaman ilerledikçe bilimsel alanda yayılmış olan bir modeldir (Aydın ve Ağan, 2017: 23). Ross'un formülasyonunun SVFM'ne göre daha az sınırlayıcı özellikleri vardır. Hem tek dönemli (single- period) hem de çok dönemli (multi-period) örneklemelerde uygulanabilmektedir (Yörük, 2000: 87).

Arbitraj, benzer özellikte ya da aynı ürünün piyasalarda meydana gelen fiyat farklılıklarından yola çıkarak eş zamanlı bir şekilde düşük fiyatlı yerden alınıp yüksek

fiyatlı yerde satılmasıdır. Arbitraj, piyasalarda meydana gelen fiyatların gerektiği düzeyde kalması için önemlidir (Böyükaslan, 2012: 19).

AFT, piyasa riski, satın alma gücü riski, yönetim riski, ödenmeme riski, faiz oranı riski ve belirli bir varlığı değerlendirme ile ilgili olabilen diğer risk faktörlerinin ağırlıklı ortalamasını kullanan bir risk-getiri ilişkisini ele almaktadır. AFT, bu risk faktörlerinin bir varlığın bugünkü değerini bulmada, uygun olan getiri oranının nasıl belirleneceğini göstermektedir (Yörük, 2000: 88).

AFT'nin varsayımları şu şekildedir (Sayılğan, 2013: 136):

- Sermaye piyasaları tam rekabet içindedir.
- Yatırımcılar her daim belirsizlik şartlarında daha az getiri yerine daha çok getiriye seçer.
- Finansal varlıkların beklenen getirilerinin nasıl gerçekleştiğini ortaya koyan süreç faktör modeli ile gösterilebilir.

2.3. Davranışsal Finans

Klasik finans teorilerinin baskın duruma gelmesi 1950'li yılların ortasından itibaren. Zaman geçtikçe klasik finans teorilerinin öne sürdüğü rasyonel tipteki insan, alınan kararların rasyonel oluşu, piyasaların etkin olması gibi varsayımların meydana gelen her olayda memnun edici sonuçlar doğurmadığını göstermiştir. Klasik finans teorileri, rasyonel davranmayan insan faktörü açısından incelendiğinde, rasyonel davranmaya engel olan faktörlerin incelenmesi gerektiği gündeme gelmiştir. Böylece finansal bir boyut barındıran kararlarda, insanları rasyonel olmaktan uzaklaştıran faktörlerin incelendiği bir disiplin olan Davranışsal Finans ortaya çıkmıştır (Tekin, 2016: 170).

Modern ekonomi, insanların oldukça mantıklı davrandığını varsaymaktadır. Bu durumda insan rasyonel bir varlıktır. Bundan dolayı ilk olarak kendi çıkarlarını savunmakta ve kendisi için en iyi olanı yapmaktadır. Yatırım tarafında da tüketim tarafında da bunun böyle olduğu varsayılmaktadır. Ekonomi bilimi bu varsayım üzerine kurulmuştur. Ekonomi biliminin “rasyonel” (akılcı) takıntısı bir mantığa dayanmaktadır. İnsanların, eğer önünde tamamen aynı iki ürün varsa bunlardan düşük fiyatlı olanı seçmesi beklenmektedir. Çünkü mantık bunu emretmektedir. Oysa

insanoğlu, tamamen aynı olan iki maldan pahalı olanı, sırf daha yüksek fiyatlı olduğu için, kaliteli olduğunu düşündüğü için, yanındakilere hava atmak için, üzerinde havalı bir marka olduğu için ya da sadece “canı öyle istediği” için satın alabilmektedir (Özerol, 2011: 10). Buradan hareketle davranışsal finans; ekonomik kararlarımızda rasyonaliteden çok duygusallığın etkili olduğunu savunmaktadır. Yani, satın alma, karar verme gibi ekonomik karar süreçlerinde rasyonellikten ziyade duygusallığın ağır bastığını ve neoklasik iktisadın temel varsayımı olan ekonomik insan (homo economicus) kavramının gerçek dışı olduğunu belirtmektedir (Altunöz ve Altunöz, 2018: 17). İnsan sosyal bir varlıktır. Bundan dolayı insanı, ekonomik kararlarını değerlendirirken sosyal boyut göz ardı edilmemelidir.

Davranışsal finasta; irrasyonellik ya da sınırlı rasyonellik yaklaşımı benimsenmiştir. İnsan bilişi sınırlıdır. Çünkü insanlar vermiş oldukları kararlarının dolayısıyla yatırım kararlarının sonucunu bilememektedir. Bir belirsizlik ve karmaşa söz konusudur. Belirsizlikle karşılaşan bireyler sezgi ve hislerinin etkisinde kalmaktadır (Yaşar, 2008: 23).

Davranışsal finans genel olarak insanların nasıl davrandıklarını ortaya koymaya çalışmaktadır. İnsanların rasyonelden ziyade “normal” olduğunu kabul etmektedir. Davranışçılar yatırımcıların, yatırım karar verirken risk ve getiri gibi unsurların haricinde başka değişkenleri göz önünde bulundurduğunu, aldıkları kararlarda faydayı maksimize etmekten çok kendini tatmin etmeye yönelik kararlar aldıklarını belirtmiştir. Yani davranışsal finans modelleri, finansal piyasaların hareketlerinin nasıl olması gerektiğinden ziyade, nasıl hareket ettiğini anlamaya çalışmaktadır (Bostancı, 2003: 9). Finansal piyasalara dolayısıyla insana bu bağlamda yaklaşmak meydana gelen krizleri, bu türdeki olumsuzlukları anlamayı kolaylaştıracak, daha doğru sonuçlar elde etmeye yardımcı olacaktır.

2.3.1. Davranışsal finansın ortaya çıkışı ve tarihsel gelişimi

Davranışsal finans, davranışsal ekonominin bir alt dalı olarak ortaya atılmış ve teorileri psikoloji ve sosyoloji ile açıklanmaya çalışmıştır. Davranışsal finans modelleri, çoğunlukla mantığa dayanan modellerin açıklamakta yetersiz kaldığı yatırımcı davranışlarını ya da piyasada meydana gelen anormallikleri açıklamak ve bunlara bir anlam getirmek için geliştirilmiştir. Davranışsal finans, yatırımcıların piyasayı,

kendisini ve başka yatırımcılarını anlamasını, aracı kurumlar ve profesyonellerin ise yatırımcıları daha iyi anlamasına yardımcı olmaktadır (Kendirli ve Kaya, 2015: 226). Bu durum hem yatırımcıların hem de piyasadaki profesyonellerin kendileri için uygun stratejiler geliştirmesine katkı sağlamaktadır.

Davranışçılık, psikolojide yeni bir yaklaşımdır ve ilk olarak 1913'te, John D. Watson tarafından ortaya atılmıştır. Watson, psikoloji alanındaki en ilginç çalışmalarını, doğrudan gözlemlenebilir uyarıcılar ve cevaplar üzerine yapmıştır. Davranışı şekillendiren faktörlerin içsel eğilimlerden ziyade dış çevrenin etkisi olduğunu belirtmiştir. Davranışçılık, daha sonra psikolojiye daha itinalı yaklaşımı amaçlayan B. F. Skinner tarafından geliştirilmiştir (Ateş, 2007: 47). Davranışçılık yaklaşımı 1900'lü yıllarda ortaya çıksa da temelleri oldukça eskiye dayanmaktadır.

Psikoloji alanında yapılan çalışmalar çoğunlukla bireylerin içsel zenginliği ve ruh halinde meydana gelen değişimleri ortaya çıkarırken, finans bilimi psikoloji ile bağlantı kurarak yeni varsayımlar çıkarmayı amaçlamaktadır. Davranışsal finans bu iki bilimin bir araya gelmesiyle oluşmuştur ve çıkış nedeni; yatırımcıların her zaman rasyonel hareket etmemesi ve klasik finans teorilerinin açıklayamadığı davranışlar göstermesidir (Aydın ve Ağan, 2017: 31). Bu iki bilimin bir paydada birleşmesi piyasaları anlamayı ve piyasalara başka bir yönden bakmayı kolaylaştırmaktadır.

Yatırımcıların irrasyonel davranışlarının geçmişi piyasalar kadar eskidir. Fakat bunun kayıtlara geçmiş en eski örneği 17. yüzyılda Hollanda'da meydana gelen "Lale Çılgınlığı"dır. 16. yüzyıla kadar Avrupa'da lalenin ne olduğu bilinmemekteydi ve Hollandalıların lale tanışması hem Kanuni Sultan Süleyman'ın 1562 senesinde Hollanda Kralına armağanı olan bir sandık lale soğanıyla hem de İstanbul'a ziyarete geldiklerinde gördükleri lalelerin etkisinde kalarak ülkelerine dönerken götürmeleri sayesinde olmuştur. Sahip olunması oldukça zor olan bu laleler, büyük ilgi odağı olmuş ve laleye sahip olmak Hollanda elitleri arasında kısa zamanda büyük bir statü sembolüne dönüşmüştür (Sönmez, 2010: 18). Bu nedenle Hollanda'da büyük bir lale hayranlığı patlaması olmuş ve neredeyse herkes lale stoku yapmaya başlamıştır. Bu stoklar sayesinde kısa zamanda ciddi anlamda kâra geçen yatırımcılar, büyük servetler kazanmıştır. Yatırımların kârlı ve servet vaat etmesinden dolayı maddi anlamda durumu olan veya olmayan yatırımcılar, lale soğanı yatırımcısı haline gelmiştir

(Yıldırım, 2017: 30). Lale çılgınlığının etkisiyle tüccarlar ellerinde olmayan ama gelecekte bulmayı umdukları laleleri satıyor, alıcılar ise ellerinde olmayan paralar karşılığında lale satın alıyordu. İnsanlar evlerini, topraklarını ipotek ettirerek lale sözleşmesi yapıyordu (Mazgit, 2007: 10). Hızla yükselişe geçen lale soğanı fiyatı, 3 Şubat 1637 tarihinde genel bir kaygının yaşanması nedeniyle satış baskısına maruz kalmış ve fiyatları ani bir düşüş yaşamıştır. Görüldüğü üzere yatırımcılara ait bu psikolojik ön yargılar fiyatları önemli derecede etkilemektedir (Yıldırım, 2017: 31). Bu durum Davranışçılık kavramının ortaya çıkmasından yıllar önce yaşansa da davranışçılığa verilebilecek en güzel örneklerdendir.

Davranışsal finans kavramının geçmişine bakıldığında, bu alandaki çalışmaların son 30 yılda gerçekleştirildiği görülmektedir. Fakat literatürde Davranışsal Finans alanı altında olmasa da bu alanda ele alınan konuların işlendiği çalışmalar bulunmaktadır. Bunlardan bazıları:

Adam Smith 1759’da yazmış olduğu “Ahlaki Duygular Kuramı” kitabında davranışsal finansın sınırları içerisinde yer alan bazı konulardan kısmen de olsa bahsetmektedir (Böyükaslan, 2012: 28).

Jeremy Bentham da Adam Smith’in görüşlerine destek vermiştir. Çalışmalarında ekonomik davranışlarda psikolojinin etkisini ortaya koymaya çalışmıştır. “Yararlılık İlkesi” ya da “En Büyük Mutluluk İlkesi” şeklinde isimlendirilen ilkeleriyle, insanın hareketlerinde genel mutluluk arayışında olduğunu, mutluluğun, hazzın çokluğu ya da acının yokluğuna göre hesaplanabilir bir duygu olduğunu belirtmiştir (Sönmez, 2010: 19).

Mackay’in 1841’de yazdığı “Sıradışı Popüler Oyunlar ve Kalabalık Çılgınlığı (Extraordinary Populer Delusions and The Madness of Crowds)” isimli kitabında kitlelerin psikolojisi ve finansal piyasalar hakkında bilgi vermiş, insan davranışlarının uç boyutlarını ele almıştır. Günümüz piyasalarına grup davranışlarının nasıl uygulanacağını göstermiştir (Akin, 2009: 79).

Selden’in 1912 yılında yayınladığı “Psychology of Stock Market” kitabı psikolojinin doğrudan sermaye piyasasına uygulandığı ilk çalışmadır. Kitapta, finansal piyasalardaki yatırımcılar üzerindeki duygusal ve psikolojik zorlamalar tartışılmaktadır. Selden, klasik finans, davranışsal finans, davranışsal ekonomi,

psikoloji ve sosyolojinin en uygun dengelemesini göstermek için yatırım psikolojisi ve finans psikolojisi deyimlerini literatüre sokmuştur (Akin, 2009: 80).

1960'lı yıllar Bilişsel Psikolojinin tanımladığı zamanlardır. Ulric Neisser'in ilk kez 1967'de yayınlamış olduğu kitabında Bilişsel Psikoloji, bilgisayarlardaki işletim sistemlerine benzetilmiş ve insan davranışlarını güdüleyen süreçler olarak tanımlanmıştır. Bilişsel Psikolojinin ortaya konması, Davranışsal Psikolojinin gelişiminde bir dönüm noktasıdır (Sönmez, 2010: 20).

Bilişsel psikoloji ve bunun finansal etkilerine ilişkin araştırmalar, Kahneman'ın birçok araştırmacıyla birlikte yürüttüğü faaliyetlerle olmuştur. Kahneman'ın Tversky ile 1974 yılında gerçekleştirmiş olduğu “Belirsizlik Altında Karar Verme: Sezgisel yollar ve Önyargılar (Judgement Under Uncertainty: Heuristics and Biases)” adlı çalışmalarında insanların belirsizlik hallerinde olasılıkları ve belirsizlik miktarını nasıl algıladıklarını belirlemeye ilişkin varsayımlar geliştirmişlerdir (Böyükaslan, 2012: 29).

Davranışsal finansın önemli bir konusu olan *yatırımcı hissi teorisiyle* ile alakalı olarak Ronald J. Lease, Wilbur G. Lewellen ve Gary G. Schlarbaum, 1974 ve 1977 yıllarında “The Individual Investor: Attributes and Attitudes” ve “Patterns of Investment Strategy and Behavior Among Individual Investor” adlı iki makalede, bilhassa bireysel hisse senedi yatırımcılarının, temsilci kısmına yapılan anket formundan yararlanılarak güncel işlemler bilgisine değinilmiş ve portföy karar verme süreci ampirik olarak açıklanmıştır. Burada amaçlananlar, yatırım davranışlarının sistematik örneklerini tanımlamak ve bu örneklerdeki rasyonalliteyi değerlendirmektir (Akin, 2009: 80).

Thomas Bailard, David Biehl ve Ronald Keiser 1973'te yatırımcıların kişilikleri ile alakalı psikolojik bir model oluşturmuştur. Bu modelde yatırımcılar, kişiliklerine göre şöhretli, serüvenci, bireyci, muhafazakâr ve orta yönlü olmak üzere beş grupta incelenmişlerdir. Yatırımcıların kişiliklerine göre riske karşı tutumlarının değiştiğini ortaya koymuşlardır (Şenkardeşler, 2016: 367).

1979 yılına gelindiğinde Kahneman ve Tversky'nin dönemin en saygın ekonomi dergilerinden *Econometrica*'da “Beklenti Teorisi: Risk Altında Karar Verme Analizi” isimli makaleleri yayınlanmıştır. Böylece davranışsal finansı açıklayabilmek için önemli bir adım atılmış ve Kahneman ve Tversky'nin teorileri literatüre girmeyi

başarmıştır. Rasyonel kabul edilen ekonomi çevresine; psikolojinin, belirsizliğin, sezgilerin, rastlantıların ve zihinselliğin girmesine yardımcı olan Kahneman 2002 yılında Nobel Ekonomi Ödülüne layık görülmüştür (Aydın ve Ağan, 2017: 32). Kahneman ve Tversky bu çalışmasında, belirsizlik altında karar verme durumlarında beklenen fayda teorisinin ortaya koyduğu rasyonel kuralların dışına çıkıldığını ve beklenen fayda teorisinin yeterli olmadığını belirtmiştir (Sönmez, 2010: 21). Böylece Beklenen Fayda Teorisi yerini piyasalarda meydana gelen anomalileri anlamakta daha etkili olan Beklenti Teorisine bırakmıştır.

1987 yılında Marilyn MacGruder Barnewall tarafından yapılmış olan çalışmada yatırımcılar, riske gösterdikleri yaklaşımları göre aktif ve pasif olarak ayrılmıştır. Barnewall, yatırımcıların her zaman riskten kaçan yaklaşım sergilediklerini savunan klasik teorileri eleştirmiştir (Şenkardeşler, 2016: 367).

1994 yılında Shefrin ve Statman'ın "Davranışsal Portföy Teorisi (Behavioral Portfolio Theory)" adlı çalışmaları; menkul kıymet borsalarında işlem gören ve yatırımcılar tarafından "iyi işletme" olarak tanımlanmış firmaların hisse senetlerinin de "iyi" olduğuna ilişkin oluşan inanç faktörüne ilişkin bilişsel önyargıları ortaya koymuştur (Böyükaslan, 2012: 30).

1997'de meydana gelen Asya krizi, 2000 yılında ABD'de yaşanan teknolojik gelişmeler, 2008 yılında meydana gelen finansal krizin etkileri, internet üzerinden alım-satım yapan kullanıcıların sayısının fazlalaşması davranışsallığın güncelliğini daha da arttırmıştır (Aydın ve Ağan, 2017: 30).

Bu çalışmaların hepsi davranışsal finansa bir temel olmuştur. Günümüzde bu alanda çalışmak isteyenlere de kaynak niteliğindedir.

2.3.2. Davranışsal finansın amaçları

Günlük hayattaki tüm kararlarda ve davranışlarda bireyin ruh hali, yani psikolojisi oldukça etkilidir. Birey, karmaşık durumlarla karşılaştığında duyguları karar alma sürecini etkileyebilmekte ve bu da onu rasyonel davranmaktan alıkoymaktadır. Davranışsal finans, bireyi rasyonellikten alıkoyan eğilimleri açıklamaya çalışmaktadır. Genel olarak amaçları şu şekildedir (Aydın ve Ağan, 2017: 32-33):

- Gerçek yatırımcı davranışlarının ortaya çıkmasına yardımcı olmak,

- Klasik teoride yatırımcı kararları ile yatırımcı davranışlarını temel olarak alan modeller arasındaki ilişkiyi analiz etmek ve aralarında tutarsızlık gösteren yapıları saptamak,
- Karar verme evresinde yatırımcıların bilişsel ve duygusal eğilimlerini göz önünde bulunduran ve rasyonellikten uzaklaştıran yatırımcı modellerini geliştirmek,
- Finansal piyasalarda işlem yapan yatırımcıların davranışlarının nasıl olması gerektiğinden ziyade normal şartlarda nasıl davrandığını ortaya çıkarmak,
- Piyasalarda gözlemlenen anomalilerin nedenlerini açıklamaya çalışmak,
- İdeal yatırımcı modelini oluştururken, bireylerin doğasında var olan; önyargılar, hırs, sevgi, bencillik, kıskançlık, korku gibi bilinçaltındaki duygularla bütünleşerek modeli zenginleştirmek ve çeşitlendirmek olarak sıralanmaktadır.

2.3.3. Beklenti teorisi

Finans alanında belirsizlik ve risk altında karar vermeye ilişkin geliştirilen iki temel teori mevcuttur: Bunlar Beklenen Fayda Teorisi ve Beklenti Teorisi (Aydın ve Ağan, 2017: 49). Beklenti Teorisi 1979 yılında Kahneman ve Tversky tarafından yayınlanmıştır. BFT'nin rasyonel insan varsayımından dolayı bir eleştiri niteliğindedir.

BFT ile karşılaştırıldığında, BFT bazı aksiyomlara dayanırken, Beklenti Teorisi tasvirî bir modeldir. Beklenti Teorisi deneysel gözlemler üzerine geliştirilmiş bir model iken, BFT mantık üzerinde kurulan aksiyomlar seti üzerinde durmaktadır. BFT, rasyonel davranışı ortaya koymaya, Beklenti Teorisi ise fiili davranışı açıklamaya çalışmaktadır. BFT temelinde oluşturulan modellerdeki problemler kolay ve anlaşılabilir modellerdir; fakat gerçek hayatta insanların karşısına çıkan sorunlar BFT'deki modellere nazaran daha karmaşıktır. Beklenti Teorisi bu açığı kapatmaya çalışmaktadır (Çelik, 2013: 20-21). Beklenti Teorisi, BFT'nin matematiksel olarak formüle edilmiş, deneysel sonuçları da içeren bir alternatiftir. BFT normatif bir teori iken, Beklenti Teorisi pozitif/tanımlayıcı bir teoridir (Bayar, 2012: 126).

Beklenti Teorisi temel olarak, belirli bir kayıp sonucunda ortaya çıkan acının şiddetinin, aynı miktarda kazancın getireceği mutluluğun şiddetinden daha çok olduğu

varsayımından hareket etmektedir. Bu yönüyle Beklenti Teorisi finansal pazarlarda gözlemlenmekte olan, kazandıran hisse senetlerini erken elden çıkarma, hisse senedi fiyatlarının düşmesiyle alım yaparak maliyeti düşürme ve diğer anormal davranışların çoğunu açıklayabilmektedir (Böyükaslan, 2012: 52).

Beklenti teorisi, BFT'nin rasyonel insan varsayımına karşı insanın psikolojik bir varlık olduğunu belirtmekte, insanların riskten kaçınma eğilimlerini analiz etmektedir. Bu analizlerde insanların davranış biçimleri iki şekilde incelenmektedir. Bunlar, bilişsel çelişkilerin rasyonel düşünce ve davranışlara engel olması ile duygu ve düşüncelerin karar alma sürecinde bireylerin davranışlarını olumsuz şekilde etkilemesidir (Altunöz ve Altunöz, 2018: 67). Gerçekten de insanlar sonucu belli olmayan bir karar alacağında, belirsizlikle karşılaştığında sezgi ve duyguların etkisinde kalmaktadır. Bu da onları rasyonellikten uzaklaştırmaktadır. Bu durum BFT'nin insanın her koşulda rasyonel olup mantıklı kararlar aldığı düşüncesini yanlış çıkarmaktadır.

BFT üç temel ilkeye dayanmaktadır. 1. Beklenti, 2. Varlık Entegrasyonu, 3. Riskten Kaçınmadır (Kahneman ve Tversky, 1979: 263-264).

1. Beklenti

Fayda fonksiyonuna göre beklenti:

$U(x_1, p_1; \dots; x_n, p_n) = p_1 u(x_1) + \dots + p_n u(x_n)$ şeklinde doğrusal bir dönüşümün yapılmasına imkân vermektedir. Halbuki, bu toplamın tanımı, deterministik modellerde bile hem kişiler için hem de kişiler arası anlamlı değildir (Küçüksille, 2004: 37).

2. Varlık Entegrasyonu (Bütünleştirilmesi)

Egemen iktisat öğretisinin temel kabullerinden biri de fayda ve marjinal fayda kavramlarıdır. Fayda, mal ve hizmetlerin insan gereksinimlerini karşılama özelliği ya da insanların o mal ya da hizmetten duydukları hazdır. Tüketilen mal miktarının bir birim değiştirilmesiyle toplam faydada oluşan değişim ise marjinal fayda kavramı ile açıklanmaktadır. Halbuki günümüzdeki çalışmaların birçoğu, beklenen ödül ya da cezaların söz konusu varlıkla birlikte yaratacağı faydaya göre şekillenmektedir. Bu sebeple önerilen bir getiri bireylerin varlığı ile ele alındığında oluşacak faydası, o

varlığın oluşturduğu faydadan fazlaysa bu getiriye oluşturacak durum kişi tarafından tercih edilmektedir (Altunöz ve Altunöz, 2018: 68).

3. Riskten Kaçınma

Fayda fonksiyonu içbükeydir. Bu durum, fonksiyonun ikinci türevinin negatif olmasını gerektirmektedir. ($u'' < 0$). Beklenen fayda teorisinde riskten kaçınma fayda fonksiyonunun içbükey olması anlamında ele alınmaktadır. Bu anlamda her zaman kesinlik içeren durumlar belirsizliğe tercih edilmektedir (Küçüksille, 2004: 37).

2.3.3.1. Beklenti teorisine ilişkin bulgular

Beklenti teorisinin bazı bulguları aşağıdaki şekilde olmuştur (Hamurcu, 2015: 38):

- Bireylerin yatırımlara ilişkin algıları kendilerindeki referans noktasına göre gerçekleşmektedir. Yani, referans noktasının üstü kazanç olarak, altı ise kayıp olarak algılanmaktadır.
- Bireyler, kazanç bölgesinde riskten kaçan şekilde bir davranış içindeyken, sahip oldukları yatırımlardaki ciddi miktardaki değişimlerin algısı kayıp şeklinde olduğunda riskli bölgeye kaymaktadır.
- Bireyler kazançlardan çok kayıplara karşı daha duyarlı davranmaktadır.
- Bireyler kararlarını, yalnızca algılanan olasılığa göre değil, bununla beraber beklentilerin arzu edilme düzeyine göre de vermektedir.

2.3.3.1.1. Referans noktası

Referans noktası temel pozisyon ya da değişikliklerin değerlendirildiği temel alternatif konumdur. Özellikle bireylerin riskli yatırımlara girmeden önceki mevcut pozisyonudur (Akin, 2009: 85).

Bilişsel bir kural olarak kabul edilen referans noktası ve çıpalama süreci beklenti teorisinin temel unsuru olarak ifade edilmektedir. İnsanlar belirsizliğin var olduğu hallerde bir referans noktası ararlar ve referans noktası bir konumu ve değişimi değerlendirmek için göz önünde bulundurulması gereken en temel yerdir. Hisse senedi fiyatlarında, kağıtların fiyatları “referans noktası” ve söz konusu fiyatların sabitlenmesi ise “çıpalama” olarak belirtilmektedir (Yıldırım, 2017: 63).

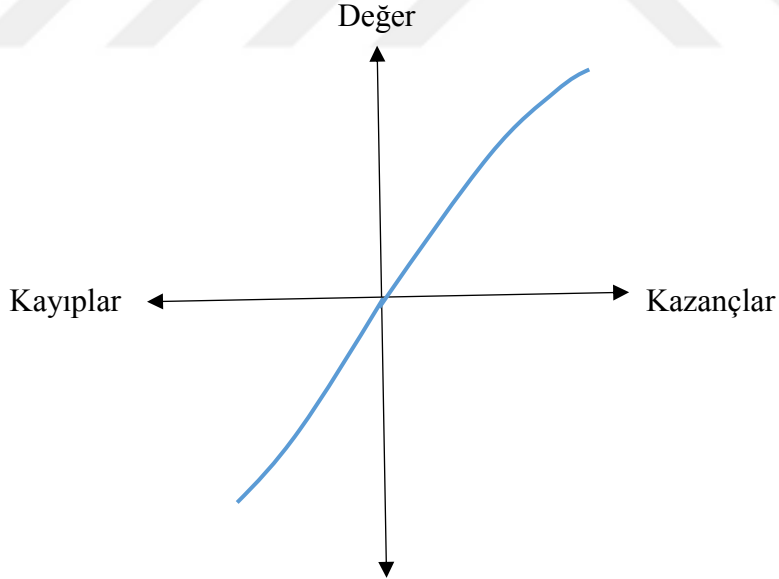
BFT’ye göre, karar verirken rasyonel davranan bireyler her zaman servetlerini en üst düzeye çıkaracak olan seçeneği tercih etmektedir; fakat davranışsal finansta karar

vericiler sonuçları servet durumuna göre değil, kazanç, kayıp veya statükonun (status quo/var olanın) korunması şeklinde değerlendirmektedir. Karar analizlerinde de karar sonuçları toplam servetle ifade edilmektedir (Bülbül, 2008: 18).

2.3.3.1.2. Risk eğilimi

BFT, genel olarak yatırımcının riskten kaçtığını varsaymaktadır. Beklenti teorisinde ise risk alma eğilimi, ortaya çıkan sonuca göre değişim göstermektedir. Eğer referans noktası sonuçları kazanç bölgesi içindeyse, insanlar riskten kaçınan, kayıp bölgesi içindeyse risk alan yatırımcı şeklinde değerlendirilmektedir. Bununla alakalı yapılan birçok çalışmada bireyin fayda fonksiyonu kazanç alanında içbükey, kayıp alanında ise dışbükey olmaktadır ve Kahneman ve Tversky bu duruma yansıtma etkisi ismini vermiştir. Yansıtma etkisi; bireyin, referans noktasından her iki yönde uzaklaştıkça servetindeki değişime duyarlılığının azalacağını anlatmaktadır. Bu kavram farklı durum ve bireylerde kullanıldığında da aynı sonucu vermiştir. Çok küçük ihtimaller ve yıkıcı kayıplar için bu etki ihlal edilebilmektedir (Yaşar, 2008: 56).

Şekil 2.3. Değer Fonksiyonu



Kaynak: (Kahneman ve Tversky, 1979: 279).

2.3.3.1.3. Kesinlik ve sözde kesinlik etkisi

İnsanların riskli olasılıklar arasında tercih yaparken, BFT'nin varsayımlarının dışına çıktıkları birçok çalışma ile belgelenmiştir (Aydoğan, 2013: 30). Beklenti teorisine

göre, bireyler gerçekleşmesi kesin olan sonuçlara, gerçekleşmesi yalnızca olası olan sonuçlara kıyasla daha çok ağırlık vermektedir. Kahneman ve Tversky bu duruma kesinlik etkisi (certainty effect) demiştir. Yazarlara göre, kesinlik etkisi; insanları kazanç içeren seçimlerde riskten kaçınmaya, kaybın kesin olduğu hallerdeyse riske açık olmaya sevk etmektedir. Bireylerin, gerçekleşmesi kesin olmayan bir sonucu, kesinmiş gibi değerlendirdiği haller ise sözde kesinlik (pseudocertainty effect) olarak ifade edilmektedir. Kısaca insanlar her zaman belirsizliklere kıyasla sonuçları kesin olan kararları tercih etme eğilimindedir (Barak, 2006: 81).

2.3.3.1.4. Statüko yanlılığı ve mülkiyet etkisi

Statüko yanlılığı (status quo), içinde bulunulan durumdan veya sahip olunan imkanlardan vazgeçememektir. İnsanlar statükolarını korumaya eğilim gösterebilmektedir (Bülbül, 2008: 21). Çünkü insanlar, verdikleri karar sonucunda itibar kaybı yaşamak istemezler ve bundan dolayı pişmanlık yaşamaktan kaçınırlar.

İnsanların statükolarından ayrılmalarının olumsuz tarafı, olumlu tarafına göre daha ağır basmaktadır. Satıcı ile alıcı fiyatı arasındaki farkın sebebi de bundandır. Tercihlerin yön değiştirmesi şeklinde açıklanan bu durumda, satıcı satış işlemini bir kayıp ya da sahip olduğu mevcut statüsünün ihlali olarak gördüğünden, statüsü ile alakalı bu sıkıntısını telafi edebilmek amacıyla aynı ürünü satarken, satın aldığı fiyattan daha fazlasını talep etmektedir (Barak, 2006: 83).

Statüko yanlılığının altında mülkiyet etkisi yatmaktadır. Mülkiyet etkisi, sahibi olunan bir nesneden vazgeçmek için ona sahip olurken ödenen değer üzerinde bir değer istenmesi şeklinde açıklanmaktadır. Mülkiyet etkisi, sahip olunan varlıkların gereğinden fazla değerlendirilmesinin yanında psikolojik faktörlerle de ilişkilendirilmektedir (Bülbül, 2008: 21).

Herhangi bir nesneye yakın durmak kısa zamanda ona sahiplik (mülkiyet) hissi yaratmaktadır. Örneğin, mağaza çalışanlarının müşterinin beğendiği ürünü denemesi için ısrarları veya son zamanlarda otomobil satıcılarının beğenilen araba modellerinde test sürüşü yaptırmaları oldukça anlamlıdır. Böyle anlarda başlayan sahiplik duygusu, gelişir ve o üründen ayrılmak kişilerde kaybetme duygusunu anımsatır (Aydın ve Ağan, 2017: 85).

Mülkiyet ve statüko etkisi, kaybetmeye karşı verilen tepkinin kazanmaya karşı verilen tepkiden daha fazla olduğunu belirten kayıptan kaçınma eğiliminin bir parçası olarak kabul edilebilmektedir (Sefil ve Çilingiroğlu, 2011: 262).

2.3.3.1.5. Çerçeveleme etkisi

BFT’de, aynı şartlar altında karar probleminin sunulma tarzı nasıl olursa olsun karar tercihinin aynı kalacağı savunulmaktadır. Beklenti teorisinde ise aynı şartlar altında problemin sunulduğu (problemin sunum çerçevesi) ve ifade tarzı bireylerin cevaplarının değiştiğini göstermektedir. Beklenti teorisi, problemin kazanç ya da kayıp olarak sunulmasına bağlı olarak aynı durumlar için bireylerin farklı tepki vereceğini öne sürmektedir (Tomak, 2009: 156-157). Buna göre birey, kendisine sunulan seçeneklerden pozitif yanları olduğunu düşündüğü seçeneğe yönelme eğilimindedir. Bu durum tamamen kişinin algılarıyla ilgilidir.

Örnek olarak: Kahneman ve Tversky, (1984) yapmış oldukları deneyde çerçeveleme etkisiyle alakalı tespitlerde bulunmuştur. Bu çalışmada, ABD’de 600 kişinin ölümüne sebep olacak bir hastalık iki farklı deney grubuna sonuçları aynı olan senaryolarla farklı şekillerde sunulmuştur (Sefil ve Çilingiroğlu, 2011: 256):

Birinci gruba,

- A programı uygulanırsa 200 insanın hayatta kalacağı,
- B programı uygulanırsa 600 insanın hayatta kalma ihtimalinin $\frac{1}{3}$, herkesin ölme ihtimalinin $\frac{2}{3}$ olacağı söylenmiştir.

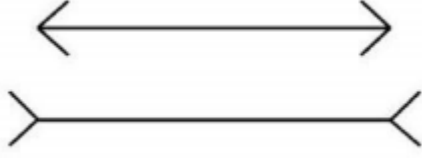
Diğer gruba,

- C programı uygulanırsa 400 kişinin yaşamını yitireceği,
- D programı uygulanırsa hiç kimsenin ölmeme ihtimalinin $\frac{1}{3}$ olacağı, herkesin ölme ihtimalinin ise $\frac{2}{3}$ olacağı söylenmiştir.

Diğer bir ifadeyle aynı problem ilk katılımcı grubuna hayatta kalma çerçevesiyle, ikinci gruba ise ölme çerçevesiyle sunulmuştur. Bu durumda birinci grupta A seçeneğini tercih edenlerin oranı %72 olurken, ikinci grupta C seçeneğini tercih edenlerin oranının %22’de olduğu görülmüştür. İki programın sonuçları aynı olmasına karşın olumlu çerçeveye sahip alternatif daha çok seçilmiştir.

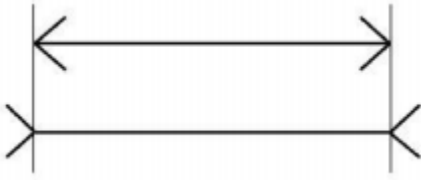
Çerçeve etkisine altta şekilde görüldüğü gibi optik yanılsamalar da yol açabilmektedir (Böyükaslan, 2012: 102-103):

Şekil 2.4. Çerçeveleme Etkisine İlişkin Optik Yanılsamalar -1



Bireylere bu iki şekil sunulmuş ve hangi çizginin uzun olduğu sorulmuştur. Çoğunluk optik yanılsamaların etkisinde kalmış ve alttaki şekilde daha uzun olduğunu söylemiştir. Şekil ayrıntılı incelendiğinde ikisinin de uzunluğu aynıdır.

Şekil 2.5. Çerçeveleme Yanılgısına İlişkin Optik Yanılsamalar -2



Hangi çizginin uzun olduğunun gösterimi bu şekildedir.

2.3.3.2. Beklenti teorisinin işleyişi

Beklenti teorisi üç ana esas üzerinde şekillenmiştir. Bunlar düzeltme süreci, değer fonksiyonu ve ağırlıklı olasılık fonksiyonudur. Düzeltme, beklenti teorisinin işleyişi ile alakalıdır. Beklentiler karar verme sürecinin esasıdır, düzeltme sürecinden sonra bu beklentilerin değerlendirilmesi yapılmaktadır. Bu durumda beklenti teorisinin işleyişi, iki ana süreçten meydana geldiği söylenebilmektedir. Bunlar, düzenleme ve değerlendirme sürecidir (Aydoğan, 2013: 32).

2.3.3.2.1. Düzeltme süreci

Düzenleme sürecinde, beklentilerin ilk analizi yapılmaktadır. Değerlendirme süreci için beklentilerin basit gösterimidir. Düzeltme sürecinin işlevi, değerlendirme ve seçim yapmayı kolaylaştırmak için seçenekleri düzenlemek ve onları yeniden formüle etmektedir. Düzenleme sürecinin başlıca işlemleri aşağıda açıklanmıştır (Kahneman ve Tversky, 1979: 274):

Kodlama: Beklenti teorisine göre bireylerin sonuçları algılaması son servet düzeyinden ziyade, kazanç veya kayıplar şeklindedir. Kazanç veya kayıplar, yansız bir referans noktasıyla alakalıdır (Akin, 2009: 86). Kodlama, öncelikle referans noktasının belirlendiği aşamadır. Referans noktası belirlendikten sonra, incelemeler sonucunda, mevcut durum referans noktasının altındaysa kayıp, üstündeyse kazanç olarak kodlanmaktadır (Sansar, 2016: 139).

Birleştirme: Kişiler bazen özdeş sonuçlara sahip olasılıkları birleştirerek basitleştirebilmektedir. Örneğin, (200, .25; 200, .25) şeklinde beklenti (200, .50) olarak indirgenip basitleştirilebilmekte ve bu formda değerlendirilmektedir (Kahneman ve Tversky, 1979: 274).

Ayırma: Bir alternatifin risksiz kısmının, riskli kısmından ayrıldığı evredir. Örneğin, (300, .80; 200, .20) kazanç getirmesi şeklindeki bir beklentide, 200 TL’lik bir kazanç sağlanması garantidir. Riskli getiri (100, .80) kazanma şeklinde ayrılabilir. Şimdiye kadar bahsedilen kodlama, birleştirme ve ayırma safhalarının uygulanışı her bir beklenti için tek tek yapılmaktadır. Dördüncü safhası olan iptal etme safhasının uygulanışı ise iki veya daha fazla beklenti setinedir (Akin, 2009: 87).

İptal: Bu aşamada seçenekler arasında ortak olan getiri ve olasılıklar her seçenekten çıkarılarak daha basit bir şekle dönüştürülür. Örneğin, (200, .20; 100, .50; -50, .30) ve (200, .20; 150, .50; -100, .30) şeklindeki iki beklenti iptal etmeyle birlikte, (100, .50; -50, .30) ve (150, .50; -100, .30) şekline dönüştürülür. Diğer taraftan birden çok safhadan oluşan oyunlarda, safhalar iptal etme nedeniyle değerlendirmeye alınamayabilir (Ertan, 2007: 54).

2.3.3.2.3. Değer fonksiyonu

Değerlendirme aşamasında, düzeltme sürecinde analizi yapılan beklentiler değerlendirilmekte, sonucunda en yüksek değeri olan olasılık seçilmektedir (Sansar, 2016: 139).

Beklenti teorisinin finans alanına getirdiği en büyük yenilik “fayda” yerine “değer” kavramını yerleştirmesidir. BFT’de bahsedilen fayda, rasyonel bir hesaplama yapılarak elde edilmektedir. Beklenti teorisinin önemsediniği değer ise rasyonel değil, psikolojik bir kavramdır (Akin, 2009: 88). Beklenti teorisinde fayda yerine geçen değer, servetin nihai durumu yerine kazanç ya da kayıp olarak tanımlanmaktadır ve

kişilerin öznel bir değer fonksiyonu vardır (Aydoğan, 2013: 34). Beklenti teorisinde değer fonksiyonu, mal varlığı referans noktası ile referans noktasından olumlu ya da olumsuz sapmaların boyutu olmak üzere iki temel unsurdan meydana gelmektedir. Kazançların ve kayıpların değer fonksiyonu birbirinden farklıdır (Bülbül, 2008: 24).

Şekil 2.6. Beklenen Fayda Teorisi Fayda Fonksiyonu ve Beklenti Teorisi Değer Fonksiyonu



Kaynak: (Aydoğan, 2013: 35).

Fayda fonksiyonunda görüldüğü gibi, getiri ve fayda arasında ilişki doğru orantılıdır. Bireyin kazancı yükseldikçe, bu kazançtan sağladığı fayda da yükselmektedir. Ayrıca fayda fonksiyonu her noktada konkav bir özellik göstermektedir (Aydoğan, 2013: 35).

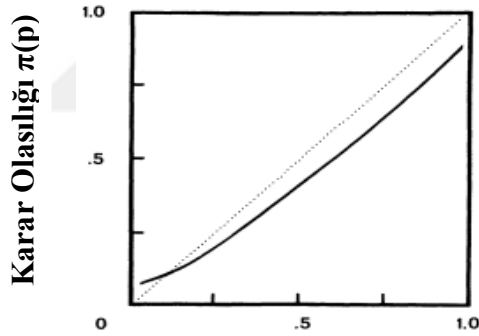
Beklenti teorisinin değer fonksiyonuna bakıldığında, kayıp ve kazanç bölgelerinde farklılık gösteren, kazanç alanında iç bükeyken kayıp alanında dış bükey olan bir görünüşü vardır (Hamurcu, 2015: 40). Değer fonksiyonunun orijinde yön değiştirmesi, bireylerin kayıplarını ve kazançlarını farklı değerlendirdiklerini göstermektedir. “S” şeklindeki değer fonksiyonu; küçük kayıpların insanlarda yarattığı üzüntünün, aynı miktarda kazançlarda yarattığı mutluluktan daha çok olduğunu ve kazanç yükseldikçe elde edilen marjinal hazzın gitgide düşeceğini belirtmektedir. Bu durumda bireyler, orijine yakın alanlarda kayıptan kaçınan bir davranış içindeyken, kayıp miktarı yükseldikçe risk sever bir davranış içindedir (Bostancı, 2003: 28). Bu sebeple kayıp alanının eğimi kazanç alanına göre daha diktir (Barak, 2006: 90).

Buradan hareketle bir örnek vermek gerekirse; iki defa 100 TL kaybetmenin verdiği acı, tek seferde 200 TL kaybetmenin acısından daha fazladır. Bir başka örnek de 100 TL kaybetmenin acısı, 100 TL kazanmanın mutluluğundan daha fazladır.

2.3.3.2.3. Ağırlıklı olasılık fonksiyonu / karar ağırlığı fonksiyonu

“Ağırlıklı olasılık fonksiyonu veya karar ağırlığı fonksiyonu bir olayın olasılığının seçeneğin çekiciliği üzerindeki etkisini ölçmektedir.” (Bülbül, 2008: 25). Beklenti teorisince, yatırımcı tercihleri, ağırlıkların her daim olasılıklara karşılık gelmediği teorisinden yola çıkarak gerçekleşme ihtimalinin oldukça düşük olduğu olasılıkları fazla, gerçekleşme ihtimalinin orta ve yüksek seviyede olduğu olasılıkları da az ağırlıklandıran ağırlıklı olasılık fonksiyonu şeklinde değerlendirilir. Ağırlıkları belirleyen olasılık fonksiyonu, gerçekleşme ihtimali düşük olan durumlara sıfır; oldukça yüksek olan durumlara ise bir değerini vermektedir. Çok düşük ve çok yüksek olasılıklar arasında birden az eğim vardır. Bu da yatırımcıların gerçekleşme olasılığı düşük olan durumlara yüksek ağırlıklar verirken bunun haricindeki durumlara düşük ağırlık vermekte ve bu ağırlıklandırma sonucu yanlış yapılan tercihler olarak karşımıza çıkmaktadır (Hamurcu, 2015: 40-41).

Şekil 2.7. Ağırlıklı Olasılık Fonksiyonu



Belirtilen Olasılık (p)

Kaynak: (Kahneman ve Tversky, 1979: 283).

2.3.4. Anomaliler

Çeyrek asrın aşan zaman boyunca, “etkin piyasalar hipotezi”nin teorik ve ampirik olarak test edilmesi için hisse senedi getirilerinin davranışsal özellikleri üzerinde sıkı araştırmalar yapılmıştır. Araştırmaların sonucunda, hisse senedi getirilerinde belirli dönemlerde ya da senetlerde anormallikler (ortalamadan sapmalar) gözlemlendiğini

belirtmiştir. Bu anormalliklere literatürde anomali adı verilmektedir (Barak, 2008: 208).

Anomali, genel kabul görmüş temel ve ilkelerle uyumsuz, olağandan farklı bir davranış gösterme halidir, yani çelişki anlamındadır. Hayatın her alanında anomali olarak değerlendirilen gözlemlerle karşılaşılabilir. Pek çok yanılsama, piyasalarda anomaliler meydana getirmekte böylece piyasalar etkinlikten uzaklaşmaktadır (Çelik, 2013: 9-10). Anomaliler, etkin olmayan piyasaların belirtisidir. Bunlardan bazıları sadece bir defa ortaya çıkıp ve sonra yok olurken, bazıları da sık sık ortaya çıkıp ve devamlılık gösterebilmektedir (Bilir, 2018: 149). Finans literatüründe hisse senedi getirileriyle alakalı deneysel çalışmalar, iki anomali üzerinde odaklanmıştır. Bunlar, hisse senetlerindeki, bazı haberlere karşı (kazanç duyuruları gibi), eksik- yetersiz reaksiyon (underreaction) hali ve birbirini izleyen olumlu ya da olumsuz haberlerin sonucunda meydana gelen aşırı reaksiyon (overreaction) hali anomalisidir (Akin, 2009: 91; Tufan ve Sarıçiçek, 2013:173).

Anomaliler genel olarak şu şekilde bölümlendirilebilir (Akin, 2009: 91; Tufan ve Sarıçiçek, 2013: 173-174):

- Kamusal bir olay sonucu meydana gelen sinyaller sonucu elde edilen ortalama getirilere bakarak izleyen dönemde meydana gelebilecek anormal getiriler,
- Bireysel hisseler ve piyasanın tümü için hisse senetlerinin olumlu kısa dönem hareketi,
- Kısa dönem getirilerine karşıt bir şekilde meydana gelen ve uzun dönemli trend dönüşlerine sebep olan aşırı tepki hareketleri,
- Firmaların temel değerlerindeki değişikliklerle orantısız olarak hisse senedi fiyatlarında meydana gelen fazla hareketlilik,
- Kısa dönemde fiyatlarda, beklenmeyen bir şekilde meydana gelen kazançlara ilişkin duyurularla aynı yönde meydana gelen bir hareketlilik ve uzun dönemde fiyatlarda meydana gelen karşıt yönde bir hareketlilik.

2.3.4.1. Anomali çeşitleri

Mevsimsel/ Takvimsel/ Dönemsel Anomaliler (Barak, 2006: 125):

- Günlere İlişkin Anomaliler;
 - Haftanın günü/ günleri veya hafta sonu anomalisi,
 - Gün içi anomalisi.
- Aylara İlişkin Anomaliler;
 - Ocak ayı anomalisi,
 - Ay içi anomalisi,
 - Ay dönümü anomalisi,
 - Yıl dönümü anomalisi,
- Tatillere İlişkin Anomaliler olmak üzere üç ana başlık altında incelenebilir.

Mevsimsel anomaliler, hisse senedi getirilerinin gün, hafta, ay, tatil dönemi gibi farklı dönemlerde, diğer dönemlerden farklı bir davranışta olduklarını ifade etmektedir (Akin, 2009: 92).

Kesitsel Anomaliler (Akin, 2009: 92):

- Yönetici Ortakların Etkisi,
- Kazanç Duyuruları Etkisi,
- Firma Büyüklüğü Etkisi,
- Fiyat/ Kazanç Etkisi,
- Pazar Değeri/ Defter Değeri Oranı Etkisi,
- İhmal Edilmiş Hisse Senedi Etkisi.

Kesitsel anomaliler, sektör ortalamasının üzerinde ya da altında piyasa değerine ya da finansal oranlara sahip firmaların belli bir dönemde piyasa ortalamasından sapmalar göstereceğini belirtmektedir (Akin, 2009: 92; Tufan ve Sarıçiçek, 2013: 174).

Teknik Anomaliler, temel ve teknik analiz yöntemleri kullanılarak farklı etkinlik seviyesine sahip piyasalarda, ortalama piyasa getirisinin üzerinde getiriler sağlanabileceğini ifade etmektedir (Akin, 2009: 92; Tufan ve Sarıçiçek, 2013: 174).

Ekonomik Faktörlere Dayalı Anomaliler, para arzı, enflasyon, hazine bonosu faiz oranları, döviz kuru, sanayi üretim endeksi gibi makroekonomik etkenlerdeki değişimler dikkate alınarak yatırım yapıldığında meydana gelen yüksek volatiliteye

dayanarak piyasa ortalamasının üstünde getiriler edinilebileceğini belirtmektedir (Akin, 2009: 93; Tufan ve Sarıççek, 2013: 174).

Politik faktörlere dayalı anomaliler, seçim zamanlarında ve çeşitli siyasi görüşleri olan partilerin yönetime geçtikleri zamanlarda elde edilen aşırı getiri farklılıklarını incelemektedir (Akin, 2009: 93; Tufan ve Sarıççek, 2013: 174).

2.3.5. Bireylerin rasyonel yatırım kararları almasını engelleyen eğilimler

Klasik finans teorileri, yatırımcıların nasıl davrandıklarını önemsememektedir ve öğrenme ve arbitraj ile davranış etkilerini ortadan kaldıracağını savunmaktadır (Karaa, 2017: 151). Dolayısıyla klasik finans teorileri, yatırımcıların her zaman rasyonel olduğunu, kendi çıkarları için en doğru kararları vereceğini, geçmişte yaptığı hataları tekrarlamayacağını, faydasını maksimize etmek için her zaman mantıklı kararlar alacağını varsaymaktadır.

Günümüzde davranışsal kavramının ortaya çıkmasıyla birlikte finans sektöründe insanın rasyonel bir varlık olduğu ve bu şekilde hareket ettiği görüşü geçerli değildir. Bu düşünce yerini, insanın sosyal bir varlık olduğu ve mantığın yanında duygularıyla da hareket ettiği görüşüne bırakmıştır (Kendirli ve Kaya, 2015: 226). Sosyal bir varlık olan insan, çevresinde gördükleri, iletişimleri sayesinde farklı bakış açıları edinmektedir. Bu durumda rasyonel bir varlık olması imkansızdır.

İnsanın rasyonel hareket etmediğini göstermek amacıyla bahşış konusu örnek verilebilir. Bu durum davranışsal finansın ilginç ve incelenen konularındandır. Neticede insanlar “bir şey” satın almak için bahşış vermemektedir. Genellikle bir şey satın aldıktan sonra bahşış verilmektedir. Hizmeti satın aldıktan sonra bahşış verip vermemek hizmetin satın alma durumunu değiştirmedeği halde yine de bahşış verilmektedir. Aslında boşa giden bir paradır. Çünkü karşılığında bir şey alınmamaktadır. Finansal açıdan bakılınca “bir şey satın almak amacını taşımayan bir para veriş” söz konusudur ve rasyonellikten uzaktır. Bu, iktisat bilimine ters düşmektedir ama dünyanın her yerinde herkes bahşış vermektedir. İnsanlar bahşış vermeyi psikolojik olarak doğru bir hareket olarak algılamaktadır. Bu durum da davranışsal finansı haklı çıkarmaktadır. İnsanın rasyonel bir varlık olmadığını göstermektedir (Özerol, 2011: 22-23).

Yatırımcılar karar verme aşamasında öncelikle karşılarına çıkan durumu değerlendirip analiz etmekte sonra analizin sonuçlarına göre alternatifler bulunuyorsa içlerinden en cazip olanı seçmekte ve son aşamada yatırım yapıp yapmamaya karar verme şeklinde tanımlanan bir davranış dizisi sergilemektedir (Hamurcu, 2015: 41). Davranışsal finansa göre belirsizlik altında karar vermekte olan bireyler, olasılıklarla alakalı bilgilerin tamamına erişememektedir. Bundan dolayı olasılıkları değerlendirirken karmaşık analizler yapmaktan ziyade önceki tecrübelerinden hareketle bazı zihinsel kısayollar kullanmaktadır. Hem basit bir kararın verilmesinde hem de oldukça karmaşık problemlerin çözümünde kullanılan zihinsel kısayollar, çabuk, kolay ve kullanışlıdır; fakat bireylerin bazı sistematik karar hataları yapmalarına da sebep olmaktadır. Psikologların senelerce süren araştırmalarının neticesinde insanların karar verme sırasında, hangi türde karar hataları yapmaya meyilli oldukları ortaya konmuştur. Bu araştırmalarda, yapılan hataların ülkeye, kültüre bağlı olarak farklılaşmadığı ve dünya çapında bir nitelikte olduğu ortaya çıkmıştır. Hirshleifer 2001 yılında yaptığı çalışma ile, karar verme sırasında yapılan bu hataları, dört temel başlıkta toplamıştır (Aydoğan, 2013: 42-43):

- Kendini Kandırma (Self Deception),
- Zihinsel Kısayollar (Heuristic Simplification),
- Duygular (Emotion),
- Sosyal Etkileşim (Social Interaction).

2.3.5.1. Kendini kandırma eğilimi

Bireylerin karar alma sürecinde karşılarına çıkan alternatifleri nasıl değerlendirdikleri ve bu alternatifleri nasıl ilişkilendirdiklerini açıklamaya çalışan davranışsal önyargıların birçoğu kendini kandırma eğiliminden doğmaktadır. Belirsizlik ve riskle karşılaşan birey, mevcut durumların değerlendirmesini doğru bir şekilde yapamayacak ve kendilerini birtakım hatalar içinde bulacaktır. Öyle ki; bireyler tercihlerinde sistematik ve tahmin edilebilir kestirme yollarla kendini yanıltmaktadır (Aydın ve Ağan, 2017: 60-61). Bu eğilim bireyler olumsuz deneyimlerinden olumlu çıkarımlar yapma anlamında kısıtlamaktadır. Ek olarak, bireylerin içinde bulundukları durumu kavrayamamaları ve kendilerini olduğundan farklı bir yerde pozisyonlandırmaları, önceki dönemlerde yapmış olduğu yanlışları yineleme hatasına düşürmektedir

(Böyükaslan, 2012: 90). Kendini kandırma eğilimi, kendisiyle birlikte bazı alt eğilimleri doğurmuştur. Bunlar; aşırı güven, aşırı iyimserlik, hatalarını yanlış değerlendirme, aşına olanı tercih etme, kendini doğrulatma, tutuculuk, geri görüş ve durumu genelleme gibi davranışsal yanılgılarla ortaya koyulmaktadır (Aydın ve Ağan, 2017: 61).

2.3.5.1.1. Aşırı güven eğilimi

Kendine aşırı güven psikolojik bir kavramdır. Kısaca, bireylerin becerilerine ve bilgilerine olduğundan çok güvenmeleri şeklinde açıklanabilmektedir. Bu eğilim kişilerin kendi sınırlarının farkında olmadığı durumlarda meydana gelmektedir (Tekin, 2016: 175). Bu anlamda yatırımcılar aşırı güvenden kaynaklanan iki ana yanılsa düşmektedir. İlki, başarılı oldukları işlemleri hatırlamalarına karşın başarısız olduklarını unutma eğiliminde bulunmasıdır. Diğeri ise; sahip oldukları başarı şanstın kaynaklanmış olsa dahi kendi yeteneklerine bağlı olduğuna inanmasıdır (Aydın ve Ağan, 2017: 62).

Aşırı güven eğilimi, tahmin ve kesinlik aşırı güveni olarak iki alt başlıkta incelenmektedir (Hamurcu, 2015: 43):

Tahmin aşırı güveninde, yatırımcının yatırım öngörülerıyla alakalı verdiği güven aralığı oldukça dardır. Örneğin, hisse senetlerinin gelecek değerini ilişkin hesap yaparken bekledikleri fiyattaki değişim aralığını fazlasıyla küçük alırlar. Bu, yatırımcının fiyattaki düşüş riskini küçümsemesi olarak meydana gelir. Kesinlik aşırı güveninde yatırımcılar, akla uygun kararlar verme hususunda aşırı emin olma duygusu içindedir. Örneğin, bir yatırımcı, yatırım yapacağı aracın başarılı bir yatırım olduğu hususunda inancı yüksekse kayıp ihtimalinde sanki bir körlük durumu yaşar ardından kaybetme halinde şaşırıp hayal kırıklığına sürüklenir. Bu durum, yatırımcıları fırsat olarak nitelendirilebilecek bir sonraki yatırımı bulmak için hatalı yönlendirmekte ve sanki bir kurban gibi sürekli arayış halinde olmalarına sebep olmaktadır. Sonucunda yatırımcılar, duyarlı hale gelmekte sık ve normalden çok alım-satım yapmakta ilaveten portföy çeşitlendirmesi hususunda başarısız olmaktadır.

Rasyonel davranan yatırımcılar, yatırımların beklenen getirileri işlem maliyetlerinden yüksek olduğu zaman yatırım yapmaktadır. Kendine aşırı güvenli yatırımcılarsa bilgilerinin gereğinden fazla kıymetli olduğunu düşünerek yatırımın beklenen

getirisinin normalden çok olduğunu öngörür. Böylece yatırımcı, yatırımın beklenen net getirisi negatif olsa dahi yatırım yapabilmektedir (Ertan, 2007: 28). Aşırı güven yatırım kararlarını etkilemektedir. Portföyde olması gerekenden az çeşitlendirme yapmak bu etkilenmeye bir örnektir. Kendine ve kararlara duyulan aşırı güven eğiliminin etkisindeki yatırımcı riski yetersiz dağıtabilmektedir (Taner ve Akkaya, 2005: 49). Ayrıca bu eğilim işlem miktarını artmasına neden olmaktadır (Bayar, 2012: 94).

Aşırı güven, bireylerin riske karşı tavırlarını da etkilemektedir. Genellikle bu eğilimdeki yatırımcılar, aldıkları risk seviyesini hatalı anlamlandırmaktadır. Çünkü bu tür yatırımcılar için önemli olan beklenen riskten ziyade algılanan risktir. Aşırı güven yatırımcıda, portföyüyle alakalı yüksek kazanç sağlayacağına inanmasına sebep olmaktadır. Bu durum da algılanan risk düzeyini değiştirmektedir (Barak, 2006: 108).

Aşırı güvenin artması üç sebebe bağlanmaktadır. Bunlar (Aydoğan, 2013: 46):

- **Yanlı Kendine Atfetme:** İnsanların başarılarını kendi becerilerine, başarısızlıklarını ise kötü talihe atfetmesidir.
- **Bilgi Yanılsaması:** İnsanların, daha çok bilgi ile tahminlerinin doğruluk ihtimalinin artacağına inanmasıdır.
- **Kontrol Yanılsaması:** İnsanların, kontrolleri dışında gelişen olayların sonuçlarına etki edebileceğine inanmasıdır.

Aşırı güven eğilimiyle alakalı önemli çalışmaları olan Barber ve Odean, bu konuda ilginç sonuçlar saptamıştır. Buna göre yukarıda anlatılanlara da özet niteliğinde olan sonuçlar şu şekildedir (Aytekin ve Aygün, 2016: 148):

- Aşırı güven, yatırımcıları aşırı işlem yapmaya sevk eder bu nedenle işlem hacmini artırmaktadır.
- Kendine aşırı güvenli yatırımcılar, çeşitlendirilmesi az ve riskli portföyleri tercih etmektedir.
- Araştırmalar, genel olarak erkeklerin kadınlardan daha çok kendine güvendiklerini, daha yüksek işlem hacmi yaptıklarını belirtmektedir. Buna rağmen, kadın yatırımcılar erkek yatırımcılardan daha çok getiri elde etmektedir.

- Bekarlar, evlilere göre daha çok işlem yaparken, bekar erkekler, bekar kadınlardan daha düşük getiri elde etmektedir.
- Aşırı güvenli, içeriden işlem yapanlar (insider) fiyat kalitesini artırırken, aşırı güvenli gürültü ve spekülasyonla işlem yapanlar (noise trader) fiyat kalitesini düşürür.
- Çoğunlukla bireysel yatırımcılar, borsa fiyatı artarken daha iyimser, düşerken daha kötümser olmaktadır.

2.3.5.1.2. Aşırı iyimserlik eğilimi

Aşırı iyimserlik eğilimi, psikolojide gerçek dışı iyimserlik veya olumlu yanılsama olarak tanımlanmaktadır. Aşırı iyimserlik eğilimi, bireylerin belirsizlik durumlarında geleceğe dönük alacakları kararlarda geçici bir rahatlık hissi vermektedir. (Ateş, 2007: 74). Bu geçici rahatlık hissi, kişiyi anlık iyi hissettirse de kötü sonuçlar, hatalar doğurabilmektedir.

İnsanlar genelde kendilerini ortalamanın üzerinde ve başkalarının onları gördüğünden daha iyi görmektedir. Aşırı iyimserliğin etkisindeki yatırımcıların oluşturdukları portföylere ilişkin getiri tahminleri, borsanın getirisinin üzerinde olacağı yönündedir. Ancak gerçekleşen hem portföy hem de endeks bazında daha azdır. İnsanların kazanma ihtimali oldukça az olan şans oyunları oynamaları aşırı iyimserlik eğilimi ile açıklanabilmektedir (Aslan, 2016: 34).

Bireyler pozitif taraflarını “aşırı tahmin etme” (overestimate), negatif taraflarını ise “eksik tahmin etme” (underestimate) eğilimindedir. Kısaca “aşırı iyimserlik” bireylerin risk etkeni bulunduran olaylara karşı koyamamasına sebep olmaktadır (Yalçın, 2012: 20).

2.3.5.1.3. Hatalarını yanlış değerlendirme eğilimi

Yatırımcıların sahip oldukları hem aşırı güven duygusu hem de kendi becerilerine duyduğu inançları, olayların doğruluğunu olduğundan fazla algılayarak bu yönde davranışlar sergilenmesine sebep olmakta ve karar verirken veya bir konudaki görüşlerini belirtirken sürekli olarak hatalı davranışlar sergilemesiyle sonuçlanmaktadır (Aydın ve Ağan, 2017: 66).

Bu eğilimde bireyler hatalarının farkında olamamakta ve hatalarının doğurduğu kötü olayların ayrımını yapamamaktadır. Bu eğilimi gösterenler, yaptıklarından ders çıkartamazlar bunun sonucunda da hatalarını tekrar etme olasılıkları oldukça fazladır (Ertan, 2007: 30). “Sütten ağzı yanan yoğurdu üfleyerek yer” atasözünün bu eğilimde geçerliliğini yitirdiği görülmektedir (Aydın ve Ağan, 2017: 66).

2.3.5.1.4. Aşına olanı tercih etme eğilimi

Bilim adamları davranışsal alanda yapmış oldukları çalışmalarında, insanların bildikleri veya aşına oldukları şeyleri, aşına olmadıklarına tercih ettiklerini ortaya koymuştur. Yatırımcılar, eş riski ya da kazanma olasılığı bulunan iki seçenekle karşılaştıklarında aşına oldukları seçeneği tercih etmektedir. Hatta kişiler bazı durumlarda kazanma ihtimalinin az ve fazla riskli olan seçeneği tercih edebilmektedir (Küçüksille ve Usul, 2012: 31). Bu eğilimin etkisindeki yatırımcılar, ne kadar getirisi düşük riski fazla olsa da daha önceden bildikleri yatırım seçeneğinin daha iyi olduğunu düşünmektedir.

Aşına olma eğiliminde insanlar, aşına oldukları hisseler daha çok yatırım yapmaktadır. Bu da düşük çeşitlendirmeyi doğurmaktadır. Bu eğilimle alakalı yapılan çalışmalar, profesyonel yatırımcıların da bireysel yatırımcılar gibi, aşına oldukları işletmelere yatırım yaptıklarını belirtmiştir. Profesyonel yatırımcıların bilgi kaynakları ve analiz araçları açısından imkanları fazla olsa da yerel işletmelere yatırım yapma eğiliminde olduğu gözlenmiştir. Bu eğilimde, özellikle piyasada riskli sayılan, küçük yerel işletmelerin hisse senetlerine fazla yatırım yapılmasına sebep olmaktadır (Barak, 2006: 113).

2.3.5.1.5. Kendini doğrulatma eğilimi

Doğrulama eğilimi, insanların sahip oldukları bilgileri doğrultusunda kendi bilgi ve inançlarına benzeyen bilgiler araması, ulaştığı yeni bilgilerle sahip olduğu bilgilerin tezatlığı halinde yeni bilgilere önem vermemesi şeklinde tanımlanabilmektedir. Aynı zamanda insanların tercihlerinde seçicilik yapması olarak da meydana gelebilmektedir. Seçicilikle birlikte bireyler etraflarındaki gelişmelere sadece kendilerinininkiyle uyduğunda önem vermektedir ve bu biçimde bir doğrulama gayesi içine girmektedir (Böyükaslan, 2012: 98). Kişilerin kendisininkini doğrulamayan

bilgilere önem vermemesi, yeni bilgilere kendini kapatması olumsuz sonuçlarla karşılaşmasına neden olmaktadır.

İnsanlar her zaman kendini bilgilerini doğrulatacak bilgilerin arayışındadır. Bunun sebebi, bu eğilimle bireylerin itibarının korunması arasında sıkı bir ilişki bulunmaktadır. Birey itibarını zedeleyecek, onu haksız çıkaracak her bilgiden uzak durmaktadır (Aydın ve Ağan, 2018: 68). Öyle ki sosyal çevresini de buna göre şekillendirebilmektedir. Yakınındaki insanların da kendi görüşlerine benzer görüşlerde olmasını tercih etmektedir.

2.3.5.1.6. Tutuculuk eğilimi

Muhafazakarlık eğilimi olarak da adlandırılan tutuculuk, insanların karşılaştıkları yeni verileri ve bilgileri önemsememesi veya reddetmesi eğilimidir. Yatırımcılar çoğunlukla önceden verdikleri kararları ve bu kararlara uyum gösteren bilgileri ve görüşleri akıllarında tutmaktadır. Bu eğilimdeki bireyler, yeni gelen bilgileri güncelleyememek ya da değişikliklere uyum sağlamakta güçlük yaşamak gibi davranışlar sergilemektedir (Aydın ve Ağan, 2017: 69). Tutuculuk eğilimi, kısa vadede yatırımcıların düşük reaksiyon göstermelerine ve uzun vadede ise temsililik eğilimi ile beraber geri dönüşlere sebep olmaktadır (Küçüksille ve Usul, 2012: 28).

Tutuculuk eğilimi yeni bilgilerin işlenmesinde güçlük yaşamakla ilişkidir. Yatırımcılar, karmaşık veriler karşısına çıktığında strese girer ve var olan inançlarına bağlı kalmayı seçer. Bu eğilimdeki yatırımcılar yeni bilgileri göz önünde bulundursalar dahi gösterecekleri tepki yavaş kalacaktır (Sefil ve Çilingiroğlu, 2011: 258).

2.3.5.1.7. Geri görüş ve durumu genelleme eğilimi

Halk dilinde “ben zaten demiştim, başından beri biliyordum” olarak da bilinen geri dönüş eğilimi, adeta olayların birey tarafından önceden ön görüldüğünü sanma şeklinde ifade edilmektedir. Bireyin herhangi bir olaya veya duruma karşı algıları, kendisi fark etmeden, cevabı ya da sonucu öğrenmiş olmasıyla tamamen tekrardan yapılabilir. Bu eğilimin etkileri, alternatif seçimi, güven, politik olaylar, ekonomik kararlar gibi birçok bölüm üzerinde araştırılmış ve kabul edilmiştir (Yıldırım, 2017: 57). Bu eğilim, bireylerin olayların sonuçlarını başından beri bildiğini düşünmesinden dolayı kendilerini duydukları güveni artırmaktadır. Kahneman ve Riepe geri görüş

eğiliminin iki açıdan olumsuzluk yarattığını düşünmektedir. Bunlar (Böyükaslan, 2012: 97):

- Gelişmeleri tahmin etmenin olduğundan daha kolay olacağı algısının oluşmasına sebep olmaktadır ve aşırı güveni artırmaktadır.
- Özellikle finans piyasalarındaki oyuncuların kötü bir şekilde deneyimledikleri üzere, mantıklı görünen bahislerin basit yanıışlara dönüşüyor olmasıdır.

Durumun genellenmesi ise, yatırım kararlarını değerlendirirken yeni bulgular ve olasılıklarla uğraşmak yerine, var olan durumu temsil eden bir örneklemden yararlanmaktır. Böylelikle karmaşık durumlar arasında kısa yollar oluşturulmaktadır. Genellemenin bir nedeni de örneklem büyüklüğüdür. Bireyler, küçük ve büyük örneklemden elde edilen sonuçların olasılık dağılımının benzerlik göstereceğini düşünerek küçük gruplarını kullanarak genelleme yapmaya yönelmektedir. Geçmişte iyi para kazandırmış hisse senetlerinin şuan veya gelecekte bunu yinelemesi olasıdır (Aydın ve Ağan, 2017: 71).

2.3.5.2. Zihinsel kısayollar

Kahneman ve Tversky'e göre insanlar, içinde olasılık ve ekonomik analiz bulunduran durumların analizinde sıkça yanıışlar yapmaktadır. Bu yanıışların temeli de bazı kısayollar veya hevristiklere dayanmaktadır. "Heuristic" kelimesinin Türkçe anlamı "kestirme" ya da "kısayol"dur (Kübilay ve Bayrakdaroğlu, 2017: 57).

Hevristik, sorunların çözümüne yardım için kullanılan bir yöntemdir. Araştırmalar, bilgiyi analiz ederken karmaşıklığı yok etmek için beynin hevristikler gibi kısayollar kullandığını ortaya koymuştur. Bu kısayollar, beynin var olan tüm bilgiyi tam anlamıyla özümsemeden tahminler yapmasına sebep olmaktadır (Akin, 2009: 100).

Hevristik, tuhaf davranış veya yetersiz seçim anlamına gelmemelidir. Bunun yerine karar alma sürecinde görevle alakalı çabayı azaltma anlamında kullanılmalıdır. Hevristikler, beş yöntemle çabayı azaltmaktadır (Kübilay ve Bayrakdaroğlu, 2017: 57-58):

1. Daha az ipucu araştırılır.
2. İpucunun değerinin saklanmasıyla ve tekrardan düzeltilmesiyle alakalı zorluk azaltılır.

3. Ağırlıklandırma prensibi kolaylaştırılır.
4. Daha az bilgi edinilir.
5. Daha az alternatif araştırılır.

Zihinsel kısayol kullanımının birçok sebebi vardır. Bunlar (Bayar, 2011: 137):

- Karar vericiler, bir sorunun çözümü hakkında en uygun yolu bilmiyor olabilir. İlâveten, başkalarından yardım isteyecek kaynakları da olmayabilir veya danışma faaliyeti çok masraflı olabilir.
- Karar vericiler, bir çözümü ulamak için gerekli olan bütün bilgilere erişemeyebilir veya karar verildiğinde bunu yapamayabilir. Tüm bilgiye ulaşsalar dahi, karar vericiler optimizasyon hesaplarını zamanında yetiştiremeyebilir.
- Optimizasyon teknikleri mümkün olduğunda, bazı problemlere uygun olmayabilir.
- Birden çok hedef olduğunda, tek bir optimal çözüm olmayabilir.
- Karar vericilerin hızlı bir şekilde uyguladıkları kısayolların kullanımı, karar vericilerin kararın bilinmesine karar verdikleri zamana kadar belli sorunları gizli tutmalarına imkân tanır.
- Sorun bilgiye ulaşmak değil, onu doğru olarak algılama ve üzerinde düşünülen problemin değişik biçimi ile uğraşma gayretinden kaçınmak olabilir.
- Olağanüstü miktarda bilgi karar vericileri sıkabilir.
- Bazı piyasa iştirakçilerinin kazanan formülleri, normal hesaplama yapan karar vericilerin geçici bir süre olsa dahi izledikleri yoldan sapmalarına sebep olabilir. Görünüşte kazanan formüller, klasik rasyonel düşüncelerin farkında olmadığı ek risk ve belirsizlik bulundurabilir.

2.3.5.2.1. Temsililik hevristik

Temsililik hevristik, bir olay veya nesne, hangi olay ve nesne sınıfına benzerlik gösteriyorsa ona göre olasılıkların değerlendirildiği varsayıma dayanmaktadır. Bu hevristik, temel bilgilere gereken önemin verilmemesine yol açarak insanların olasılıklarla benzerlikler arasında korelasyon kurduklarını göstermektedir (Kübilay ve Bayrakdaroglu, 2017: 60).

Temsil etme eğilimde olan bireyler, küçük sayılar kanunundan yola çıkarak kararlarını vermektedir. Bu kanuna göre, popülasyondan alınan küçük bir örneklem popülasyonu büyük oranda temsil etmektedir. Bu eğilimdeki bireyler, popülasyonu, küçük bir örnekleme dayalı ulaşılan sonuçlara göre genelleyecektir. Temsil etme eğilimi, insanların karar verme sürecinde, en son gerçekleşen veya en çok dikkat çeken unsurları daha fazla göz önünde bulundurması ve nüfus dağılımının özelliklerini göz ardı etmesi sonucu meydana gelmektedir (Küçük, 2014: 110). Örneğin bir yatırımcı, geçmiş yıllarda borsada oldukça iyi performans gösteren bir şirketi başarılı bir şirket olarak nitelendirip gelecekte de başarılı olacağına inanarak yatırım yapabilir. Yatırımcı bu sonuca ulaşabilmek istatistiksel bir analiz yapmamıştır ve analiz yapabilmek için veriler yetersizdir. Dolayısıyla bu yatırımcının, yatırım kararını küçük sayılar kanununun etkisinde kalarak verdiği söylenebilmektedir.

Temsililik hevrstiki, yatırımcıların başka ilişkili bir bilgiyi reddetmesi anlamına da gelmektedir. Temsililik, bireylerin ön yargılı olmasına ve yanlış kararlar almasına neden olmaktadır; dolayısıyla finansal piyasalarda işlem yapan yatırımcıların getiri fırsatlarına gölge düşürmekte ve yatırımcıların rasyonel düşünmesine engel olmaktadır (Yıldırım, 2017: 59).

2.3.5.2.2. Mevcudiyet hevrstiki (akla geliş kolaylığı)

Mevcudiyet kısıyolu, bazı kaynaklarda “kolayca ulaşma hevrstiki” olarak da geçmektedir ve “bir şeyin olasılığını hafızadaki mevcudiyetine göre yargılayan yanıltıcı kestirme yollar” olarak tanımlanmaktadır. Bir şeyin gerçekleşme olasılığıyla alakalı kullanışlı ipuçları verebilir, fakat bazen de yanlış tahminler yapılmasına yol açabilmektedir. Çünkü sıklıkla gerçekleşen olayların çoğu zaman kavranması ve hatırlanması seyrek görülen olaylara oranla daha kolaydır ve genellikle en uygun ipucu olarak görünmektedir (Tomak, 2009: 161).

Psikologlar, bireylerin bir yargıda bulunurken ve karar alırken göze çarpan, etkili ve hızla hatırlanabilen bilgilere aşırı ağırlık verdiğini belirtmiştir. İnsanlar, bir şey akla hızla geliyorsa, onun çok yaygın olduğunu düşünmektedir. Kahneman ve Tversky’e göre olayların hatırlanabilirliği yanlış algılara sebep olmaktadır (Küçüksille, 2004: 65). Örneğin, ABD’de yapılmış olan bir çalışmada katılımcılara uçak düşmesinin mi yoksa köpekbalığı saldırısının mı daha çok ölüme neden olduğu sorulmuştur.

Çoğunluk köpekbalığı saldırısının daha olası olduğunu seçmiştir. Köpekbalığı saldırılarının, uçak kazalarına göre daha çok medyada gösterilmesi sebebiyle çok daha kolay hatırlanmaktadır. Fakat aslında uçak düşmesiyle ölme ihtimali, köpekbalığı saldırıyla ölme ihtimalinden 30 kat daha yüksektir (Bayar, 2011: 140).

Mevcudiyet hevristik, finansal piyasalardaki kararları da etkilemektedir. Buna göre yatırımcılar, açılış fiyatı ya da piyasalarda duydukları en son haberlere daha çok ağırlık vererek, piyasalarda aşırı reaksiyonun ortaya çıkmasına neden olmaktadır (Aydoğan, 2013: 52).

Mevcudiyet hevristikinin dört farklı türü vardır (Hamurcu, 2015: 50-51):

- **Geri Çağırılabilirlik (retrievability):** İnsanlar kendi ellerinde bulunan yatırımlara en uygun olan yatırımları seçecekler ve çoğunlukla bu seçeneklerini doğrulama gereğinde bulunmayacaktır. Beyinden çabuk geri çağırılabilen düşünceler daha kıymetli olarak algılanır. Son öğrenilen veya göze çarpan özellikteki bilgiler daha kolay hatırlanacak ve bunlar kararları etkileyecektir.
- **Kategorize Etme (Categorisation):** İnsan beyni sahip olduğu bilgileri, bilgiye özel bir sınıflandırma yapısına uygun olarak alır ve tutar. Aramayı da bu yapıya göre yapacaktır. Farklı görevler, farklı arama setlerine ihtiyaç duyacaktır. Bu yapılandırmada yapılan hatalar, hatalı sonuçlar çıkmasına yol açacaktır.
- **Dar Kapsamlı Tecrübeler (Narrow Range of Experience):** İnsan nesnel hesaplamaları formüle etmek için kullanacağı sınırlı deneyimlere sahipse olaylara dar kapsamlı bir çerçeveden bakıp hatalı sonuçlara ulaşacaktır.
- **Çağırışım (Resonance):** Yatırımcılar, kendilerinde çağırışım yapan veya kendi davranış biçimi ile ilişki kurabildiği yatırımları tercih edecektir. Karşılarına çıkan durum veya bilgi, kişide bir şeyleri çağırıştırır ise kişisel durumlar kararlarını yönlendirecektir.

2.3.5.2.3. Zihinsel muhasebe

İnsanlar da tıpkı firmalar gibi yaptıkları işlemleri ve finansal olayları kaydetmek, analizini yapmak ve sonuçlarını görmek isterler. Zihinsel muhasebe, bu ihtiyacı karşılayan sistemdir (Yaşar, 2008: 116).

Zihinsel muhasebe, insan davranışlarının bazı durumlarda akıl, mantık ve rasyonellikten ne kadar uzaklaştığını göstermektedir. Bir nevi maddi hataların tümüdür. İnsanların, nesneleri fiyatlandırırken, aklında bir durumu, almak istediği bir eşyanın, harcadığı, kazandığı ve yitirdiği paranın veya ekonomik bir karar vermek için birkaç şeyin maliyetini kıyaslarken zihninde yaptığı muhasebedir (Altunöz ve Altunöz, 2018: 35-36). Zihinsel muhasebe, insanların yatırımlarını akıllarında farklı yerlere yerleştirmesine sebep olmaktadır. Bundan dolayı yatırımcılar hesapları arasındaki pozisyonları değerlendiremeyebilir ve sonucunda ortalama portföyler ortaya çıkar (Hamurcu, 2015: 59).

İnsanlar parayı nereden geldiği, nerede geliştiği ve nasıl harcadığına bakarak sınıflandırma eğilimindedir. Oysaki rasyonel açıdan paranın tek bir değeri vardır, o da üzerinde yazılı rakamın alım gücüyle birleşmesidir. Fakat insanlara göre “alın teri” ile kazanmış olduğu 1000 TL’nin kıymeti, borsada kazanmış olduğu 1000 TL’den daha fazladır. Bundan dolayı yatırımcılar, genelde yatırımlarında borsada kazandıkları 1000 TL ile daha çok riski göze alabiliyorken, maaş olarak kazandıkları 1000 TL ile daha az riski üstlenir. Böylece, borsada yatırım yapan bir yatırımcı, başta finansal analizler neticesinde oluşturduğu stop loss (zarar kes) seviyesini, borsada beklenmeden yaşanan değer artışları neticesinde riske atarak bu seviyeyi esnetme eğilime girebilir. Rasyonel bir açıdan, temelde borsada elde edilen 1000 TL, “alın teri” ile elde edilen 1000 TL ile aynı derecede kıymetlidir ve bu nedenle alınan risk oranının da aynı olması gerekmektedir (Sansar, 2016: 142-143).

Zihinsel muhasebe kavramı ilk defa Richard Thaler tarafından ortaya koyulmuştur. Thaler, zihinsel muhasebeyi üç ana bileşen üzerine oturtmaktadır (Bülbül, 2008: 42):

- İlk bileşen, sonuçların algılanması ve deneyimlenmesi, kararların alınış şeklini ve kararların nasıl değerlendirildiğini içermektedir.
- İkinci bileşen, bireyin faaliyetlerini belirli hesaplara aktarılmasını içermektedir. Bireyler gerçek muhasebe sistemleri gibi fon kaynakları ve fon kullanım yerleri kodlamaktadır.
- Son bileşen zihinsel hesapların değerlendirilme sıklığını içermektedir. Hesaplar, günlük, haftalık, yıllık olarak dengelenebilmektedir.

Zihinsel muhasebeyle alakalı en bilindik çalışmalarından biri Richard Thaler tarafından yapılmıştır. Çalışmada bir grup deneğe 30 \$ verilmiş ve bir teklif sunulmuştur. Bu teklifte arzu ederlerse yazı tura atılacak ve para atışını kazanırlarsa 9 \$ daha kazanılacak, kaybederlerse 9 \$ kaybedeceklerdir. Bu teklifi, grubun %70'i kabul etmiş ve şanslarını denemişlerdir. İkinci bir gruba ise atılacak yazı tura sonrasında kazanmaları durumunda 39 \$, kaybettiklerinde 21 \$ teklif edilmiş, arzu ederlerse 30 \$ alıp gidebilecekleri söylenmiştir. Bu katılımcı grubunda yazı tura atarak şansını deneyenlerin oranı %34'te kalmıştır. Esasında her iki olayda da gruplara ekonomik olarak sunulan seçenekler birebir aynıdır. Farkı tekliflerin sunulma tarzı, katılımcıların zihninde muhasebeleşme ve bilgileri farklı sınıflandırmasıdır (Sönmez, 2010: 56).

2.3.5.2.4. Bilişsel çelişki

Bu kuram ABD'li psikolog Leon Festinger tarafından ortaya atılmıştır. Kurama göre insan davranışlarındaki ana kavram “biliştir”. Biliş, bilmek, farkındalık ve yargılama becerisi gibi kavramlarla açıklanabilir. Bilişsel çelişkiye göre, bireyler davranışlarını ve fikirlerini geçmişteki değerlerine göre belirlemektedir. Bu değerler; inançlar, tutumlar ve ihtiyaçlar olabilir. Zamanla veya çevresel etkenlerle elde ettiğimiz bütün değerler kişiliğimize yeni bir düzen vermektedir (Aytekin ve Aygün, 2016: 149).

Bilişsel çelişki, bireyin inançları ya da davranış eğilimleriyle uyum göstermediği durum olarak ifade edilmektedir. Shiller'in tanıma göre bilişsel çelişki, “hatalı inançlardan kaynaklanan bir tür pişmanlık duygusu”dur. “Beyin uyumsuz iki şeyle uğraşmaktan kaçınmak için gelen bilgileri filtrelemektedir. İşte bilişsel çelişki uyumsuzluk düzeltme sürecinden önde gelen tutarsız akıl durumudur (Kahyaoğlu, 2011: 35). Birbirleriyle çelişki gösteren iki farklı düşüncesi olup bundan dolayı psikolojik dengesini yitiren birey, yeniden psikolojisi dengede tutabilmek için ya inancını ya da davranışını değiştirme yoluna gidecektir (Sönmez, 2010: 70).

Festinger (1957), bilişsel çelişkinin üç yol ile giderilebileceğini ya da en azından azaltılabileceğini ifade etmiştir (Yıldırım, 2017: 57):

- **Değişen Bilişler:** Eğer iki biliş de birbirlerini yalanlarsa, bilişlerden bir tanesi değişecektir ve bu yolla bilişler arasında bir uyum oluşacaktır.

- **Yeni Biliş Ekleme:** Eğer iki biliş de kayda değer bir çelişki ortaya çıkarıyorsa, bu çelişki yeni bir biliş ekleyerek azaltılmalıdır, böylece uyum sağlanacaktır.
- **Önem Uyandırma:** Çelişkiyi azaltmak için uyum içindeki fikirlerin önemi artırılmalıdır.

Bilişsel çelişki finansal piyasalarla ilgilenen yatırımcı kararlarında da sıklıkla görülmektedir. Örneğin, yatırımcılar geçmiş tercihlerinin başarısını ve piyasalardaki olumsuz bir haberin kendi aleyhlerine dönmesini engellemek üzere kayıpları azaltmaya çalışır. Fakat bu ikilemleri yok etmek, bazı irrasyonel davranışları ortaya çıkaracaktır. Yaratılan bu bilişsel çelişki, yatırımcıların, hem kaybeden hisse senetlerini elde tutmaya devam etmelerine, hem de sürü davranışına yakalanmalarına neden olabilmektedir (Aydın ve Ağan, 2017: 80).

2.3.5.2.5. Şans oyunları yanılgısı

Şans, insan var olduğundan bu yana bireysel beklentilerin açıklanmasında kullanılan önemli bir araçtır. “Şansım yaver gitti, şanssız biriyim, şans bana güldü, şanslı olarak dünyaya gelmişim, bende de şans mı var, şanssızım” şeklinde ifade edilen bireysel beklentiler insanların şansa olan inançlarının yüzyıllardır devam etmesine neden olmuştur. İnsanlar, at nalı, taşlar, kolyeler vb. objelere kendilerine şans getirdiğine inanarak belli anlamlar yüklemiştir. Böylece, ister bireysel ister sosyal bağlamda olsun insanların şansa olan inançları yüzyıllardır varlığı sürdürmüş ve geniş bir alanı etkisi altına almıştır (Aslan, 2016: 46).

Şans oyunlarında bireyler düşünen ve hisseden beyinleri arasındaki etkileşim sebebiyle hata yapmaktadır. Maddi kazanç beklentisi bireylerin hisseden beyinlerini etkilemekte ve onların dikkatini dağıtarak riskleri ve zorlukları görmesine engel olmaktadır. Saatler boyunca kumar masasından kalkmayan insanlar bu duruma verilebilecek bir örnektir. Çünkü ışıklar, paraların sesi, ödülün duyurulması gibi etkenler bireylerde ödül merkezine sinyaller göndermekte bu da kazanma isteğini artırmaktadır. Kaybetme olasılığının, kazancı daha öngörülebilir duruma getirmesi ve kıymetli kılması şans oyunları yanılgısıdır (Aydın ve Ağan, 2017: 81).

2.3.5.3. Duygusal eğilimler

Duygu, fiziksel uyarıcıların veya zihinsel süreçlerin algılanmasıdır. Duygusal eğilimler, duygusal etkenler sebebiyle meydana gelen anlama ve karar verme bozukluğudur. Duygusal eğilimler nedeniyle temelde olumsuz etkisi olan bir durum, olumlu etkisi varmış gibi algılanabilmektedir (Ertan, 2007: 43). Bireyler, kendilerini negatif durumlardan korumak adına duygusal eğilimler doğrultusunda gerçekleri benimsemeyi reddetmektedir (Sefil ve Çilingiroğlu, 2011: 260).

İnsanlar her zaman rasyonel hareket etmemektedir. Duygularının etkisinde kalarak kararlar verebilmektedir. Dolayısıyla yatırım kararlarında da her zaman rasyonel davranamayacak ve sonucunda hatalar yapacaktır. Yatırımcıların rasyonel hareket etmeme hali ne kadar uzun süre devam ederse piyasalar o kadar risk altına girecektir.

Bireyler, kararların vadelerine göre farklı eğilimlerin etkisinde kalabilirler. Genellikle kısa vadeli kararlarda bilişsel faktörler, uzun vadeli kararlarda ise duygusal faktörler etkilidir (Özcan, 2011: 50).

2.3.5.3.1. Pişmanlıktan kaçınma eğilimi

Pişmanlık doğru karar verilememesi nedeniyle oluşan duygudur. Pişmanlık insanların verdikleri kararları etki altına almaktadır. Bu eğilim, bireylerin yanlış davrandığı duygusal reaksiyonlar ile ilgilenmektedir. İnsanların geniş bir pencereden bakmadan, en ufak yanlışlarında bile pişmanlık duyması genel eğilimlerinden biridir. Yatırımcıların değeri azalan hisse senetlerinde satmayı erteleyerek, kazananları çok çabuk elden çıkarması bu eğilime örnek olarak verilebilir. Yatırımcılar hisseyi satmaya karar verdiklerinde hissenin ilk satın alma fiyatı onları duygusal olarak etkisi altında almaktadır (Ateş, 2007: 75). Bu durumun nedenleri şunlara bağlanmaktadır (Özcan, 2011: 50-51):

- Yeniden dengelenme isteği,
- Düşen yatırımlarının yeniden yükseleceği düşüncesi,
- Tüm menkul kıymetlerin ortalamaya döneceği düşüncesidir.

İki çeşit pişmanlıktan bahsetmek mümkündür. Bunlar; bir şeyleri yapmaktan doğan pişmanlıklar ve bir şeyleri yapmamaktan doğan pişmanlıklardır. Sidney J. Harris “Yaptığımız şeyler için duyduğumuz pişmanlık zamanla geçer, ne var ki

yapmadığımız şeylere duyduğumuz pişmanlığın çaresi yoktur.” demiş olsa da araştırmalar sonucunda insanların bir şeyler yaptıktan sonra hissettiği pişmanlığın, yapmamaları sonucu yaşadığı pişmanlıktan daha çok olduğu ortaya çıkmıştır. Bu durum, “kayıptan kaçınma” eğilimiyle ilgilidir. İnsanların, potansiyel bir kazancı kaçırmaktan ziyade kayıp yaşamaktan korkmaktadır. Bundan dolayı bir şey yapıp kayıp yaşamaktansa, bir şey yapmadan potansiyel kazancı kaybetmeyi yeğlemektedir (Sönmez, 2010: 66-67).

Pişmanlıktan kaçınma eğilimi, yatırımcıların telafi etme davranışı ile alakalıdır. Telafi etme davranışında insanlar, kayıpları ile barışık olamamaktadır. Telafi etme davranışı, bilgili olsun ya da olmasın bütün yatırımcıları etkisi altına alabilmektedir. Aynı zamanda yatırımcıların kaybı kabullenememeleri daha büyük kayıpları da yanında getirmektedir (Barak, 2006: 117).

Bu eğilim, sürü davranışı eğilimine de sebep olabilmektedir. Bazı yatırımcılar, gelecekteki pişmanlıklarını sınırlandıracağı düşünerek kitleler tarafından yapılan yatırımlara ortak olmayı tercih etmektedir (Hamurcu, 2015: 72).

Bu eğilimin özeti, yatırımcılar pişmanlık yaşayacağı kararlardan kaçma, gurur duyacağını düşündükleri kararları ise uygulama eğilimindedir (Yaşar, 2008: 105).

2.3.5.3.2. Kayıptan kaçınma eğilimi

Kayıptan kaçınma (Loss Aversion), psikoloji disiplini çerçevesinde, aynı miktar kayıp ile aynı miktar kazanç arasında kayıp yönünde bir dengesizlik olduğunu ifade etmektedir. Davranışsal iktisat literatüründe sıkça kullanılmaktadır. Bu eğilim, diğer duygusal sapmalar için bir referans noktası oluşturmaktadır (Sefil ve Çilingiroğlu, 2011: 260).

Kahneman ve Tversky’nin “Beklenti Teorisi”ne dayanan bir kavramdır. Bu eğilimde bireyler risk almaktan kaçınır ve var olan durumlarını korumaya çalışma eğilimindedir. Yalnızca riskten kaçan ve var olan konumlarını korumaya çalışan bireylerin benimsediği bir eğilim olamamakla beraber az ya da çok insanların doğasında olan bir eğilimdir. Kayıptan kaçınma kendi içinde de üçe ayrılmaktadır (Yıldırım, 2017: 62):

- Riskten kaçınma eğilimi,
- Riskin olmadığı durumlarda kayıptan kaçınma eğilimi,

- Var olan durumu koruma eğilimidir.

Yatırımcılar her zaman ödediklerinden daha fazlasını elde etmeyi arzulamaktadır. Bu eğilim, yatırımcıların kayıp getiren yatırımları uzun bir zaman ellerinde tutmalarına, kazançlarını da çabucak satmasına neden olmaktadır. Yatırımcılar telafi etme güdüsünden dolayı kayıpları ile barışmakta zorlanır. Kayıptan kaçınma eğilimi, fazla alım-satım yapmaya neden olarak yatırım getirilerini düşüren bir etki yaratır ve portföylerin değerlenme potansiyelini kısıtlar. Bu eğilim, yatırımcıların portföylerinde bilmeden fazlaca risk almalarına ve dengesiz portföyler oluşturmalarına neden olmaktadır (Hamurcu, 2015: 70).

Bu eğilimi bir örnekle açıklamak gerekirse (Özerol, 2011: 55-56):

Düzenlenen bir oyunun başında katılımcıya 100 TL verilmekte ve önüne iki seçenek sunulmaktadır:

- A) Katılımcıya arzu ederse 50 TL daha verip oyun bitirilebilir.
- B) Ya da yazı tura atıp, yazı gelirse 100 TL daha verilebilir; tura gelirse başta verilmiş olan 100 TL ile oyundan ayrılabilir.

Bu senaryonun sonucunda büyük bir çoğunluk A'yı seçmiştir.

İkinci hikâyede ise oyunun başında katılımcıya 200 TL verilmekte ve önüne iki seçenek sunulmaktadır:

- C) Katılımcı arzu ederse elindeki paranın içinden 50 TL'yi geri verip 150 TL ile oyundan ayrılabilir.
- D) Ya da yazı tura atıp, yazı gelirse elindeki 200 TL ile ayrılabilir; tura gelirse katılımcı verilen paranın yarısını geri verip toplam 100 TL ile oyundan ayrılabilir.

Her iki senaryonun sonucu birbirine benzese de tümüyle aynı değildir. Bundan dolayı araştırmaya katılanlardan farklı cevaplar alınmaktadır. Hikayeler aynı gibi görünmektedir, çünkü katılımcı her ikisinde de ya kumar oynamadan 150 TL kazanarak oyundan ayrılabilen ya da yazı tura atarak 100 ya da 200 TL kazanabilmektedir. Fakat durum öyle değildir. İlk hikâyede katılımcıların büyük bir çoğunluğu A'yı seçmiştir. İkinci hikâyede ise katılımcıların çoğunluğu D'yi seçmiştir. Bu durum riskten kaçınma olarak algılanabilir. Katılımcılar mevcut bir kazanç varsa

onu korumak için tutucu davranmaktadır. Bu nedenle katılımcılar ilk senaryoda 50 TL daha alıp gitmeyi tercih etmektedir. Oysa kaybetme riskiyle karşı karşıya gelindiğinde, kayıp olasılığından kaçmak için daha fazla riske girmeyi göze almaktadır. Bu mantık çerçevesinde de katılımcılar, ikinci senaryoda kendilerine verilmiş olan parayı geri vermek yerine “şanslarını denemeyi” tercih etmektedir. Dolayısıyla finansal kararlarda:

- Mutlak kaybı engellemek için daha büyük bir risk alma eğilimi içine girilmektedir.
- Kesin bir meblağ varsa onu kaybetmemek adına daha tutucu kararlar alınabilmektedir.

2.3.5.3.3. Kontrol yanılsaması

Kontrol yanılsaması, insanların kontrol edilmeyen olaylar üzerinde bir etkileri olabileceğini düşünmesidir (Bayar, 2011: 143). Bu durum aşırı güven yargısını ortaya çıkarmaktadır. Bilgi ve beceriye dayalı olan sonuçların tahmin edilebilmesi olağan olabilirken, şansa dayalı sonuçların kontrol edilmesi mümkün değildir. Kişiler şans ve beceri kavramlarını birbirleri ile karıştırabilmekte ve ayırımı yapmakta güçlük çekmektedir (Yıldırım, 2017: 65).

Kontrol yanılsamasını artırıcı faktörler şu şekildedir:

- **Seçme:** “Seçme, aktif olarak seçim yapmanın hatalı olarak kontrol altına alınacağı düşüncesidir.” Örneğin; kendi lotari sayılarını seçen bireyler, kendilerine rastgele sayılar verilen kişilere oranla kazanma şansının daha yüksek olduğuna inanır (Küçüksille ve Usul, 2012: 30).
- **Sonuç Dizimi:** “Önceki gerçekleşen negatif sonuçlara kıyasla pozitif sonuçlar daha fazla kontrol yanılsamasına neden olmaktadır. Örneğin; işle ilgili elde edilen erken başarılar kontrol yanılsamasını artırmaktadır.” (Aslan, 2016: 47).
- **Aşına Olma:** “Bireylerin birbirleri ile iletişimi ve paylaşılan fikirler, daha fazla aşına olmalarını sağlamakta ve kontrol yanılsamasını artırmaktadır.” (Aslan, 2016: 47).
- **Bilgi:** “Elde edilen bilgi miktarı arttıkça kontrol yanılsaması da artmaktadır. Bilgi olarak tanımlanan birçok şey gerçekte doğru olmayan, söylenti ya da geçerliliği yitirmiş şeyler olabilmektedir.” (Aslan, 2016: 47).

- **Aktif Katılım:** Herhangi bir konu ya da olaya ne kadar çok katılımda bulunulursa kontrol yanılması olma ihtimali o kadar artacaktır. Yatırımcılar ne kadar çok yatırım yaparsa, para kazanma olasılıklarının daha fazla olacağı inancındadır (Yıldırım, 2017: 67).

2.3.5.3.4. Hedonik düzeltme

Hedonizmin, psikolojide hazza yönelme ve acıdan kaçınmanın insanın en temel güdülerinden biri olduğu belirtilmiştir (Yaşar, 2008: 107).

Var olan sonuçları geçmiş sonuçlarla birleştirme ve her bir sonucun tek tek değerlendirilmeden toplamalarının değerlendirilmesidir. Ulaşılan sonuçlar bir önceki sonuçlarla birleştirilmekte ve bunların bir bütün halinde değerlendirilmesi sağlanmaktadır. İnsanlar riskli seçimlerle karşı karşıya geldiklerinde mutlu olacakları olumlu sonuçlara yönelmekten ziyade, kayıptan kaçınma eğilimiyle olumsuz sonuçlardan daha çok uzaklaşma eğilimine girmektedir. Bireylerin karşılarına çıkan seçeneği mutlu olacağı duruma çevirmesi yani bu şekilde olasılıkları düzeltmesi hedonik düzeltme kuramıyla açıklanmaktadır (Aydın ve Ağan, 2017: 86).

Hedonik düzeltmenin amacı değer maksimizasyonudur. Thaler ve Johnson bu değer maksimizasyonunun, yapmış olduğunu çalışmalarla ortaya koyduğu dört ilkenin takibi ile mümkün olacağını belirtmiştir. Bunlar (Barak, 2006: 118):

- Kazançların ayrımı (segregate gains),
- Kayıpların birleştirilmesi (integrate losses),
- Küçük kazançların büyük kayıplardan ayrılması (mixed losses),
- Küçük kayıpların büyük kazançlarla birleştirilmesi (mixed gains).

Romanus ve Garling'in ortaya koymuş olduğu kayba duyarlılık ilkesince; geçmişteki kazanç ve kayıplar beklenen kazançlarla birleştirilmezken, geçmişteki kazanç ve kayıplar beklenen kayıplara eklenecektir. Bu durum bir yazı tura oyununa adapte edilirse; yazı tura üzerine bahis oynayan kişilerden, ilk oyunda kazanan kişi yeniden oynamak isterken, ilk oyunda kaybeden kişi bir daha oynamayı istemeyecektir. Hilesiz atılan bir paranın yazı ya da tura gelme olasılığı değişmemesine karşın insanlar, kazandıktan sonra daha çok, kaybettikten sonra daha az risk almaktadır (Yaşar, 2008:

108). Bu durum bilişsel ve duygusal eğilimler altında üç farklı önyargıyla açıklanır (Aydın ve Ağan, 2017: 87):

- **Kolay Para Etkisi:** Bireylerin kazandıktan sonra daha çok risk almaya meyilli olmasıdır. Kumar oyunları en iyi örnektir. Kumar oynayanlar bu etkiyi kolay parayla oynamak olarak isimlendirebilir. Geçmişteki kazançlar oyuna devam etme arzusu uyandırmaktadır. Çünkü elde edilen parayı kendi parasıyla bütünleştirmeden kumarhanenin parasıyla bahse giriyormuş gibi düşünürler. Kolay para etkisinde, başarılı bir yatırımın sonrasında yatırımcının, aşırı güveni artar ve riskli yatırım araçlarına yönelme eğiliminin ortaya çıkacağı ifade edilmektedir.
- **Riskten Kaçınma (Yılan Sokma Etkisi):** Bireylerin deneyimledikleri bir kayıp sonrasında riske girme hususunda çekimser hareket etmesidir. Başta yaşadıkları kaybın üzüntüsü yılan sokmuş hissine kapılmalarına neden olacaktır. Örneğin; öğrencilere 10 TL’lik bir kayıp sonrasında 5 TL’ye bir yazı tura oyununa girip girmeyecekleri sorulmuştur. Öğrencilerin %60’ı bu oyuna girmek istememiştir. Çünkü para kaybı yaşadıktan sonra bu etkinin süreceği düşüncesiyle tedbirli hareket etmişlerdir.
- **Başabaş Etkisi:** Bireyler bazen de kayıplardan sonra bu kaybı yerine koyacak bir seçimi değerlendirip, sonrasında riskten kaçınma davranışı göstermektedir. Bir bahis sonunda zararını karşılamak için beklemek veya kaybeden bir yatırımın ardında satın alma değerine çıkma ümidiyle bir süre elinde tutmak başabaş etkisi olarak adlandırılır.

Yatırımcılar varlıkların başabaş noktasına çıkacağı beklentisiyle fırsat maliyetine katlanmakta ve daha da çok zararla karşı karşıya kalabilmektedir (Bülbül, 2008: 31).

2.3.5.4. Sosyal eğilimler

Daha önce anlatılan eğilimler, toplumları meydana getiren bireylerin kişilikleri ve karakter özelliklerinden dolayı birbirinden bağımsız bir şekilde göstermiş olduklarıyla alakalıdır. Sosyal eğilimler ise “bütün toplum veya toplum içerisindeki gruplar tarafından sergilenen eğilimlerdir.” (Ertan, 2007: 47). İnsan sosyal bir varlıktır,

çevresiyle etkileşim içindedir. Bu nedenle topluma uyum gösterip sosyal eğilimlerin etkisi altında kalması son derece olağan bir durumdur.

Bireyler topluluktan dışlanmamak, topluluğa güvenmek gibi sebeplerle sosyal eğilimlere uyarlar. Topluluğa uyma isteği, kişi sayısı arttıkça fazlalaşacaktır. Sosyal eğilimler, toplulukla birlikte hareket etmeyi gerektirmektedir. Bu durum bireyin hareket alanını ve kararlarını sınırlandırmaktadır (Özcan, 2011: 53). Sosyal eğilimlerin etkisinde kalmayı sistematik hale getiren birey, tek başına karar veremeyecek duruma gelebilmektedir. Toplumun etkisinde kalarak özgün davranışlar sergileyemeyecektir.

2.3.5.4.1. Sürü davranışı

Sürü davranışı, bireylerin bir kitle davranışını veya bir stratejiyi izlemeleri veya kopyalamasıdır (Kübilay ve Bayrakdaroglu, 2017: 77). Belirli şartlar altında bireyler, çoğunluk tarafından verilen kararların daha yararlı olduğunu düşünerek, dışarıda kalmamak adına bu kararları incelemeden benzer bir yol izlemektedir. Çünkü bireyler, çoğunluğun hareketlerini izleyerek kendilerini onların içinde hisseder ve çoğunluğun aldığı kararların kendi kararlarına göre daha doğru olduğunu düşünmektedir. Sürü davranışı, yatırımcıları piyasayla alakalı bilgi edinmekten çok birbirilerini taklit etmeye yöneltir (Aydın ve Ağan, 2017: 88). Bu davranışın altında “bu kadar insan yanlış düşünüyor olamaz” veya “çoğunluğun verdiği karar doğrudur” düşüncesi yatmaktadır.

Sürü davranışı “grup düşünme” (toplu düşünme) ile aynı şeyi ifade etmemektedir. Grup düşünme, benzer yapıdaki gruplarda üyelerin özdeş sonuca ulaşma eğilimidir. Kitle veya sürü davranışı, kalabalıktan birinin ani eylemlerinin bulaşıcı niteliğidir. Bu da çoğunlukla panik ve şiddet olarak ortaya çıkmaktadır. 1988 senesinde Rusya borçlarını ödeyemeyeceğini duyurduğunda ve rubleyi devalüe ettiğinde Moskova’da bankalara akın edilmesi bu tarzdaki bir sürü davranışına örnektir (Kübilay ve Bayrakdaroglu, 2017: 77).

Finans literatüründe sürü davranışı ise “bir grup yatırımcının aynı varlığa ilişkin eş zamanlı ve eş yönlü işlem yapmasıdır” (Bülbül, 2008: 54). Yatırımcılar, piyasadaki birtakım ortak işaretleri takip etmektedir. Taklit ve bulaşma sürü davranışını meydana getirmektedir (Aydoğan, 2013: 63). Sürü davranışı özellikle krizlerin olduğu

dönemlerde meydana getirdiği yıkıcı etkiden dolayı tepki çekmektedir. (Aslan, 2016: 50). Sürü davranışı, irrasyonel ve rasyonel olmak üzere ikiye ayrılmaktadır.

2.3.5.4.1.1. İrrasyonel sürü davranışı

İrrasyonel sürü davranışının kaynağı, ekonomik sebeplerden ziyade sosyal baskı ya da grup baskısı gibi psikolojik sebeplerdir. Yatırımcılar ilişkide olduğu grubun kararlarından farklı kararlar almak istememektedir. İnsanlar, ilişkide olduğu grubun davranışlarını izleyerek başarısızlığa razı olmalarına karşın, gruptan farklı kararlarla başarılı sonuçlara ulaşmayı tercih etmemektedir (Yaşar, 2008: 128).

Yatırımcıların düşünceleri grupla aynı yönde olmasa bile grup tarafından dışlanacağı düşünerek grubun kararlarına uyum göstermektedir. Başka bir deyişle, birey üzerinde sosyal baskı oluşmakta bu baskı da yatırım kararlarını etkilemektedir. Sürü davranışında yatırımcılar, sistematik analizlerle değil psikolojik önyargılar ile karar vermektedir. Duygu temelli verilen yatırım kararları düşük kazanç getirebilmektedir (Aslan, 2016: 51).

2.3.5.4.1.2. Rasyonel sürü davranışı

Rasyonel sürü davranışı, bile isteye sürüye dahil olan yatırımcıyı ifade etmektedir. Yatırımcı, diğer yatırımcıların yatırım getirileri ile ilgili daha iyi ve net bilgileri olduğunda ya da analizi kendisi yaptığında fazla masraflı ve zaman alan bir durum olduğunu düşündüğünde rasyonel sürü davranışına yönelebilmektedir (Sönmez, 2010: 85).

Rasyonel sürü davranışının nedenleri (Tetik, Karadeniz, Margazieva, ve Altımişev, 2015: 41):

- Yatırımcının, diğer yatırımcıların yatırımın getirisiyle alakalı bilgiyi kendisinden daha iyi analiz edebileceğini düşünmesi,
- Başarının ödüllendirilmesi gibi durumlarda başarılıları taklit etme eğilimi,
- Uyum sağlama güdüsü, pişmanlık yaşanmaması adına bireysel bir tutum olabilir.

Temeli temsil problemine dayanmaktadır Yöneticiler, kendi çıkarları ve itibarlarını düşünerek kendi bilgilerini kullanmayıp, diğer yöneticileri taklit etmeyi seçebilirler (Özcan, 2011: 55).

Finansal piyasalarda rasyonel sürü davranışının varlığıyla alakalı öne sürülen birçok sebep vardır. Bunlardan en önemlileri; bilgi eksikliği, saygınlık kaygısı ve ücret yapılarıdır (Akin, 2009: 115).

2.3.5.4.1.2.1. Bilgiye dayalı sürü davranışı

Yatırım kararı veren bireysel yatırımcıların birbirleriyle benzerlik gösteren bilgi, davranış ve beklentileri bulunmaktadır. Bundan dolayı aynı davranış kalıpları çerçevesinde hareket ederler ve benzeyen yatırım kararları verme mecburiyeti hissederler. Diğer taraftan, yatırımcıların farklı alternatifleri göz önünde tutarak direkt karar verme yetileri vardır. Fakat bu durum zaman ve maliyet açısından dezavantaj sağladığı için yatırımcılar, diğerlerinin kararlarını izleyerek zaman ve maliyet avantajı kazandığı inancıyla sürü davranışına yönelir (Yıldırım, 2017: 72-73).

2.3.5.4.1.2.2. Saygınlığa dayalı sürü davranışı

Yatırım yöneticilerinin, saygınlıkları ve kariyerleriyle ilgili kaygılanmalarının sebebi çoğunlukla bu yöneticilerin yetenekleriyle alakalı bir belirsizliğin olmasıdır. Kabiliyetleri hususunda belirsizlik olan çok sayıda yöneticinin olması yöneticilerin birbirlerinin kararlarını taklit etmelerine neden olmaktadır (Aslan, 2016: 51). İşin özünde, saygınlıklarının zedeleneyeceğini düşünen yatırımcılar rasyonel davranmayı değil farklı kişilerin yatırım kararlarını izleyerek rasyonellik dışı bir yol izlemeyi tercih etmektedir. Böylece sürü davranışına uyarak karar almaktadır (Yıldırım, 2017: 73).

2.3.5.4.1.2.3. Ücrete dayalı sürü davranışı

Kurumsal yatırımcıları alakadar etmektedir. Çünkü kurumsal yatırımcılar bireysel yatırımcılara göre daha bilgilidir ve sürü davranışına yönelimleri daha fazladır (Yıldırım, 2017: 73). Fon yöneticilerinin performans saptamaları salt bir şekilde değil de diğer fon yönetenlerin performanslarına göre incelenmesi, fon yöneticilerini diğerlerinin hareketlerini taklit etmeye yönlendirmektedir. Bu durum da sürü davranışına neden olmaktadır (Aslan, 2016: 52).

2.3.6. Davranış finans modelleri

Davranışsal finans, yatırımcıların yatırım kararlarında rasyonel olmadıklarını belirtmektedir. Yatırımcıların rasyonel olmaması, piyasanın normalin üzerinde bir fiyattan işlem görmesine veya normalin altında bir fiyattan işlem görmesine sebep

olmaktadır. Davranışların rasyonel olmaması anomali olarak adlandırılmaktadır. Anomaliler ve sebeplerini anlayabilmek için piyasalar ve insan psikolojisi birbiriyle ilişkilendirilmelidir. Finans teorisinin geçerli ya da sağlam olabilmesi için temeli insan psikolojisine dayanmalıdır. Geçerli bir finans teorisi yatırımcı psikolojilerini mantıklı bir şekilde açıklayıp, piyasada meydana gelen anomalilerin sebeplerini ortaya koyup fiyat hareketlerini açıklamalıdır. Klasik finans teorileri piyasada meydana gelen fiyat anomalilerini açıklamada eksik kalmış bu nedenle yeni finans modeller arayışına girilmiştir. Bunun sonucunda geliştirilen davranışsal finans modelleri, fiyat incelemesinin yanı sıra insan psikolojisini de anlamaya çalışmaktadır (Birgili, 2013: 42-43).

Hong ve Stein finans modellerinin bağlı olması gereken kriterleri şu şekilde özetlemiştir (Barak, 2008: 211-212):

Davranışsal Finans,

- Yatırımcı davranışı hususunda deneysel bulgularla desteklenmiş varsayımlar üzerine kurulmalıdır.
- Mevcut anomali bulgularını tek bir modelle öz; ancak geniş kapsamlı açıklayabilir özellikte olmalıdır.
- Örnek haricinde test edilebilecek ve doğrulanacak ilave öngörülerde bulunabilmelidir.

Davranışsal finans, EPH'nin geçersiz olduğunu belirtmektedir. Bu konuyla ilgili son on yılda yapılan birçok çalışma vardır. Bu çalışmalar üç model üzerine odaklanmaktadır. Bunlar (Barak, 2008: 212):

- “Barberis, Schleifer ve Vishny (1998)’in temsili yatırımcı- representative agent modeli,”
- “Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam (1998)’in aşırı güven ve yanlı kendine atfetme olmak üzere iki psikolojik bulgu üzerine kurulu modelleri,”
- “Hong ve Stein (1999)’in heterojen yatırımcılar arasındaki İnteraktif ilişki üzerine kurulu modelleridir.”

2.3.6.1. Temsili yatırımcı – representative agent- modeli

“Temsili Yatırımcı” modeli, Barberis, Schleifer ve Vishny (1998) tarafından geliştirilmiştir. Modelde davranışsal finans, “muhafazakarlık eğilimi” ve “temsiliyet etkisi” eğilimiyle ifade edilmektedir (Sönmez, 2010: 95). Bu modelde aşırı reaksiyon ise temsil edilebilirlik yanlılığı, düşük reaksiyon muhafazakarlık eğilimiyle açıklanmaktadır (Bülbül, 2008: 63).

Muhafazakarlık eğilimde yatırımcılar, yeni bir bilgiyle karşılaştığında bu bilgilere adapte olmakta güçlük yaşamaktadır. Bu eğilimdeki yatırımcılar, kendilerine kazanç sağlayacak bir yatırım dahi olsa bu yatırımlara ilgisiz kalıp eski bilgi ve yöntemlerine bağlı kalmaktadır (Altunöz ve Altunöz, 2018:64). Oysa finansal piyasalar hiçbir zaman durağan değildir, rasyonel yatırımcı yeni bilgi ve fırsatlara her zaman açık olmalı ve dinamik kararlar almalıdır (Sansar, 2016: 145).

Temsil etme eğilimi; yatırımcıların karar verme evresindeyken en çok ve en son dikkat çeken, olası görünmeyen değişimler ve net olmayan durumlarla alakalı olasılıkları kesinmiş gibi düşünüp aşırı önem vermeleridir. Bu eğilimle bireysel rasyonellikten sapmaktadır (Aydın ve Ağan, 2017: 53).

2.3.6.2. Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam modeli

Literatüre Aşırı Güvenli Yatırımcı Modeli olarak da geçen bu modelin dayanağı, aşırı güven ve kendine atfetme eğilimleridir (Böyükaslan, 2012: 63). Model, hisse senedi fiyatlarının kişilerin sahip olduğu özel bilgilere aşırı reaksiyon gösterirken, kamu sinyallerine ise düşük reaksiyon göstermeleri ile alakalıdır (Aydın ve Ağan, 2017: 55).

Aşırı güven, insanların bilgilerine olduğundan daha fazla kıymet vermeleri bu bilgilere aşırı güvenmeleri ve önemsemeleri veya inançlarını bu yönde pekiştirme eğilimine girmesidir (Ateş, 2007: 72). Kendine aşırı güvenen bireyler, bilgilerini abartarak hatalı yorumlar yapabilir ve karar aşamasında bu yorumları kullanabilir. Bu şekilde alınan kararlar rasyonellikten oldukça uzaktır.

Yatırımcılar, kendi yeteneklerini gereğinden fazla önemsediklerinde tahmin hatalarını önemsemeyip, halka açıklanan bilgileri dikkate almamaktadır. Bunun sonucunda, yatırımcıya olumlu bir sinyal geldiğinde, bu durumu fazla abartıp, hisse senedi fiyatını olması gereken çok daha fazla yükseltmektedir (Aydoğan, 2013: 83).

Kendine atfetme davranışı ise kısaca, insanların başarıyı kendine, başarısızlığı ise dış etkenlere bağlamayı ifade etmektedir. Bunun finansal piyasalardaki karşılığı ise yatırımcıların, piyasalarda yapmış oldukları yatırımlarda kazandığında başarısını kendisine yüklemesi, başarısız olduğunda ise sebeplerini başka yerlerde aramasıdır (Sönmez, 2010: 97). Diğer yandan kendine ait yargı ve düşünceler halka açık yayınlanan haberler ile uyum gösterdiğinde kendine aşırı güven yargısı oluşmakta, zıttı bir durumda ise aşırı güven yargısı azalmaktadır (Yıldırım, 2017: 86).

Bu model temsili yatırımcı modelinden farklı psikolojik algı yanılmalarına dayansa da iki modelin de aynı doğrultuda sonuç ürettiği saptanmıştır (Barak, 2008: 123). Aşırı güvenin, kendine atfetme davranışını doğurması sebebiyle iki davranış biçimi iç içe geçmiş bir özelliktedir. Bu iki davranış biçimi doğrultusunda hareket eden yatırımcı modelinde aşırı güven aşırı tepkiye, kendine atfetme ise eksik reaksiyona neden olmaktadır (Sönmez, 2010: 97).

2.3.6.3. Heterojen yatırımcılar arasında interaktif ilişki üzerine kurulu Hong ve Stein Modeli

Bu model diğer davranışsal finans modelleri ile aynı amaçtır; fakat temsili yatırımcı davranışlarına açıklık getirmekten ziyade, heterojen yatırımcılar arasındaki interaktif ilişkiyi vurgulamaktadır. Modelde; piyasada “haber avcıları (newswatchers)” ve “momentum yatırımcıları” olmak üzere iki tipte yatırımcı vardır. Bu yatırımcılar yalnızca tek tür bilgi kullanabilmektedir ve yatırımcıların rasyonellikleri sınırlıdır. Yatırımcılar sınırlı rasyonelliktedir bundan dolayı her yatırımcı çeşidi ulaşılabilir kamusal bilginin yalnızca bazı alt kümeleri ile işlem yapabilir niteliktedir (Barak, 2008: 123).

Haber avcıları, tahminlerini sadece geleceğe dair gerçekleştirdikleri gözlemlerinden hareketle yaparken, var olan ve önceki bilgileri tahminlerinde kullanmakta eksik kalmaktadır. Bu yatırımcılar, herhangi bir hisse senedini değerlendirirken temel analizi kullanan fakat teknik analizi kullanmakta eksik kalan bir yatırımcıya benzetilebilir (Sönmez, 2010: 98).

Momentum yatırımcıları ise haber avcılarının zıttı bir yapıdadır. Bu yatırımcılar, tamamen geçmiş fiyat hareketleri doğrultusunda yatırım tahminlerini yapmaktadır. Bu

tip yatırımcılar da tahminlerde temel analiz yerine tamamen teknik analizi kullanan yatırımcılar olarak tanımlanmaktadır (Sansar, 2016: 147).

Bu model uygulanmış ve güvenilir görülmüştür. Modelde aşırı reaksiyon ve düşük reaksiyonun bütünleştiği varsayılmaktadır. Esasında modelin işleyişinde gruptan biri özel bilgiye eksik reaksiyon verme eğilimindeyken, diğer grup bu eksik reaksiyonu arbitraj yoluyla kazanca çevirmeyi arzulamaktadır. Yani, özel bilgi haber avcıları arasında yavaş bir şekilde yayılmaktadır. Momentum yatırımcıları modelin içine alındığında haber avcılarının eksik bıraktığı tepki arbitraj yapılarak, fiyat yeni bilgilere daha hızlı adapte edilip piyasanın etkinliğinin artması sağlanır. Ek olarak modelde bu iki yatırımcının hareket zamanlarını ve yeteneklerini tahmin eden arbitrajcılarla piyasa, aşırı ve düşük reaksiyona açık bir pozisyonda olmaktadır (Aydın ve Ağan, 2017: 54).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KİTLESEL FONLAMA PLATFORMLARINDA BİR UYGULAMA

Çalışmanın birinci bölümünde kitlesel fonlama kavramı incelenmiş, modelleri, dünyada ve Türkiye’deki uygulamaları ele alınmıştır. İkinci bölümünde ise klasik finans teorilerinden, temel varsayımlardan bahsedilmiştir ve bu temel varsayımlara bir eleştiri niteliğinde olan davranışsal finans kavramı, yatırımcıları etkisine alan eğilimler, davranışsal finans modelleri ele alınmıştır. Üçüncü bölümde bireylerin kitlesel fonlama kararlarında, etkisi altında kaldıkları davranışsal finans eğilimlerini incelemek adına yapılan analizlerin bulguları sunulacak ve yorumlanacaktır.

1.1. Araştırmanın Amacı ve Yöntemi

Çalışmanın temel amacı, ilk bölümde ele alınan alternatif bir finansman yöntemi olan kitlesel fonlama uygulamasında, bireylerin etkisinde kaldıkları eğilimlerin, davranışsal finans açısından incelenmesidir. Kitlesel fonlama dünya çapında oldukça yaygın bir şekilde kullanılmaktadır. Ülkemizde de yaygınlaşacağı, gelişme göstereceği düşünülmektedir. Bu tezde kitlesel fonlama kararları verirken bireylerin davranışsal finansa konu olan eğilimlerin etkisinde kalıp kalmadığı incelenecektir. Bu amaçla kitlesel fonlama katılımcılarının etkisinde kaldıkları eğilimleri incelemek adına anket formu hazırlanmıştır.

28 Mart- 13 Nisan 2019 tarihleri arasında gerçekleştirilen anket çalışması kitlesel fonlama platformlarını kullanan bireylerle gerçekleştirilmiştir. Bu hedef kitlenin seçilmesindeki amaç, kitlesel fonlama ülkemiz için oldukça yeni bir uygulamadır, dolayısıyla kitlesel fonlama hakkında bilgi sahibi olan kişi sayısı sınırlıdır, en doğru verilere ulaşmak amacıyla kitlesel fonlamayı bilen, kitlesel fonlama platformları kullanan, daha önce bir projeye destek olmuş ya da gelecekte destek olabilecek kişilere internet üzerinden anket uygulanmıştır. 250 katılımcıya ulaşılmıştır. Anketler, kitlesel fonlama platformlarında projelerin yorum kısmında katılımcılara sunulmuştur. Ayrıca platformların sosyal medya hesaplarıyla da iletişime geçilerek yeterli sayıya hızlı bir şekilde ulaşılması sağlanmıştır. Anket soruları literatür taraması yapılarak (Böyükaslan, 2012; Hamurcu, 2015; Valsø, 2016) oluşturulmuştur.

Anket formunda toplam 26 soru yer almaktadır. İki bölümden oluşan anket formunun ilk bölümünde katılımcıların cinsiyeti, yaşı, medeni durumu ve daha önce kitlesel

fonlamaya katılıp katılmadığı sorulmuştur. İkinci bölümde ise, etkisinde kaldıkları davranışsal finans eğilimlerini incelemek adına 22 tane 5’li Likert Ölçekli değerlendirme sorusu bulunmaktadır. Anketin ikinci bölümünde yer alan;

- 1-2-3. sorular aşırı güven eğilimini,
- 4-5-6. sorular aşırı iyimserlik eğilimini,
- 7-8-9-10. sorular temsiliyet eğilimini,
- 11-12-13. sorular mevcudiyet eğilimini,
- 14-15-16. sorular aşına olanı tercih etme eğilimini,
- 17-18-19. sorular sürü davranışı eğilimini,
- 20-21-22. sorular kendini doğrulatma eğilimini ölçmeye yönelik sorulmuştur.

Bu sorular kitlesel fonlama hakkında bilgisi olan herkesin cevaplayabileceği tarzdadır. Ankette veriler ilk olarak betimleyici yöntemle yorumlanmıştır. Daha sonra, istatistiksel yöntemle hipotezlerin analizi yapılmıştır. Veriler SPSS 22.0 paket programı ile analiz edilmiştir.

1.2.Güvenilirlik Analizi

Güvenirlilik, bir ölçümün bir bilimsel açıklamanın ölçmek ya da açıklamak istediği şeyi tutarlı bir biçimde ve doğru olarak göstermesi ya da açıklaması niteliğidir. Diğer bir deyişle güvenirlik, aynı süreçlerin izlenmesi ve aynı ölçütlerin kullanılması ile aynı sonuçların alınmasıdır.

Bir ölçeğin güvenirliğini ölçmek için çeşitli yaklaşımlar kullanılmaktadır. Bunlardan birisi de içsel tutarlılık analizidir. İçsel tutarlılık ölçümünde en yaygın kullanılan yöntem Cronbach Alpha olarak da bilinen alfa katsayısıdır.

Araştırma hipotezlerini test etmek amacıyla yapılan analizlere geçmeden önce ölçeklerin güvenirliği ölçülmüştür. Güvenirlik katsayısı (cronbach’s alpha) 0.00-1.00 arası bir değer almaktadır. Eğer bu değer 0.70’in üzerindeyse ölçek güvenilir olarak nitelendirilmektedir. Güvenirlik katsayısı 1.00’a yaklaştıkça ölçeğin güvenirliği artmaktadır. Bu çalışmada, Tablo 3.1.’de görüldüğü gibi ölçeklerin güvenirliğini ölçmek için Cronbach Alfa değerleri hesaplanmış ve elde edilen Alpha değerleri 0,80 – 1.00 arasında yoğunlaşmıştır. Cronbach’s Alfa Katsayısının değerlendirilmesinde uyulan değerlendirme ölçütü;

- $0.00 \leq \alpha < 0.40$ ise ölçek güvenilir değildir.
- $0.40 \leq \alpha < 0.60$ ise ölçek düşük güvenilirliktedir.
- $0.60 \leq \alpha < 0.80$ ise ölçek oldukça güvenilirdir.
- $0.80 \leq \alpha < 1.00$ ise ölçek yüksek derecede güvenilirdir.

Tablo 3.1. Güvenilirlik Testi

Cronbach's Alpha Katsayısı	Soru Sayısı
,815	26

3.2. Araştırmanın Hipotezleri

Güvenilirlik testi yapıldıktan sonra anket formunun ilk bölümünde yer alan yaş, cinsiyet, medeni durum ve daha önce kitlesel fonlama katılıp katılmaması gibi temel değişkenlerle davranışsal finansa konu olan eğilimlerin arasında anlamlı bir farklılık olup olmadığı ölçmek için oluşturulan hipotezler aşağıdaki şekildedir.

H_1 : Aşırı güven eğilimi katılımcıların cinsiyet değişkenine göre anlamlı bir farklılık göstermektedir.

H_2 : Aşırı iyimserlik eğilimi katılımcıların cinsiyet değişkenine göre anlamlı bir farklılık göstermektedir.

H_3 : Temsiliyet eğilimi katılımcıların cinsiyet değişkenine göre anlamlı bir farklılık göstermektedir.

H_4 : Mevcudiyet eğilimi katılımcıların cinsiyet değişkenine göre anlamlı bir farklılık göstermektedir.

H_5 : Aşına olanı tercih etme eğilimi katılımcıların cinsiyet değişkenine göre anlamlı bir farklılık göstermektedir.

H_6 : Sürü davranışı eğilimi katılımcıların cinsiyet değişkenine göre anlamlı bir farklılık göstermektedir.

H_7 : Kendini doğrulatma eğilimi katılımcıların cinsiyet değişkenine göre anlamlı bir farklılık göstermektedir.

H_8 : Aşırı güven eğilimi katılımcıların yaş değişkenine göre anlamlı bir farklılık göstermektedir.

H_9 : Aşırı iyimserlik eğilimi katılımcıların yaş değişkenine göre anlamlı bir farklılık göstermektedir.

H_{10} : Temsiliyet eğilimi katılımcıların yaş değişkenine göre anlamlı bir farklılık göstermektedir.

H_{11} : Mevcudiyet eğilimi katılımcıların yaş değişkenine göre anlamlı bir farklılık göstermektedir.

H_{12} : Aşına olanı tercih etme eğilimi katılımcıların yaş değişkenine göre anlamlı bir farklılık göstermektedir.

H_{13} : Sürü davranışı eğilimi katılımcıların yaş değişkenine göre anlamlı bir farklılık göstermektedir.

H_{14} : Kendini doğrulatma eğilimi katılımcıların yaş değişkenine göre anlamlı bir farklılık göstermektedir.

H_{15} : Aşırı güven eğilimi katılımcıların medeni durum değişkenine göre anlamlı bir farklılık göstermektedir.

H_{16} : Aşırı iyimserlik eğilimi katılımcıların medeni durum değişkenine göre anlamlı bir farklılık göstermektedir.

H_{17} : Temsiliyet eğilimi katılımcıların medeni durum değişkenine göre anlamlı bir farklılık göstermektedir.

H_{18} : Mevcudiyet eğilimi katılımcıların medeni durum değişkenine göre anlamlı bir farklılık göstermektedir.

H_{19} : Aşına olanı tercih etme eğilimi katılımcıların medeni durum değişkenine göre anlamlı bir farklılık göstermektedir.

H_{20} : Sürü davranışı eğilimi katılımcıların medeni durum değişkenine göre anlamlı bir farklılık göstermektedir.

H_{21} : Kendini doğrulatma eğilimi katılımcıların medeni durum değişkenine göre anlamlı bir farklılık göstermektedir.

H_{22} : Aşırı güven eğilimi katılımcıların daha önce kitlesel fonlamaya katılıp katılmaması değişkenine göre anlamlı bir farklılık göstermektedir.

H_{23} : Aşırı iyimserlik eğilimi katılımcıların daha önce kitlesel fonlamaya katılıp katılmaması değişkenine göre anlamlı bir farklılık göstermektedir.

H_{24} : Temsiliyet eğilimi katılımcıların daha önce kitlesel fonlamaya katılıp katılmaması değişkenine göre anlamlı bir farklılık göstermektedir.

H_{25} : Mevcudiyet eğilimi katılımcıların daha önce kitlesel fonlamaya katılıp katılmaması değişkenine göre anlamlı bir farklılık göstermektedir.

H_{26} : Aşına olanı tercih etme eğilimi katılımcıların daha önce kitlesel fonlamaya katılıp katılmaması değişkenine göre anlamlı bir farklılık göstermektedir.

H_{27} : Sürü davranışı eğilimi katılımcıların daha önce kitlesel fonlamaya katılıp katılmaması değişkenine göre anlamlı bir farklılık göstermektedir.

H_{28} : Kendini doğrulatma eğilimi katılımcıların daha önce kitlesel fonlamaya katılıp katılmaması değişkenine göre anlamlı bir farklılık göstermektedir.

3.3.Araştırmanın Bulguları

Bu bölümde anket sorularından elde edilen tanımlayıcı istatistiklere ilişkin bulgular, ölçeklere verilen cevaplara ilişkin bulgular ve araştırmanın problemlerine ilişkin bulgular sunulmuştur. Öncelikle anket katılımcılarının demografik değişkenlerinin frekans analizi yapılmış, ardından verilen ölçeklere göre eğilimlerin etkisinde kalma durumları analiz edilmiş, son olarak katılımcıların cinsiyet, yaş, medeni durum ve daha önce kitlesel fonlamaya katılıp katılmaması ile davranışsal finans eğilimleri arasında anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla Independent-Samples T-testi ve tek yönlü varyans analizi (ANOVA) yapılmıştır. Çıkan sonuçlar tablolarla gösterilmiştir.

3.3.1. Tanımlayıcı istatistiklere ilişkin bulgular

Tanımlayıcı İstatistik Testleri; bilimsel araştırmalar kapsamında elde edilen ve genellikle düzensiz olan verilerin yapısını ortaya çıkarmak için kullanılan testlerdir diğer bir ifade ile bilimsel araştırmalar kapsamında elde edilen ham verinin işlenmesi sürecinde kullanılmaktadır. Tanımlayıcı istatistik testleri kapsamında önce

araştırmaya katılan veri grubunun “kişisel bilgi formu” kapsamında yanıtladığı sorulara;

- Cinsiyetiniz?
- Yaşınız?
- Medeni Durumunuz?
- Daha önce herhangi bir projeye destek verdiniz mi?

İlişkin verdikleri cevaplar analiz edilmiştir.

Tablo 3.2. Katılımcıların Cinsiyet Açısından Dağılımları

	Frekans	Yüzde	Geçerli Yüzde	Toplamlı Yüzde
Kadın	91	36,4	36,4	36,4
Erkek	159	63,6	63,6	100,0
Toplam	250	100,0	100,0	

Tablo 3.2.’de görüldüğü üzere çalışmaya 159 (%63,6) erkek birey ve 91 (%36,4) kadın birey katılmıştır.

Tablo 3.3. Katılımcıların Yaşları Açısından Dağılımları

	Frekans	Yüzde	Geçerli Yüzde	Toplamlı Yüzde
20 ve altı	1	,4	,4	,4
21-30	138	55,2	55,2	55,6
31-40	92	36,8	36,8	92,4
41-50	19	7,6	7,6	100,0
Toplam	250	100,0	100,0	

Tablo 3.3.’te görüldüğü üzere çalışmaya 20 yaş altı 1 (%0,4) birey, 21-30 yaşında 138 (%55,2) birey, 31-40 yaşında 92 (%36,8) birey ve 41-50 yaşında, 19 (%7,6) birey

katılmıştır. Buradan hareketle araştırmaya dahil olan katılımcıların çoğunluğunu (%55,2) 21-30 yaş grubu oluşturmaktadır.

Tablo 3.4. Katılımcıların Medeni Durumları Açısından Dağılımları

	Frekans	Yüzde	Geçerli Yüzde	Toplamlı Yüzde
Evli	117	46,8	46,8	46,8
Bekar	133	53,2	53,2	100,0
Toplam	250	100,0	100,0	

Tablo 3.4.'te görüldüğü üzere çalışmaya 117 (%46,8) evli birey ve 133 (%53,2) bekar birey katılmıştır.

Tablo 3.5. Katılımcıların Daha Önce Herhangi Bir Projeyi Desteklemeleri Açısından Dağılımları

	Frekans	Yüzde	Geçerli Yüzde	Toplamlı Yüzde
Evet	109	43,6	43,6	43,6
Hayır	141	56,4	56,4	100,0
Toplam	250	100,0	100,0	

Tablo 3.5.'te görüldüğü üzere çalışmaya katılan 109 (%43,6) birey daha önce herhangi bir projeyi desteklerken 141 (%56,4) birey herhangi bir projeyi desteklememiştir.

3.3.2. Ölçeklere verilerin cevaplara ilişkin bulgular

Bu bölümde; katılımcıların davranışsal finans yaklaşımına konu olan eğilimlerini belirlemek ve analiz etmek amacıyla yöneltlen sorulara verdikleri yanıtların dağılımları sunulmuştur.

Tablo 3.6. Aşırı Güven Eğilimi Ölçeğinin Cevaplarının Dağılımları

	Frekans	Yüzde	Geçerli Yüzde	Toplamlı Yüzde
Kesinlikle katılmıyorum	1	,4	,4	,4
Katılmıyorum	36	14,4	14,4	14,8
Kararsızım	67	26,8	26,8	41,6
Katılıyorum	56	22,4	22,4	64,0
Kesinlikle katılıyorum	90	36,0	36,0	100,0
Toplam	250	100,0	100,0	

Tablo 3.6.'da görüldüğü üzere, araştırmaya katılan katılımcılardan Aşırı Güven Eğilimi Ölçeğine %36'sı (90 kişi) kesinlikle katılıyorum, %22,4'ü (56 kişi) katılıyorum, %26,8'i (67 kişi) kararsızım, %14,4'ü (36 kişi) katılmıyorum, %0,4'ü (1 kişi) kesinlikle katılmıyorum şeklinde cevaplamıştır. Buradan hareketle araştırmaya katılan bireylerin çoğunluğu (%36) aşırı güven eğilimi göstermektedir.

Tablo 3.7. Aşırı İyimserlik Eğilimi Ölçeğinin Cevaplarının Dağılımları

	Frekans	Yüzde	Geçerli Yüzde	Toplamlı Yüzde
Katılmıyorum	6	2,4	2,4	2,4
Kararsızım	41	16,4	16,4	18,8
Katılıyorum	95	38,0	38,0	56,8
Kesinlikle katılıyorum	108	43,2	43,2	100,0
Toplam	250	100,0	100,0	

Tablo 3.7.'de görüldüğü üzere, araştırmaya katılan katılımcılardan Aşırı İyimserlik Eğilimi Ölçeğine %43,2'si (108 kişi) kesinlikle katılıyorum, %38'i (95 kişi) katılıyorum, %16,4'ü (41 kişi) kararsızım, %2,4'ü (6 kişi) katılmıyorum şeklinde cevaplamıştır. Buradan hareketle araştırmaya katılan bireylerin çoğunluğu (%43,2) aşırı iyimserlik eğilimi göstermektedir.

Tablo 3.8. Temsiliyet Eğilimi Ölçeğinin Cevaplarının Dağılımları

	Frekans	Yüzde	Geçerli Yüzde	Toplamlı Yüzde
Katılmıyorum	1	,4	,4	,4
Kararsızım	33	13,2	13,2	13,6
Katılıyorum	115	46,0	46,0	59,6
Kesinlikle katılıyorum	101	40,4	40,4	100,0
Toplam	250	100,0	100,0	

Tablo 3.8.'de görüldüğü üzere araştırmaya katılan katılımcılardan Temsiliyet Eğilimi Ölçeğine %40,4'ü (101 kişi) kesinlikle katılıyorum, %46'sı (115 kişi) katılıyorum, %13,2'si (33 kişi) kararsızım, %0,4'ü (1 kişi) katılmıyorum şeklinde cevaplamıştır. Buradan hareketle araştırmaya katılan bireylerin çoğunluğu (%46) temsiliyet eğilimi göstermektedir.

Tablo 3.9. Mevcudiyet Eğilimi Ölçeğinin Cevaplarının Dağılımları

	Frekans	Yüzde	Geçerli Yüzde	Toplamlı Yüzde
Kesinlikle katılmıyorum	1	,4	,4	,4
Katılmıyorum	32	12,8	12,8	13,2
Kararsızım	156	62,4	62,4	75,6
Katılıyorum	55	22,0	22,0	97,6
Kesinlikle katılıyorum	6	2,4	2,4	100,0
Toplam	250	100,0	100,0	

Tablo 3.9.'da görüldüğü üzere, araştırmaya katılan katılımcılardan Mevcudiyet Eğilimi Ölçeğine %2,4'ü (6 kişi) kesinlikle katılıyorum, %22'si (55 kişi) katılıyorum, %62,4'ü (156 kişi) kararsızım, %12,8'i (32 kişi) katılmıyorum, %0,4'ü (1 kişi) kesinlikle katılmıyorum şeklinde cevaplamıştır. Buradan hareketle araştırmaya katılan bireylerin çoğunluğu (%62,4) bu ölçekte net bir tavır belirtmemiştir.

Tablo 3.10. Aşına Olanı Tercih Etme Eğilimi Ölçeğinin Cevaplarının Dağılımları

	Frekans	Yüzde	Geçerli Yüzde	Toplamlı Yüzde
Katılmıyorum	13	5,2	5,2	5,2
Kararsızım	19	7,6	7,6	12,8
Katılıyorum	63	25,2	25,2	38,0
Kesinlikle katılıyorum	155	62,0	62,0	100,0
Toplam	250	100,0	100,0	

Tablo 3.10.'da görüldüğü üzere, araştırmaya katılan katılımcılardan Aşırı İyimserlik Eğilimi Ölçeğine %62'si (155 kişi) kesinlikle katılıyorum, %25,2'si (63 kişi) katılıyorum, %7,6'sı (19 kişi) kararsızım, %5,2'si (13 kişi) katılmıyorum şeklinde cevaplamıştır. Buradan hareketle araştırmaya katılan bireylerin çoğunluğu (%62) aşına olanı tercih etmektedir.

Tablo 3.11. Sürü Davranışı Eğilimi Ölçeğinin Cevaplarının Dağılımları

	Frekans	Yüzde	Geçerli Yüzde	Toplamlı Yüzde
Kesinlikle katılmıyorum	1	,4	,4	,4
Katılmıyorum	7	2,8	2,8	3,2
Kararsızım	23	9,2	9,2	12,4
Katılıyorum	109	43,6	43,6	56,0
Kesinlikle katılıyorum	110	44,0	44,0	100,0
Toplam	250	100,0	100,0	

Tablo 3.11.'de görüldüğü üzere, araştırmaya katılan katılımcılardan sürü davranışı ölçeğine %44'ü (110 kişi) kesinlikle katılıyorum, %43,6'sı (109 kişi) katılıyorum, %9,2'si (23 kişi) kararsızım, %2,8'i (7 kişi) katılmıyorum, %0,4'ü (1 kişi) kesinlikle katılmıyorum şeklinde cevaplamıştır. Buradan hareketle araştırmaya katılan bireylerin çoğunluğu (%44) sürü davranışı sergilemektedir.

Tablo 3.12. Kendini Doğrulatma Eğilimi Ölçeğinin Cevaplarının Dağılımları

	Frekans	Yüzde	Geçerli Yüzde	Toplamlı Yüzde
Kesinlikle katılmıyorum	16	6,4	6,4	6,4
Katılmıyorum	86	34,4	34,4	40,8
Kararsızım	94	37,6	37,6	78,4
Katılıyorum	35	14,0	14,0	92,4
Kesinlikle katılıyorum	19	7,6	7,6	100,0
Toplam	250	100,0	100,0	

Tablo 3.12.'de görüldüğü üzere, araştırmaya katılan katılımcılardan kendini doğrulatma eğilimi ölçeğine %7,6'sı (19 kişi) kesinlikle katılıyorum, %14'ü (35 kişi)

katılıyorum, %37,6'sı (94 kişi) kararsızım, %34,4'ü (86 kişi) katılmıyorum, %6,4'ü (16 kişi) kesinlikle katılmıyorum şeklinde cevaplamıştır. Buradan hareketle araştırmaya katılan bireylerin çoğunluğu bu ölçekte net bir tavır belirtmemiştir.

3.3.3. Araştırmanın problemlerine ilişkin bulgular

Aşırı güven eğiliminin cinsiyet değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla Independent-Samples T-testi yapılmış olup yapılan Independent-Samples T-testine ait değerler Tablo 3.13.'te gösterilmiştir.

Tablo 3.13. Cinsiyet Değişkeni ve Aşırı Güven Eğiliminin İlişkisi

Cinsiyet	N	Ortalama	Standart Sapma	P
Kadın	91	3,65	1,099	,117
Erkek	159	3,87	1,089	,119

Aşırı güven eğiliminin cinsiyet değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek üzere yapılan Independent-Samples T-testi sonucunda bulunan p değerine göre istatistiksel olarak ,05 düzeyinde anlamlı bir fark belirlenmemiştir ($p = ,117$; $p = ,119$). H_1 hipotezi reddedilmiştir.

Aşırı İyimserlik eğiliminin cinsiyet değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla Independent-Samples T-testi yapılmış olup yapılan Independent-Samples T-testine ait değerler Tablo 3.14.'te gösterilmiştir.

Tablo 3.14. Cinsiyet Değişkeni ve Aşırı İyimserlik Eğiliminin İlişkisi

Cinsiyet	N	Ortalama	Standart Sapma	P
Kadın	91	4,11	,809	,101
Erkek	159	4,28	,797	,103

Aşırı iyimserlik eğiliminin cinsiyet değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek üzere yapılan Independent-Samples T-testi sonucunda

bulunan p değerine göre istatistiksel olarak ,05 düzeyinde anlamlı bir fark belirlenmemiştir ($p=,101$; $p=,103$). H_2 hipotezi reddedilmiştir.

Temsiliyet eğiliminin cinsiyet değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla Independent-Samples T-testi yapılmış olup yapılan Independent-Samples T-testine ait değerler Tablo 3.15.'te gösterilmiştir.

Tablo 3.15. Cinsiyet Değişkeni ve Temsiliyet Eğiliminin İlişkisi

Cinsiyet	N	Ortalama	Standart Sapma	P
Kadın	91	4,18	,660	,130
Erkek	159	4,31	,713	,122

Temsiliyet eğiliminin cinsiyet değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek üzere yapılan Independent-Samples T-testi sonucunda bulunan p değerine göre istatistiksel olarak ,05 düzeyinde anlamlı bir fark belirlenmemiştir ($p=,130$; $p=,122$). H_3 hipotezi reddedilmiştir.

Mevcudiyet eğiliminin cinsiyet değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla Independent-Samples T-testi yapılmış olup yapılan Independent-Samples T-testine ait değerler Tablo 3.16.'da gösterilmiştir.

Tablo 3.16. Cinsiyet Değişkeni ve Mevcudiyet Eğiliminin İlişkisi

Cinsiyet	N	Ortalama	Standart Sapma	P
Kadın	91	3,07	,611	,237
Erkek	159	3,17	,695	,220

Mevcudiyet eğiliminin cinsiyet değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek üzere yapılan Independent-Samples T-testi sonucunda bulunan p değerine göre istatistiksel olarak ,05 düzeyinde anlamlı bir fark belirlenmemiştir ($p=,237$; $p=,220$). H_4 hipotezi reddedilmiştir.

Aşına olanı tercih etme eğiliminin cinsiyet değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla Independent-Samples T-testi yapılmış olup yapılan Independent-Samples T-testine ait değerler Tablo 3.17.'de gösterilmiştir.

Tablo 3.17. Cinsiyet Değişkeni ve Aşına Olanı Tercih Etme Eğiliminin İlişkisi

Cinsiyet	N	Ortalama	Standart Sapma	P
Kadın	91	4,47	,750	,646
Erkek	159	4,42	,896	,630

Aşına olanı tercih etme eğiliminin cinsiyet değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek üzere yapılan Independent-Samples T-testi sonucunda bulunan p değerine göre istatistiksel olarak ,05 düzeyinde anlamlı bir fark belirlenmemiştir ($p = ,646$; $p = ,630$). H_5 hipotezi reddedilmiştir.

Sürü davranışı eğiliminin cinsiyet değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla Independent-Samples T-testi yapılmış olup yapılan Independent-Samples T-testine ait değerler Tablo 3.18.'de gösterilmiştir.

Tablo 3.18. Cinsiyet Değişkeni ve Sürü Davranışının Eğiliminin İlişkisi

Cinsiyet	N	Ortalama	Standart Sapma	P
Kadın	91	4,32	,648	,061
Erkek	159	4,26	,844	,061

Sürü davranışı eğiliminin cinsiyet değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek üzere yapılan Independent-Samples T-testi sonucunda bulunan p değerine göre istatistiksel olarak ,05 düzeyinde anlamlı bir fark belirlenmemiştir ($p = ,061$). H_6 hipotezi reddedilmiştir.

Kendini doğrulatma eğiliminin cinsiyet değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla Independent-Samples T-testi yapılmış olup yapılan Independent-Samples T-testine ait değerler Tablo 3.19.'da gösterilmiştir.

Tablo 3.19. Cinsiyet Değişkeni ve Kendini Doğrulatma Eğiliminin İlişkisi

Cinsiyet	N	Ortalama	Standart Sapma	P
Kadın	91	2,76	,848	,465
Erkek	159	2,86	1,090	,434

Kendini doğrulatma eğiliminin cinsiyet değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek üzere yapılan Independent-Samples T-testi sonucunda bulunan p değerine göre istatistiksel olarak ,05 düzeyinde anlamlı bir fark belirlenmemiştir ($p= ,465$; $p= ,434$). H_7 hipotezi reddedilmiştir.

Aşırı Güven eğiliminin yaş değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla tek yönlü varyans analizi (ANOVA) yapılmış olup yapılan tek yönlü varyans analizine (ANOVA) ait değerler Tablo 3.20’de gösterilmiştir.

Tablo 3.20. Yaş Değişkeni ve Aşırı Güven Eğiliminin İlişkisi

Yaş	N	Ortalama	P
21-30	138	3,49	,000
31-40	92	4,16	
41-50	19	4,32	
Toplam	249	3,80	

Aşırı güven eğiliminin yaş değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek üzere yapılan tek yönlü varyans analizi (ANOVA) sonucunda bulunan p değerine göre istatistiksel olarak ,05 düzeyinde anlamlı bir fark belirlenmiştir ($p= ,000$). H_8 hipotezi kabul edilmiştir.

Aşırı güven eğiliminin yaş değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek üzere yapılan tek yönlü varyans analizi (ANOVA) sonucunda bulunan p değerine göre istatistiksel olarak ,05 düzeyinde anlamlı bir fark belirlenmiştir ($p= ,000$). Anlamlı farklılık yönü Tablo 3.20.1.’de görüldüğü üzere 21-30 ve 31-40 yaş arasında ve 21-30 ve 41-50 yaş arasındadır.

Tablo 3.20.1. Yaş Değişkeni ve Aşırı Güven Eğiliminin İlişkisinin Yönü

Tukey HSD						
(I)yaş	(J) yaş	Ortalamalar Arasındaki Fark (I-J)	Std. Hata	Anlamlılık Düzeyi	%95 Güven Aralığı	
					Alt sınır	Üst Sınır
21-30	31-40	-,678*	,140	,000	-1,01	-,35
	41-50	-,830*	,254	,004	-1,43	-,23
31-40	21-30	,678*	,140	,000	,35	1,01
	41-50	-,153	,262	,829	-,77	,46
41-50	21-30	,830*	,254	,004	,23	1,43
	31-40	,153	,262	,829	-,46	,77

Aşırı iyimserlik eğiliminin yaş değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla tek yönlü varyans analizi (ANOVA) yapılmış olup yapılan tek yönlü varyans analizine (ANOVA) ait değerler Tablo 3.21.'de gösterilmiştir.

Tablo 3.21. Yaş Değişkeni ve Aşırı İyimserlik Eğiliminin İlişkisi**ANOVA**

	Kareler Toplamı	Serbestlik Derecesi	Kareler Ortalaması	F	Anlamlılık Düzeyi
Gruplar Arası	2,256	3	,752	1,166	,323
Gruplar İçi	158,644	246	,645		
Toplam	160,900	249			

Aşırı iyimserlik eğiliminin yaş değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek üzere yapılan tek yönlü varyans analizi (ANOVA) sonucunda bulunan p değerine göre istatistiksel olarak ,05 düzeyinde anlamlı bir fark belirlenmemiştir ($p=,323$). H_0 hipotezi reddedilmiştir

Temsiliyet eğiliminin yaş değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla tek yönlü varyans analizi (ANOVA) yapılmış olup yapılan tek yönlü varyans analizine (ANOVA) ait değerler Tablo 3.22.'de gösterilmiştir.

Tablo 3.22. Yaş Değişkeni ve Temsiliyet Eğiliminin İlişkisi

ANOVA

	Kareler Toplamı	Serbestlik Derecesi	Kareler Ortalaması	F	Anlamlılık Düzeyi
Gruplar Arası	3,749	3	1,250	2,632	,051
Gruplar İçi	116,827	246	,475		
Toplam	120,576	249			

Temsiliyet eğiliminin yaş değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek üzere yapılan tek yönlü varyans analizi (ANOVA) sonucunda bulunan p değerine göre istatistiksel olarak ,05 düzeyinde anlamlı bir fark belirlenmemiştir ($p = ,051$). H_{10} hipotezi reddedilmiştir.

Mevcudiyet eğiliminin yaş değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla tek yönlü varyans analizi (ANOVA) yapılmış olup yapılan tek yönlü varyans analizine (ANOVA) ait değerler Tablo 3.23.'te gösterilmiştir.

Tablo 3.23. Yaş Değişkeni ve Mevcudiyet Eğiliminin İlişkisi

ANOVA

	Kareler Toplamı	Serbestlik Derecesi	Kareler Ortalaması	F	Anlamlılık Düzeyi
Gruplar Arası	,321	3	,107	,238	,870
Gruplar İçi	110,323	246	,448		
Toplam	110,644	249			

Mevcudiyet eğiliminin yaş değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek üzere yapılan tek yönlü varyans analizi (ANOVA) sonucunda bulunan p değerine göre istatistiksel olarak ,05 düzeyinde anlamlı bir fark belirlenmemiştir ($p=,870$). H_{11} hipotezi reddedilmiştir.

Aşına olanı tercih etme eğiliminin yaş değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla tek yönlü varyans analizi (ANOVA) yapılmış olup yapılan tek yönlü varyans analizine (ANOVA) ait değerler Tablo 3.24.'te gösterilmiştir.

Tablo 3.24. Yaş Değişkeni ve Aşına Olanı Tercih Etme Eğiliminin İlişkisi

ANOVA

	Kareler Toplamı	Serbestlik Derecesi	Kareler Ortalaması	F	Anlamlılık Düzeyi
Gruplar Arası	3,784	3	1,261	1,785	,151
Gruplar İçi	173,816	246	,707		
Toplam	177,600	249			

Aşına olanı tercih etme eğiliminin yaş değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek üzere yapılan tek yönlü varyans analizi (ANOVA) sonucunda bulunan p değerine göre istatistiksel olarak ,05 düzeyinde anlamlı bir fark belirlenmemiştir ($p=,151$). H_{12} hipotezi reddedilmiştir.

Sürü davranışı eğiliminin yaş değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla tek yönlü varyans analizi (ANOVA) yapılmış olup yapılan tek yönlü varyans analizine (ANOVA) ait değerler Tablo 3.25'te gösterilmiştir.

Tablo 3.25. Yaş Değişkeni ve Sürü Davranışı Eğiliminin İlişkisi

ANOVA

	Kareler Toplamı	Serbestlik Derecesi	Kareler Ortalaması	F	Anlamlılık Düzeyi
Gruplar Arası	1,602	3	,534	,883	,451
Gruplar İçi	148,798	246	,605		
Toplam	150,400	249			

Sürü davranışı eğiliminin yaş değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek üzere yapılan tek yönlü varyans analizi (ANOVA) sonucunda bulunan p değerine göre istatistiksel olarak ,05 düzeyinde anlamlı bir fark belirlenmemiştir ($p=,451$). H_{13} hipotezi reddedilmiştir.

Kendini doğrulatma eğiliminin yaş değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla tek yönlü varyans analizi (ANOVA) yapılmış olup yapılan tek yönlü varyans analizine (ANOVA) ait değerler Tablo 3.26.'da gösterilmiştir.

Tablo 3.26. Yaş Değişkeni ve Kendini Doğrulatma Eğiliminin İlişkisi

ANOVA

	Kareler Toplamı	Serbestlik Derecesi	Kareler Ortalaması	F	Anlamlılık Düzeyi
Gruplar Arası	1,357	3	,452	,442	,723
Gruplar İçi	251,543	246	1,023		
Toplam	252,900	249			

Kendini doğrulatma eğiliminin yaş değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek üzere yapılan tek yönlü varyans analizi (ANOVA)

sonucunda bulunan p değerine göre istatistiksel olarak ,05 düzeyinde anlamlı bir fark belirlenmemiştir ($p= ,723$). H_{14} hipotezi reddedilmiştir.

Aşırı güven eğiliminin medeni durum değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla Independent-Samples T-testi yapılmış olup yapılan Independent-Samples T-testine ait değerler Tablo 3.27.'de gösterilmiştir.

Tablo 3.27. Medeni Durum Değişkeni ve Aşırı Güven Eğiliminin İlişkisi

Medeni Durum	N	Ortalama	Standart Sapma	P
Evli	117	4,05	1,110	,001
Bekar	133	3,58	1,031	,001

Aşırı güven eğiliminin medeni durum değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek üzere yapılan Independent-Samples T-testi sonucunda bulunan p değerine göre istatistiksel olarak ,05 düzeyinde anlamlı bir fark belirlenmiştir ($p= ,001$). H_{15} hipotezi kabul edilmiştir.

Aşırı iyimserlik eğiliminin medeni durum değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla Independent-Samples T-testi yapılmış olup yapılan Independent-Samples T-testine ait değerler Tablo 3.28'de gösterilmiştir.

Tablo 3.28. Medeni Durum Değişkeni ve Aşırı İyimserlik Eğiliminin İlişkisi

Medeni Durum	N	Ortalama	Standart Sapma	P
Evli	117	4,30	,737	,120
Bekar	133	4,14	,854	,116

Aşırı iyimserlik eğiliminin medeni durum değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek üzere yapılan Independent-Samples T-testi sonucunda bulunan p değerine göre istatistiksel olarak ,05 düzeyinde anlamlı bir fark belirlenmemiştir ($p= ,120$; $p= ,116$). H_{16} hipotezi reddedilmiştir.

Temsiliyet eğiliminin medeni durum değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla Independent-Samples T-testi yapılmış olup yapılan Independent-Samples T-testine ait değerler Tablo 3.29.'da gösterilmiştir.

Tablo 3.29. Medeni Durum Değişkeni ve Temsiliyet Eğiliminin İlişkisi

Medeni Durum	N	Ortalama	Standart Sapma	P
Evli	117	4,35	,636	,050
Bekar	133	4,18	,737	,048

Temsiliyet eğiliminin medeni durum değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek üzere yapılan Independent-Samples T-testi sonucunda bulunan p değerine göre istatistiksel olarak ,05 düzeyinde anlamlı bir fark belirlenmemiştir ($p=,050$; $p=,048$). H_{17} hipotezi reddedilmiştir.

Mevcudiyet eğiliminin medeni durum değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla Independent-Samples T-testi yapılmış olup yapılan Independent-Samples T-testine ait değerler Tablo 3.30'da gösterilmiştir.

Tablo 3.30. Medeni Durum Değişkeni ve Mevcudiyet Eğiliminin İlişkisi

Medeni Durum	N	Ortalama	Standart Sapma	P
Evli	117	3,14	,684	,905
Bekar	133	3,13	,656	,906

Mevcudiyet eğiliminin medeni durum değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek üzere yapılan Independent-Samples T-testi sonucunda bulunan p değerine göre istatistiksel olarak ,05 düzeyinde anlamlı bir fark belirlenmemiştir ($p=,905$; $p=,906$). H_{18} hipotezi reddedilmiştir.

Aşına Olanı Tercih Etme eğiliminin medeni durum değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla Independent-Samples T-testi

yapılmış olup yapılan Independent-Samples T-testine ait değerler Tablo 3.31.'de gösterilmiştir.

Tablo 3.31. Medeni Durum Değişkeni ve Aşına Olanı Tercih Etme Eğiliminin İlişkisi

Medeni Durum	N	Ortalama	Standart Sapma	P
Evli	117	4,64	,703	,000
Bekar	133	4,26	,920	,000

Aşına Olanı Tercih Etme Eğiliminin medeni durum değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek üzere yapılan Independent-Samples T-testi sonucunda bulunan p değerine göre istatistiksel olarak ,05 düzeyinde anlamlı bir fark belirlenmiştir ($p = ,000$). H_{19} hipotezi kabul edilmiştir.

Sürü Davranışı eğiliminin medeni durum değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla Independent-Samples T-testi yapılmış olup yapılan Independent-Samples T-testine ait değerler Tablo 3.32.'de gösterilmiştir.

Tablo 3.32. Medeni Durum Değişkeni ve Sürü Davranışı Eğiliminin İlişkisi

Medeni Durum	N	Ortalama	Standart Sapma	P
Evli	117	4,36	,651	,107
Bekar	133	4,20	,868	,101

Sürü Davranışı eğiliminin medeni durum değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek üzere yapılan Independent-Samples T-testi sonucunda bulunan p değerine göre istatistiksel olarak ,05 düzeyinde anlamlı bir fark belirlenmemiştir ($p = ,107$; $p = ,101$). H_{20} hipotezi reddedilmiştir.

Kendini doğrulatma eğiliminin medeni durum değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla Independent-Samples T-testi yapılmış olup yapılan Independent-Samples T-testine ait değerler Tablo 3.33.'te gösterilmiştir.

Tablo 3.33. Medeni Durum Değişkeni ve Kendini Doğrulatma Eğiliminin İlişkisi

Kareler Toplamı	N	Ortalama	Standart Sapma	Anlamlılık Düzeyi
Evli	117	2,77	1,050	,449
Bekar	133	2,86	,975	,451

Kendini doğrulatma eğiliminin medeni durum değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek üzere yapılan Independent-Samples T-testi sonucunda bulunan p değerine göre istatistiksel olarak ,05 düzeyinde anlamlı bir fark belirlenmemiştir ($p= ,449$; $p= ,451$). H_{21} hipotezi reddedilmiştir.

Aşırı güven eğiliminin kitlesel fonlama projelerine destek olması ya da olmamasına göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla Independent-Samples T-testi yapılmış olup yapılan Independent-Samples T-testine ait değerler Tablo 3.34.'te gösterilmiştir.

Tablo 3.34. Kitlesel Fonlama Projelerine Destek Olması Ya Da Olmaması ve Aşırı Güven Eğiliminin İlişkisi

Daha Önce Herhangi Bir Projeyi Desteklediniz mi?	N	Ortalama	Standart Sapma	P
Evet	109	4,70	,518	,000
Hayır	141	3,10	,892	,000

Aşırı güven eğiliminin kitlesel fonlama projelerine destek olması ya da olmamasına göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek üzere yapılan Independent-Samples T-testi sonucunda bulunan p değerine göre istatistiksel olarak ,05 düzeyinde anlamlı bir fark belirlenmiştir ($p= ,000$). H_{22} hipotezi kabul edilmiştir.

Aşırı İyimserlik eğiliminin kitlesel fonlama projelerine destek olması ya da olmamasına göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla

Independent-Samples T-testi yapılmış olup yapılan Independent-Samples T-testine ait değerler Tablo 3.35.'te gösterilmiştir.

Tablo 3.35. Kitlesele Fonlama Projelerine Destek Olması Ya Da Olmaması ve Aşırı İyimserlik Eğiliminin İlişkisi

Daha Önce Herhangi Bir Projeyi Desteklediniz mi?	N	Ortalama	Standart Sapma	P
Evet	109	4,55	,616	,000
Hayır	141	3,96	,839	,000

Aşırı iyimserlik eğiliminin kitlesele fonlama projelerine destek olması ya da olmamasına anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek üzere yapılan Independent-Samples T-testi sonucunda bulunan p değerine göre istatistiksel olarak ,05 düzeyinde anlamlı bir fark belirlenmiştir ($p = ,000$). H_{23} hipotezi kabul edilmiştir.

Temsiliyet eğiliminin kitlesele fonlama projelerine destek olması ya da olmamasına göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla Independent-Samples T-testi yapılmış olup yapılan Independent-Samples T-testine ait değerler Tablo 3.36'da gösterilmiştir.

Tablo 3.36. Kitlesele Fonlama Projelerine Destek Olması Ya Da Olmaması ve Temsiliyet Eğiliminin İlişkisi

Daha Önce Herhangi Bir Projeyi Desteklediniz mi?	N	Ortalama	Standart Sapma	P
Evet	117	4,42	,566	,001
Hayır	141	4,14	,761	,001

Temsiliyet eğiliminin kitlesele fonlama projelerine destek olması ya da olmamasına göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek üzere yapılan

Independent-Samples T-testi sonucunda bulunan p değerine göre istatistiksel olarak ,05 düzeyinde anlamlı bir fark belirlenmiştir ($p = ,001$). H_{24} hipotezi kabul edilmiştir.

Mevcudiyet eğiliminin kitlesel fonlama projelerine destek olması ya da olmamasına göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla Independent-Samples T-testi yapılmış olup yapılan Independent-Samples T-testine ait değerler Tablo 3.37.'de gösterilmiştir.

Tablo 3.37. Kitlesel Fonlama Projelerine Destek Olması Ya Da Olmaması ve Mevcudiyet Eğiliminin İlişkisi

Daha Önce Herhangi Bir Projeyi Desteklediniz mi?	N	Ortalama	Standart Sapma	P
Evet	109	3,21	,771	,102
Hayır	141	3,07	,571	,115

Mevcudiyet eğiliminin kitlesel fonlama projelerine destek olması ya da olmamasına göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek üzere yapılan Independent-Samples T-testi sonucunda bulunan p değerine göre istatistiksel olarak ,05 düzeyinde anlamlı bir fark belirlenmemiştir ($p = ,102$; $p = ,115$). H_{25} hipotezi reddedilmiştir.

Aşına olanı tercih etme eğiliminin kitlesel fonlama projelerine destek olması ya da olmamasına göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla Independent-Samples T-testi yapılmış olup yapılan Independent-Samples T-testine ait değerler Tablo 3.38'de gösterilmiştir.

Tablo 3.38. Kitlese Fonlama Projelerine Destek Olması Ya Da Olmaması ve Aşına Olanı Tercih Etme Eğiliminin İlişkisi

Daha Önce Herhangi Bir Projeyi Desteklediniz mi?	N	Ortalama	Standart Sapma	P
Evet	109	4,68	,679	,000
Hayır	141	4,25	,915	,000

Aşına olanı tercih etme eğiliminin kitlese fonlama projelerine destek olması ya da olmamasına göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek üzere yapılan Independent-Samples T-testi sonucunda bulunan p değerine göre istatistiksel olarak ,05 düzeyinde anlamlı bir fark belirlenmiştir (p= ,000). H_{26} hipotezi kabul edilmiştir.

Sürü davranışı eğiliminin kitlese fonlama projelerine destek olması ya da olmamasına göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla Independent-Samples T-testi yapılmış olup yapılan Independent-Samples T-testine ait değerler Tablo 3.39’da gösterilmiştir.

Tablo 3.39. Kitlese Fonlama Projelerine Destek Olması Ya Da Olmaması ve Sürü Davranışının Eğiliminin İlişkisi

Daha Önce Herhangi Bir Projeyi Desteklediniz mi?	N	Ortalama	Standart Sapma	P
Evet	109	4,50	,689	,000
Hayır	141	4,10	,798	,000

Sürü davranışı eğiliminin kitlese fonlama projelerine destek olması ya da olmamasına göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek üzere yapılan Independent-Samples T-testi sonucunda bulunan p değerine göre istatistiksel olarak ,05 düzeyinde anlamlı bir fark belirlenmiştir (p= ,000). H_{27} hipotezi kabul edilmiştir.

Kendini doğrulatma eğiliminin kitlesel fonlama projelerine destek olması ya da olmamasına göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla Independent-Samples T-testi yapılmış olup yapılan Independent-Samples T-testine ait değerler Tablo 3.40.'da gösterilmiştir.

Tablo 3.40. Kitlesel Fonlama Projelerine Destek Olması Ya Da Olmaması ve Kendini Doğrulatma Eğiliminin İlişkisi

Daha Önce Herhangi Bir Projeyi Desteklediniz mi?	N	Ortalama	Standart Sapma	P
Evet	109	2,73	1,086	,240
Hayır	141	2,89	,945	,248

Kendini doğrulatma eğiliminin kitlesel fonlama projelerine destek olması ya da olmamasına göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek üzere yapılan Independent-Samples T-testi sonucunda bulunan p değerine göre istatistiksel olarak ,05 düzeyinde anlamlı bir fark belirlenmemiştir ($p = ,240$; $p = ,248$). H_{28} hipotezi reddedilmiştir.

SONUÇ

Klasik finans teorileri, insanın rasyonel davrandığı görüşündedir. Fakat yapılan çalışmalar insanın rasyonel hareket etmediğini ortaya koymuştur. Davranışsal finans, piyasada meydana gelen anomalilerin sebebini, insanın rasyonel olmamasından, duyguların, eğilimlerin etkisinde kalmasına bağlamaktadır. Davranışsal finans temel olarak yatırımcıların yatırım kararlarına etki eden eğilimleri incelemeyi amaçlamaktadır. Davranışsal finans ile bireysel yatırımcı davranışı, dolayısıyla kitlelerin yatırım anlayışı ve etkisinde kaldıkları eğilimler öngörülebilmektedir. Kitlelerin bir hareketi olan kitlesel fonlama, klasik finansman kaynaklarına bir alternatiftir. Girişimcilere, internet üzerinden, kitlelerin desteği ile fon bulmayı sağlamaktır. Dünyada oldukça popüler hale gelen kitlesel fonlama, ülkemiz için çok yeni bir uygulama olsa da Türkiye henüz kitlesel fonlama konusunda kendine bir yer bulabilmiş değildir. Bunun için öncelikle yasalarda gerekli düzenlemelerin yapılması gerekmektedir. Buna ek olarak kitlelerin bir hareketi olan bu uygulamanın, kitlelerce duyulması için tanıtım çalışmaları yapılması yerinde olacaktır. İlgili tezde, bireylerin kitlesel fonlama kararlarına, davranışsal eğilimlerin etkisi incelenecektir.

Bu tez çalışmasında yerli ve yabancı kaynaklar taranmış, kitlesel fonlama kararlarında davranışsal finans eğilimlerinin etkisini ölçmek adına anket çalışması yapılmıştır. Anket sorularının büyük bir kısmı Valsø'nun (2016) çalışmasından alınmıştır. Kalan kısmı Büyükaslan (2012) ve Hamurcu'nun (2015) çalışmalarından alınarak tezin içeriğine uygun bir şekilde adapte edilmiştir. Ankette hedef kitle olarak kitlesel fonlama platformlarını kullanan bireyler seçilmiştir. İnternet üzerinden anket yapılmıştır ve 250 kişiye ait veri elde edilmiştir. Ankette toplam 26 soru bulunmaktadır. Katılımcılara ilk 4 soruda; cinsiyet, yaş, medeni durum ve kitlesel fonlama projelerine daha önce destek olup olmadıkları sorulmuştur. Geri kalan 22 soruda aşırı güven, aşırı iyimserlik, temsiliyet, mevcudiyet, aşına olanı tercih etme, sürü davranışı ve kendini doğrulatma eğilimlerine ilişkin sorular yer almaktadır.

Ankette tanımlayıcı analiz yöntemine göre elde edilen verilerde, 250 katılımcıdan erkek bireylerin (%63,6), kadın bireylere (%36,4) göre daha ağırlıkta olduğu, katılımcıların büyük bir bölümünün (%55,2) 21-30 yaş aralığında olduğu, anket

katılımcılarının daha çok bekar olduğu (%53,2) ve çoğunluğun daha önce herhangi bir projeyi desteklemediği (%56,4) görülmüştür.

Ölçeklere ilişkin verilen cevaplara bakıldığında, katılımcıların, aşırı güven (%36), aşırı iyimserlik (%43,2), temsiliyet (%46), aşına olanı tercih etme (%62) ve sürü davranışı (%44) eğilimlerinin etkisinde kaldığı sonucuna ulaşılmıştır. Fakat katılımcıların mevcudiyet (%62,4) ve kendini doğrulatma (%36) eğilimlerine ilişkin kesin bir tavır olmadığı bulgulanmıştır.

Ankete verilen yanıtların toplanmasının ardından SPSS programında katılımcıların, cinsiyet, yaş, medeni durum ve daha önce herhangi bir kitlesel fonlama projesine destek olması ya da olmaması gibi özelliklerinin, aşırı güven, aşırı iyimserlik, temsiliyet, mevcudiyet, aşına olanı tercih etme, sürü davranışı ve kendini doğrulatma eğilimleri arasında anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla Independent-Samples T-testi ve tek yönlü varyans analizi (ANOVA) yapılmıştır. Bu analizin sonuçları şu şekildedir:

Cinsiyet değişkeni ile davranışsal eğilimler arasında anlamlı bir farklılık bulunamamıştır. Yaş değişkeninde ise yalnızca aşırı güven eğiliminde anlamlı bir farklılık vardır ve anlamlı farklılık yönü 21-30 ve 31-40 yaş arasında ve 21-30 ve 41-50 yaş arasındadır; fakat yaş değişkeni ile diğer eğilimler anlamlı bir farklılık söz konusu değildir. Medeni durum değişkeni incelendiğinde; medeni durum ile aşırı güven ve aşına olanı tercih etme eğilimleri arasında anlamlı bir farklılık bulunmuştur; diğer eğilimlerle medeni durum arasında anlamlı bir farklılık yoktur. Katılımcıların daha önce herhangi bir kitlesel fonlama projesine destek olması ya da olmaması ile aşırı güven, aşırı iyimserlik, temsiliyet, aşına olanı tercih etme ve sürü davranışı eğilimleri arasında anlamlı bir farklılık söz konusudur; fakat mevcudiyet ve kendini doğrulatma eğilimleri arasında anlamlı bir farklılık saptanamamıştır.

Yapılan analizler, bireylerin kitlesel fonlama kararlarında, davranışsal finans eğilimlerinden aşırı güven, aşırı iyimserlik, temsiliyet, aşına olanı tercih etme ve sürü davranışı etkisinde kaldığını ve bu yönde kararlar verdiğini göstermiştir. Davranışsal finans eğilimlerinin etkisinde kalan birey, kitlesel fonlama kararı verirken rasyonel bir şekilde hareket edemeyecektir. Bireyler rasyonel davranmanın kendisi için doğru karar

olduğunu bilse de inançlarının, duygularının, önyargılarının ve çevresinin etkisinde kalarak mantıklı kararlar alamayacaktır.

Buradan hareketle, bireyler hem kitlesel fonlama hem de bütün yatırımlarında yanlışla düşmemek, hatalı kararlar vermemek için öncelikle kendini tanımalıdır. Böylece hem kitlesel fonlama hem yatırım kararları hem de hayatın her alanında hangi duyguların, inançların, önyargıların etkisinde kalabileceğinin farkına varacaktır. Böylece, daha doğru kararlar alabilecektir. Birey, her zaman kendi düşüncelerine ek olarak kapsamlı araştırmalar yapmalı, farklı görüşleri dinlemeli, kararına buna göre vermelidir. Daha çok araştırmalı, gerekirse yatırımlar ile ilgili eğitimler almalıdır. Aydın ve Ağan'ın (2017) çalışmasında önerdiği gibi profesyonel uzmanlar tarafından yatırımcı eğitimlerinin artırılması yerinde bir karar olacaktır. Bir başka öneri “çoğunluğun yaptığı her zaman doğrudur.” düşüncesinden uzaklaşılmalıdır. Bireyler ne beklediğinin, neye ihtiyacı olduğunun farkına varmalıdır; çoğunluğun etkisinde kalmamalı, kendi beklentilerine uygun hareket etmelidir. Beklentilerine uygun hareket etmeyen birey, rasyonel hareket etmeyecek, kararlarının sonuçları beklentilerini karşılamayacaktır.

Literatüre bakıldığında hem davranışsal finans hem de kitlesel fonlama ile alakalı çalışmalar mevcuttur; fakat ikisinin birlikte ele alındığı çalışma sayısı oldukça azdır. Bu tez çalışması literatürdeki bu boşluğu doldurmayı amaçlamıştır. Bu alanda çalışmak isteyen akademisyenlere farklı bir bakış açısı kazandırmaya çalışmıştır.

KAYNAKÇA

- Abaan, E. D. (1998). Fayda Teorisi ve Rasyonel Seçimler. *Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü, Ankara*,
- Agrawal, A., Catalini, C. ve Goldfarb, A. (2013). Some Simple Economics Of Crowdfunding, *NBER/Innovation Policy and the Economy*. 14(1), 63-97.
- Akin, H. (2009). Menkul Kıymet Portföy Yatırımlarında Davranışsal Finans Yönteminin Kullanılması ve Bir Uygulama Örneği, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya*.
- Aksoy, T. ve Şahin, I. (2015). Belirsizlik Altında Karar Alma: Geleneksel ve Modern Yaklaşımlar. *İktisat Politikası Araştırmaları Dergisi*, 2(2), 1-28.
- Akyüz, A. (2016). Sosyal Medyada Kitlelerin Gücü: Kitlese Fonlama, Genel, M. G. (Edt.), *Yeni Medya Araştırmaları-2*, (79-94). Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Altunöz, U. ve Altunöz, H. (2018). *Davranışsal Ekonomi (Nörofinans) (3. Baskı)*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Altuntaş, B. (2014). Türkiye'nin En Kapsamlı Crowdfunding Raporu, <https://baybarsaltuntastips.wordpress.com/2014/05/03/turkiyenin-en-kapsamli-crowdfunding-raporu/> Erişim Tarihi: 09.06.2018.
- Alunöz, U. (2013). Türk Bankacılık Sistemindeki Asimetrik Bilgi Probleminin Oyun Teorisi Çerçevesinde Analizi, *Dicle Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 2(5), 1-20.
- Amerika Alternatif Finans Enstitüsü Raporu, (2017). https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2017-05-americas-alternative-finance-industry-report.pdf Erişim Tarihi: 25.09.2018.
- Arıkovani. (2017a). <https://arikovani.com/hakkimizda> Erişim Tarihi: 05.06.2018.
- Arıkovani. (2017b). <https://arikovani.com/projeler/outliers-notebook/detay#proje-bilgileri> Erişim Tarihi: 01.10.2018.

Arıkovanıblog. (2017). <https://blog.arikovani.com/yerli-drone-ape-x-rekorlari-alt-ust-etti/> Erişim Tarihi: 05.06.2018.

ArtistShare. (2018). <http://www.artistshare.com/about> Erişim Tarihi:06.06. 2018.

Aslan, R. (2016). Bireysel Yatırımcıları Finansal Yatırıma Yönlendiren Faktörlerin Davranışsal Finans Açısından Araştırılması: Şanlıurfa İline Bağlı Viranşehir İlçesi Örneği, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, *Çağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*, Mersin.

Ata, F. İ. (2018). Yeni Nesil Finansman Yöntemi Olarak Kitle Fonlama: Türkiye Potansiyeli, *MCBÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 16(2), 273-296.

Ateş, A. (2007). Finansal Yatırımların Davranışsal Finans Açısından Değerlendirilmesi Üzerine Bir Araştırma, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*, Konya.

Atsan, N., Erdoğan, O. E. (2015, Nisan). Girişimciler İçin Alternatif Bir Finansman Yöntemi: Kitlese Fonlama (Crowdfunding), *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*,10(1), 297-320.

Aydın, Ü. ve Ağan, B. (2017). *Davranışsal Finans: Finansal Yatırım Kararlarının Davranışsal Temeli*. Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.

Aydoğan, E. (2013). Zıtlık Yatırım Stratejisinin Davranışsal Finans Yaklaşımı ile Değerlendirilmesi -Borsa İstanbul Üzerine Bir Uygulama- Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, *Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*, Bursa.

Aytekin, Y. E. ve Aygün, M. (2016). Finansta Yeni Bir Alan “Davranışsal Finans”, *Yüzüncü Yıl Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, (2), 143-156.

Barak, O. (2006). Hisse Senedi Piyasalarında Anomaliler ve Bunları Açıklamak Üzere Geliştirilen Davranışsal Finans Modelleri İMKB’de Bir Uygulama, Yayınlanmamış Doktora Tezi, *Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*, Ankara.

- Barak, O. (2008). İMKB’de Aşırı Reaksiyon Anomalisi ve Davranışsal Finans Modelleri Kapsamında Değerlendirilmesi, *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 10(1), 207-229.
- Bayar, Y. (2011). Yatırımcı Davranışlarının Davranışçı Yaklaşım Çerçevesinde Değerlendirilmesi, *Girişimcilik ve Kalkınma Dergisi*, 6(2), 133-160.
- Bayar, Y. (2012). Davranışsal Finans Perspektifinden Küresel Finansal Krizin Yatırımcı Davranışlarına Etkileri Yayınlanmamış Doktora Tezi, *İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*, İstanbul.
- Bilir, H. (2018). Ocak Ayı Etkisinin Türk Sermaye Piyasalarında Farklı BIST Endekslerine Göre Analizi, *Sosyoekonomi*, 26(36), 145-160.
- Birgili, M. E. (2013). Teknik Analiz Yöntemini Kullanan Yatırımcıların Davranışsal Finans Modelleri İle Açıklanması Türkiye’de Bir Araştırma, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, *Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*, Aydın.
- Bostancı, F. (2003). Davranışçı Finans, *SPK Yeterlilik Etüdü*, (Yayın No: 57), 1-19.
- Böyükaslan, A. (2012). Bireysel Yatırımcıları Finansal Yatırım Kararına Yönlendiren Faktörlerin Davranışsal Finans Açısından İncelenmesi: Afyonkarahisar Örneği, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, *Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*, Afyonkarahisar.
- Buluşum (2018). <https://www.bulusum.biz/> Erişim Tarihi: 08.10.2018.
- Bülbül, B. (2008). Risk Ve Getiri Kavramlarına Farklı Bir Yaklaşım: Davranışsal Finans Ve İMKB Üzerine Bir İnceleme, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, *İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*, İstanbul.
- Büyükpilavcı, C. (2014). Kitlel Fonlamanın Ürün Tasarımcıları İçin Sunduğu Fırsatlar: Türkiye’deki Kitlel Fonlama Platformları Üzerine Bir İnceleme, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, *İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü*, İstanbul.

- Camelio, B. (2018). <http://www.briancamelio.com/bio/> Erişim Tarihi: 09.09.2018.
- China UK Equity Crowdfunding Regulatory and Market Comparison Study, (2017). http://bop.co.uk/assets/others/China_UK_Crowdfunding_Regulatory_and_Market_Report_Final_24072017.pdf Erişim Tarihi: 01.10.2018.
- Cortese, A. (2013). The Crowdfunding Crowd Is Anxious, <https://www.cnn.com/id/100356643> Erişim Tarihi: 10.09.2018.
- Crowdcube. (2018). <https://www.crowdcube.com/> Erişim Tarihi: 10.09.2018.
- Crowdfon. (2018a). <https://www.crowdfon.com/kitlesel-fonlama-platformu> Erişim Tarihi: 03.06.2018.
- Crowdfon. (2018b). <https://www.crowdfon.com/proje/dalgin-sular-cizgi-roman-projesi/442> Erişim Tarihi: 01.10.2018.
- Crowdfundinghub. (2016). <https://www.slideshare.net/MichalGromek/current-state-of-crowdfunding-in-europe-review-2016> Erişim Tarihi: 24.07.2018.
- Çelik, Ç. (2013). İMKB’de İşlem Yapan Yatırımcı Davranışlarını Belirlemeye Yönelik Bir Araştırma, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*, İzmir.
- Çonkar, M. K. ve Canbaz, M. F. (2018). Kitle Fonlaması Finansman Yöntemi: Türkiye’de Sistemin Geliştirilmesine Yönelik Öneriler, *Optimum Ekonomi ve Yönetim Bilimleri Dergisi*, 5(2), 119-132.
- Çubukçu, C. (2017). Kitlesel Fonlama: Türkiye’deki Kitlesel Fonlama Platformları Üzerinden Bir Değerlendirme, *Girişimcilik ve İnovasyon Yönetimi Dergisi / Journal of Entrepreneurship and Innovation Management*, 6(2), 155-172.
- De Buysere, K., Gajda, O., Kleverlaan, R. ve Marom, D. (2012). A Framework for European Crowdfunding, http://eurocrowd.org/wp-content/blogs.dir/sites/85/2013/06/Framework_EU_Crowdfunding.pdf Erişim Tarihi: 03.06.2018.

- Demir, N. B. (2017). Kitlesele Fonlama Kanun Tasarısı, http://www.erdem-erdem.av.tr/yayinlar/hukuk-postasi/kitlesele-fonlama-kanun-tasarisi/#_ednref6 Erişim Tarihi: 04.10.2018.
- Doğukanlı, H., Ergün, B. (2011). Davranışsal Finans Etkin Piyasalara Karşı: Aşırı Tepki Hipotezinin İMKB’de Araştırılması, *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 20(1), 321-336.
- Enago Academy (2015). Akademik Araştırmaların Geleceği – Kitlesele Fonlama, <https://www.enago.com.tr/blog/akademik-arastirmalarin-gelecegi-kitlesele-fonlama/> Erişim Tarihi: 06.10.2018.
- Ercan, S. (2017). Türkiye’de Kitlesele Fonlama: Destekçilerin Motivasyonu, *Ekonomi, İşletme ve Yönetim Dergisi Journal of Economy, Business, and Management: A Continuous Journal*, 1(1), 1-9.
- Ergen, M., Lau, J. ve Bilginoğlu, K. (2013). Dağıtık Girişimci Sermayesi: Kitle-Fonlaması, *Bilim, Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı’nın 2013 yılında düzenlediği 3.Sanayi Şurası*, Ankara.
- Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Fettahoğlu, S. ve Khusayan, S. (2017). Yeni Finansman Olanağı: Kitle Fonlama, *Uşak Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 10(4), 497-521.
- Flannery, M. (2007). Kiva and the Birth of Person-to-Person Microfinance, *Innovations: Technology, Governance, Globalization*, 2(1-2), 31-56.
- Fonbulucu (2018). <https://www.fonbulucu.com/sayfa/Hakkimizda/1> Erişim Tarihi: 10.09.2018.
- Fongogo (2018a). <https://www.fongogo.com/VideoGuide> Erişim Tarihi: 10.09.2018.
- Fongogo (2018b). <https://fongogo.com/Project/sinemasal-bir-bilet-de-sen-al> Erişim Tarihi: 10.09.2018.
- Fongogopro (2018). <https://www.fongogopro.com/> Erişim Tarihi: 10.09.2018.

- Freedman, D. M. Ve Nutting, M. R. (2015). A Brief History of Crowdfunding Including Rewards, Donation, Debt, and Equity Platforms in the USA, <http://www.freedman-chicago.com/ec4i/History-of-Crowdfunding.pdf> Erişim Tarihi: 30.08.2018.
- Gofundme. (2018). <https://www.gofundme.com/> Erişim Tarihi: 10.09.2018.
- Gulati, S. (2014). Crowdfunding: A Kick Starter For Startup, *Special Report TD Economics*, 1-19.
- Gümüş, F. B., Koç, M., ve Agalarova, M. (2013). Bireysel Yatırımcıların Yatırım Kararları Üzerine Etkili Olan Demografik ve Psikolojik Faktörlerin Tespiti Üzerine Bir Çalışma: Türkiye ve Azerbaycan Uygulaması, *Kafkas Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 4(6), 71-93.
- Gürünlü, M. (2011). Finansal Piyasaların Etkinliği Teorisinden Davranışsal Finans: Finans Teorisinin Evrimi, *Maliye Finans Yazıları*, 25(92), 31-50.
- Hacıpaşaoğlu, E. M. (2018). Kitlesele Fonlama Kanunu, <https://startaphukuku.com/kitle-fonlamasi-kanunu/> Erişim Tarihi: 01.10.2018.
- Hamurcu, Ç. (2015). Yatırım Kararlarının Davranışsal Finans Açısından İncelenmesi: Bilgi Teknolojileri ve İletişim Sektörü Çalışanları Üzerine Bir İnceleme, Yayınlanmamış Doktora Tezi, *Kırıkkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*, Kırıkkale.
- Hayes, A. (2015). Investment Crowdfunding, <https://www.investopedia.com/terms/i/investment-crowdfunding.asp> Erişim Tarihi: 16.09.2018.
- Hemer, J. (2011). A Snapshot on Crowdfunding Working papers firms and region, *Econstor: The Open Access Publication Server of the ZBW. No. R2/2011*.
- Herdem, Ş. (2014). Tüm Yönleriyle Kitlesele Fonlama (CrowdFunding), <http://herdem.av.tr/tr/tm-ynleriyle-kitlesele-fonlama-crowdfunding/> Erişim Tarihi: 01.09.2018.
- Howe, J. (2010). *Crowdsourcing: Kalabalıkların Gücü, Bir İşin Geleceğine Nasıl Şekil Verebilir?*. İstanbul: Koç Sistem Yayınları.

- Hui, J., Gerber, E. ve Greenberg, M. (2014). Understanding The Rol Of Community In Crowdfunding Work, *ACM Conference on Computer Supported Cooperative Work, CSCW*.
- Işın, Ş. (2000). Bayes Kuralının Tarımsal İşletmecilik Kararlarında Uygulanışına Bir Örnek, *Tarım Ekonomisi Dergisi*, 05(1-2), 61-70.
- İdeanest. (2018). <https://ideanest.org/> Erişim Tarihi: 26.09.2018.
- İndiegogo.(2018). <https://www.indiegogo.com/> Erişim Tarihi: 10.09.2018.
- İşler, S. T. (2014). Modern Finansmanda Yeni Bir Dönem: Kitle Fonlama-Crowdfunding, *TSPB Gösterge Dergisi, Güz Sayısı*, 50- 65.
- İşler, S. T. (2015). Kitlese Fonlama (Crowdfunding) Düzenlemeleri, *TSPB Gösterge Dergisi*, 56-69.
- Kahneman, D. ve Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk, *Econometrica*, 47(2), 262-292.
- Kahyaoğlu, M. B. (2011). Yatırım Kararlarına Etki Eden Çeşitli Duygusal ve Psikolojik Faktörlere Maruz Kalma Düzeyi Üzerinde Cinsiyetin Rolü: İMKB Bireysel Hisse Senedi Yatırımcıları Üzerine Bir Uygulama, *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 7(1), 29-51.
- Karaa, İ. E. (2017). Yatırımcıların Hisse Getirisi Beklentileri Üzerinde Geçmişin Gölgesi: Geçmiş Ekstrapolasyonu, *Yönetim ve Ekonomi: Celal Bayar Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 24(1), 151-168.
- Karaarslan, M. ve Altuntaş, B. (2015). Sosyal Pazarlamanın Yeni Aracı: Kitle Fonlaması / The New Tool of Social Marketing: Crowdfunding, 20. *Ulusal Pazarlama Kongresi Anadolu Üniversitesi- Eskişehir*, (487-497).
- Kasaroğlu. (2017). Kitle Fonlaması (ICO) ile İlgili Hukukumuzdaki Gelişmeler, <http://www.kasaroglu.av.tr/tr/hukukumuzda-kitle-fonlamasi-ico> Erişim Tarihi: 07.10.2018.
- Kendirli, S. ve Kaya, A. (2015). Davranışsal Finans Yaklaşımı İle Çorum ve Yozgat İllerindeki Yatırımcıların Karşılaştırılması, *Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 5(2), 225-254.

Kesikli. (2017). Kitle Fonlaması (Crowdfunding), <https://www.kesikli.com/tr/kitle-fonlamasi/> Erişim Tarihi: 24.06.2018.

KFD Basın Bülteni, (2016).

<https://msavasunsal.wixsite.com/kitlesel-fonlama/single-post/2016/12/27/T%25C3%25BCrkiye%25E2%2580%2599nin-%25E2%2580%259CKitlesel-Fonlama-Derne%25C4%259Fi%25E2%2580%259D-hayata-ge%25C3%25A7ti> Erişim Tarihi:02.10.2018.

Kickstarter. (2018). <https://www.kickstarter.com/> Erişim Tarihi: 10.09.2018.

Kocabaşoğlu, Ö. (2018). Avrupa Birliği’nde Kitle Fonlamasına İlişkin Düzenleme Yaklaşımları, <http://www.erdem-erdem.av.tr/yayinlar/hukuk-postasi/avrupa-birliginde-kitle-fonlamasina-iliskin-duzenleme-yaklasimlari/> Erişim Tarihi: 11.10.2018.

Koçer, S. (2015). “Türkiye’de Kitlesele Fonlama (Crowdfunding) Kampanyaları: Kültürel Bir İnceleme”, *Yeni Medya Çalışmaları II. Ulusal Kongre*, İstanbul, s. 14-24, 15-16 Şubat 2015.

Korkmaz, T. (2013). Portföy Oluşturmada Temel ve Teknik Analizin Kullanılması, *Portföy Yönetimi* (ss. 146-176), Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları.

Kübilay, B. ve Bayrakdaroğlu, A. (2017). *Finansta Psikososyal Boyut: Yatırım Psikolojisi ve Sosyolojik Faktörler Açısından Bir İnceleme*. Ankara: Detay Yayıncılık.

Küçük, A. (2014). Bireysel Yatırımcıları Finansal Yatırım Kararına Yönlendiren Faktörlerin Davranışsal Finans Açısından Ele Alınması: Osmaniye Örneği, *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 6(11), 104-122.

Küçüksille, E. (2004). Optimal Portföy Oluşturmaya Davranışsal Bir Yaklaşım, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, *Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*, Isparta.

Küçüksille, E. ve Usul, H. (2012). Bilişsel Önyargılar ve Yatırımcı Kararlarına Etkisi, *Yalova Sosyal Bilimler Dergisi*, (4), 24-35.

- Mazgit, İ. (2007). Sermaye Piyasalarında Spekülasyon: Tarihin Tekerrürü, *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar*, 44(512), 8-11.
- Medium. (2018). En Çok Finanse Edilen Kickstarter Projeleri, <https://medium.com/@iscep/en-%C3%A7ok-finanse-edilen-kickstarter-projeleri-bb63639e8065> Erişim Tarihi: 05.09.2018.
- Morgan, P., Jordan, R. ve Higgins, P. (2014). Crowdfunding: Commercial and Regulatory Developments, https://pdfs.semanticscholar.org/presentation/29b6/857ffd7c6ab57ee427f9514ec2be83257178.pdf?_ga=2.111186438.3074392.1536164025-171208268.1521495347 Erişim Tarihi: 22.09.2018.
- Morita, H. (2016). Crowdfunding in Japan: Current Regulation and the Future of Business, *SSRN Electronic Journal*, (1-14). <https://doi.org/10.2139/ssrn.2752312>
- NFCA. (2012). Crowdfunding, <https://ncfacanada.org/crowdfunding/> Erişim Tarihi: 26.09.2018.
- Onur, M. N. ve Değirmenci, Ö. (2015). Crowdfunding- Kitle Fonlaması, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Çalışma Raporları, (7).
- Özcan, H. (2011). Davranışsal Finansın Bireysel Yatırımcıların Karar Mekanizmaları Üzerine Etkileri: Finansal Yatırımcıların Değerlendirilmelerine Yönelik Bir Araştırma, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, *Nevşehir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*, Nevşehir.
- Özel, M. ve Kılıç, S. (2008). Avrupa Birliği İklim Politikaları ve Karar Almada Oyun Teorisi Yaklaşımı, *Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi*, 1(2), 49-69.
- Özerol, H. (2011). *Saçmalama: Bireysel Yatırımcıların Nasıl Davranacakları Belli Olmaz! (2. Basım)*. Ankara: İş ve Yönetim Serisi 49, Elma Yayınevi.
- Paschen, J. (2017). Choose Wisely: Crowdfunding Through The Stages of The Startup Life Cycle, *Business Horizons* 60, (179-188).
- Poyraz, E. (2013). *Finansal Yönetim (2. Baskı)*. Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Prosper. (2018). <https://www.prosper.com/> Erişim Tarihi: 10.09.2018.

- Ramos, J. (2014). Crowdfunding and the Role of Managers in Ensuring the Sustainability of Crowdfunding Platforms, *JRC Scientific and Policy Reports*.
- Sakızlı, E. (2018). Alternatif Bir Finansman Yöntemi: Kitlese Fonlama, *İktisadi Kalkınma Vakfı*. İstanbul.
- Sancak, İ. E. (2016). Applicability and Readiness of Crowdfunding in Turkey, *International Journal of Business and Social Science*, 7(1), 99-110.
- Sansar, N. G. (2016). Değişen Finansal Akımlar: Rasyonalizmden Davranışsal Finans Yaklaşımına, *İstanbul Gelişim Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 3(2), 135-150.
- Sayılğan, G. (2013). Endeks (Faktör) Modelleri, *Portföy Yönetimi* (ss. 124-144), Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları.
- Sefil, S. ve Çilingiroğlu, H. K. (2011). Davranışsal Finansın Temelleri: Karar Vermenin Bilişsel ve Duygusal Eğilimleri, *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 10(19), 247-268.
- Sönmez, T. (2010). Davranışsal Finans Yaklaşımı: İMKB’de Aşırı Tepki Hipotezi Üzerine Bir Araştırma, Yayınlanmamış Doktora Tezi, *Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*, Ankara.
- Startupfon. (2018). Kitlese Fonlama Modelleri 1 - Ödül Bazlı Kitlese Fonlama, <https://www.startupfon.com/blog/40/kitlese-fonlama-modelleri-1-odul-bazli-kitlese-fonlama> Erişim Tarihi:22.08.2018.
- Sümer, E. ve Aybar, Ş. (2016). Etkin Piyasalar Hipotezinin, Finansal Piyasaları Açıklamadaki Yetersizliği ve Davranışsal Finans, *Erzincan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi (ERZSOSDER)*, 9(2), 75-84.
- Sümer, K. K. ve Hepsağ, A. (2007). Finansal Varlık Fiyatlama Modelleri Çerçevesinde Piyasa Risklerinin Hesaplanması: Parametrik Olmayan Yaklaşım, *Bankacılık Dergisi*, (62), 3-24.
- Şeker, S. E. (2015). Kitle Kaynak (Crowdsourcing), *YBS Ansiklopedi*, 2(2).

- Şenkardeşler, R. A. (2016). Belirsizlik Ve Risk Altında Karar Alma Problemini Geleneksel Ve Davranışsal Finans Perspektiflerinden Değerlendirme, *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 8(4), 360-379.
- Taner, B. ve Akkaya, C. (2005). Yatırımcı Psikolojisi ve Davranışsal Finans Yaklaşımı, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (27), 47-54.
- Taşdemir, M. (2007). Belirsizlik Altında Tercihler ve Beklenen Fayda Modelinin Yetersizlikleri, *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(1), 307-318.
- Tekeoğlu, N. (2015). Kitlese Fonlama ile Alternatif Film Finansmanı Oluşturma ve Bir Film Analizi, *The Journal of Academic Social Science Studies*, 38, (295-302).
- Tekin, B. (2016). Firmaların Finansman Kararları: Davranışsal Perspektif, *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 8(15), 169-198.
- Tetik, N., Karadeniz, G., Margazieva, N. ve Altımişev, S. (2015). Geleneksel Finanstan Davranışsal Finansa: Hangi Düşüncelerle Harcama ve Yatırım Yaparız? *Reforma*, 3(67), 33-43.
- The World Bank (2013). Crowdfunding's Potential for the Developing World, 1-103.
- Tomak, S. (2009). Girişimci Hevristikleri: Bir Kavramsal Çözümleme, *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 10(2), 145-166.
- Topaç, O. (2014). Girişimcilik ve Kitle- Fonlama Sistemleri, *Bilim ve Teknik*, 47(556), 18-21.
- Trepel, C., Craig, R. F. ve Russel, A. P. (2005). Prospect Theory on the brain? Toward a Cognitive Neuroscience of Decision Under Risk, *Cognitive Brain Research*, 23(2005), 34-50.
- Tufan, C. ve Sarıççek, R. (2013). Davranışsal Finans Modelleri, Etkin Piyasalar Hipotezi ve Anomalilerine İlişkin Bir Değerlendirme, *Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 15(2), 159-182.
- Uslusoy, B. S. (2015). Geleneksel Kitle Medya Reklamlarının Yeni Rakibi, İçerik Pazarlamasında Çevrimiçi Kitle Fonlama Kampanyaları, *Bilişim ve*, (ss. 11-29). İstanbul: Hiperlink Yayınları.

- Ünsal, S. (2017). *Kitlesel Fonlama: İş Yapma Yöntemini Değiştirecek Yeni Sistem* (1. basım). İstanbul: Ceres Yayınları.
- Valančienė, L. ve Jegelevičiūtė, S. (2014). Crowdfunding for creating value: stakeholder approach, *19th International Scientific Conference; Economics and Management, Procedia - Social and Behavioral Sciences*, (156), 599-604.
- Valsø, Tino. (2017). Viewing crowdfunding from a behavioral finance perspective: How do the Danish investors behave, and which precautions can they take to avoid their behavioral biases? Master Thesis, *Copenhagen Business School Cand.Merc.FIN / Finance and Investment*. Copenhagen.
- Yalçın, Y. (2012). Davranışsal İktisat Yaklaşımıyla Rekabetçi Piyasa Analizi. *Rekabet Kurumu Uzmanlık Tezleri*, 133(298), 20-30.
- Yaşar, B. (2008). Davranışsal Finans ve Fiyat Köpüğü: İMKB Endekslerinde Fiyat Köpüğüyle İlgili Mevsimsel Kök Araştırması, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, *İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*, İstanbul.
- Yavuz, E. (2003). Davranışsal Finans Açısından Finansal Kriz Süreçlerinde Hisse Senedi Piyasası, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, *İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*, İstanbul.
- Yıldırım, H. (2017). *Davranışsal Finans: Yatırımcı Davranışlarını Esas Alan Modeller* (1. Baskı). İstanbul: Sokak Kitapları Yayınları.
- Yörük, N. (2000). Arbitraj Fiyatlama Modelinde Risk Unsurları, *İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 14(1), 87-99.
- Yuan, F., Liang, J. ve Xue, Z. (2014). Crowdsourcing: Today and Tomorrow, *Worcester Polytechnic Institute*.
- Zengin, S., Yüksel, S. ve Kartal, M. T. (2017). Kitle Fonlaması Sisteminin Türkiye'ye Faydaları, *Bankacılık ve Sermaye Piyasası Araştırmaları Dergisi*, 1(2), 22-32.

EK

Ek 1. Araştırmada Kullanılan Anket

KİTLESEL FONLAMA YATIRIM KARARLARININ DAVRANIŞSAL FİNANS AÇISINDAN İNCELENMESİ: KİTLESEL FONLAMA PLATFORMLARINDA BİR UYGULAMA

Değerli Katılımcı,

Girişimcilik kavramının önem kazandığı bu dönemde en önemli ihtiyaçların başında maddi kaynak gelmektedir. Pek çok girişimci iyi bir fikri, projesi olmasına rağmen yeterli fon bulamadığı için fikirlerini hayata geçirememektedir. Kitlesele fonlama, bu noktada girişimcilere fon sağlamayı amaçlayan bir sistemdir. En basit tanımıyla, bir proje ya da fikrin insanlar tarafından finanse edilmesidir.

Bu çalışmada, kitlesele fonlama projelerine destek olan ya da olmayı düşünen (potansiyel) destekçilerin kitlesele fonlama kararlarındaki davranışsal finans boyutunun ortaya çıkarılması amaçlanmaktadır. Elde edilen veriler bir yüksek lisans tezine kaynak teşkil edecektir. Ankette yer alan bilgiler ile genel bir değerlendirme yapılacak ve vereceğiniz yanıtlar sadece bu çalışmada kullanılacaktır. Katkılarınız için şimdiden teşekkür ederim.

Cemile İrem Aydın

MSKÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü

İşletme ABD/ Muhasebe Finansman

Yüksek Lisans Öğrencisi

BÖLÜM 1.					
1.	Cinsiyetiniz	Kadın ()	Erkek ()		
2.	Yaşınız	20 ve altı ()	21-30 ()	31-40 ()	41-50 () 51 ve üzeri ()
3.	Medeni Durumunuz	Evli ()	Bekar ()		
4.	Daha Önce Herhangi Bir Projeyi Desteklediniz mi?	Evet ()	Hayır ()		

BÖLÜM 2- DEĞERLENDİRME SORULARI

Lütfen aşağıda yer alan ifadeleri dikkatlice okuyunuz ve bu ifadelere hangi ölçüde katıldığınıza ilişkin görüşünüzü “kesinlikle katılmıyorum”dan başlayan ve “kesinlikle katılıyorum” ile biten ölçek üzerinde belirtiniz.	Kesinlikle Katılmıyorum.	Katılmıyorum.	Kararsızım.	Katılıyorum.	Kesinlikle Katılıyorum.
1- Kitlese fonlama konusunda bilgilerimin diğer destekçilerin bilgilerine göre daha kapsamlı olduğunu düşünürüm.					
2- Kitlese fonlama konusunda doğru ve sağlıklı kararlar aldığuma dair kendime güvenim tamdır.					
3- Kitlese fonlama konusunda yeni bilgilerden çok yatırımlar konusundaki tecrübelerime güvenirim.					
4- Gelecek dönemlerde ülkemizde kitlese fonlama uygulamalarının pozitif yönlü gelişme göstereceğini düşünüyorum.					
5- Destek olduğum kitlese fonlama projesinin başarısız olacağına fazla ihtimal vermem.					
6- Destek olduğum kitlese fonlama projesinin başarılı olacağına dair beklentim güçlüdür.					
7- Eğer bir proje, kitlese fonlama sistemini yeni deneyimleyen bir girişimci tarafından başlatıldıysa bu projenin başarılı sonuçlanacağını düşünmem.					
8- Fazla desteklenmiş bir kitlese fonlama projesinin başarılı bir proje olduğunu düşünürüm.					
9- Bir kitlese fonlama projesiyle ilgili olumlu performans ve yorumlar destek olmamda etkilidir.					
10- Bir kitlese fonlama projesi başarılı bir girişimci tarafından başlatılmışsa bu projenin başarılı sonuçlanma şansının daha yüksek olduğunu düşünürüm.					
11- Bir kitlese fonlama projesiyle alakalı iki yıldan eski haberler ve bilgiler proje seçimimi etkilemez.					
12- Bir kitlese fonlama platformunun iflas haberini öğrendiğimde kitlese fonlamayla alakalı daha dikkatli hareket ederim.					

13- Bir kitlesel fonlama projesi oldukça tanınmış, başarılı ve yetenekli bir girişimci tarafından başlatılmışsa bu projeyi incelemeden destek olurum.					
14- Bir kitlesel fonlama projesine destek olmak istediğimde yabancı projeler yerine yerli projeleri tercih ederim.					
15- Yabancı projelerden ziyade Türkiye’deki kitlesel fonlama projelerine daha iyi erişim sağladığımı düşünürüm.					
16- Bir kitlesel fonlama projesine destek olmak istediğimde kendi ülkemdeki kitlesel fonlama platformlarından seçim yaparım.					
17- Bir projeye destek olma kararımı vermeden önce başkalarının nasıl davrandığını gözlemek için biraz beklerim.					
18- Eğer bir kitle fonlama projesine birçok kişi destek olursa, ben de büyük olasılıkla destek olurum.					
19- Bir projeye alakalı destek olma kararı verirken bu projeye şimdiye kadar destek olanların sayısı benim için önemlidir.					
20- Bir kitlesel fonlama projesine destek olurken ailemin, arkadaşlarımla vb. seçtiğim projeye alakalı onaylarını beklerim.					
21- Bir kitlesel fonlama projesiyle ilgili sahip olduğum düşüncelere ters düşen göstergelere pek itibar etmem.					
22- Kitlesel fonlama ile alakalı stratejime ters düşen haberlerden uzak dururum.					

**MUĞLA SITKI KOÇMAN ÜNİVERSİTESİ
İNSAN ARAŞTIRMALARI ETİK KURUL KARARI**

Protokol No : 190051

Karar No : 69

Araştırma Yürütücüsü

Yüksek Lisans Öğrencisi CEMİLE İREM AYDIN

Kurumu / Birimi

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ / MUHASEBE FİNANSMAN

Araştırmanın Başlığı

KİTLESEL FONLAMA YATIRIM KARARLARININ DAVRANIŞSAL
FİNANS AÇISINDAN İNCELENMESİ: KİTLESEL FONLAMA
PLATFORMLARINDA BİR UYGULAMA

**Başvuru Formunun Etik Kurula
Geldiği Tarih**

06.03.2019

**Başvuru Formunun Etik Kurulda
İncelendiği Tarih**

İlk İnceleme Tarihi : **07.03.2019**

1. Düzeltme Tarihi : **19.03.2019**

Karar Tarihi

28.03.2019

KARAR : UYGUNDUR

AÇIKLAMA : Beyana esas izinlerin alınması şartıyla araştırmanın uygulanabilirliği konusunda bilimsel araştırmalar etiği açısından bir sakınca yoktur.

Prof. Dr. Nurçan CENGİZ
Başkan

Görevli - İmza
Prof. Dr. Ali AKAR
Üye

Prof. Dr. Ayşe OĞUZ ÜNVER
Üye

B. Altıntaş
Prof. Dr. Betül ALTUNTAŞ
Üye

K. B. Bayar
Prof. Dr. Kılınçhan BAYAR
Üye

Görevli - İmza
Prof. Dr. Mehmet Gürhan KARAKAYA
Üye

M. Teke
Prof. Dr. Mustafa TEKE
Üye

Ö. Saygin
Prof. Dr. Özcan SAYGIN
Üye

U. Ayçi
Prof. Dr. Umut AYCI
Üye

E. Ayan
Doç. Dr. Ekrem AYAN
Üye

Görevli - İmza
Doç. Dr. Ethem ACAR
Üye

Görevli - İmza
Doç. Dr. Müesser ÖZCAN
Üye

Z. Durdu
Doç. Dr. Zafar DURDU
Üye

ÖZGEÇMİŞ

KİŞİSEL BİLGİLER

Adı Soyadı: Cemile İrem AYDIN

Doğum Yeri: Polatlı

Doğum Tarihi: 24.10.1993

Medeni Hali: Bekar

EĞİTİM BİLGİLERİ

Lise (2008-2012) : Kuşadası Derici Mustafa Gürbüz Anadolu Lisesi

Lisans (2012-2016) :

- Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü.

Lisans (2012- 2017) :

- Eskişehir Anadolu Üniversitesi, İktisat Fakültesi, Maliye Bölümü