

RASYONEL OLMAYAN KARARLARIN FİNANSAL YATIRIM TERCİHLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: DAVRANIŞSAL FİNANS ÇERÇEVESİNDE BİR UYGULAMA

THE IMPACT OF NON-RATIONAL DECISIONS ON FINANCIAL INVESTMENT PREFERENCES: AN APPLICATION WITHIN THE FRAMEWORK OF BEHAVIORAL FINANCE

Üzeyir AYDIN

Dokuz Eylül Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü, İZMİR, (uzeyir.aydin@deu.edu.tr)

Büşra AĞAN

Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Bölümü, İZMİR, (busra_agan35@hotmail.com)

ÖZ

Geleneksel finans teorilerinde insan psikolojisi önemsiz ve bireylerin rasyonel olarak hareket ettiği varsayılmıştır. Ancak, belirsizlik altında rasyoneliteyi esas alan modeller piyasadaki pek çok olayı açıklamakta yetersiz kaldığından, insan faktörünü daha çok anlamaya yönelik araştırmalara ve yatırımcı davranışlarını esas alan davranışsal finansa ağırlık vermeye başlanmıştır. Bu çerçevede çalışmanın amacı, bireysel yatırımcıların finansal karar alma davranışlarını yönlendiren psikolojik eğilimleri ortaya koymak ve bu eğilimlerin yatırım kararlarını nasıl etkilediğini tespit etmektir. Bu amaç doğrultusunda anket yapılmıştır. Betimleyici ve korelasyonel istatistik tekniğiyle anket verileri analiz edilerek yorumlanmış, hipotezler Ki-kare test yönteminde değerlendirilmiştir. Analiz sonuçlarına göre bireysel yatırımcıların finansal yatırım kararları alırken davranışsal eğilimlerden etkilendiği, sistematik hatalar yaptığı ve irrasyonel davranışlar sergilediği bulunmuştur.

Anahtar Sözcükler: Davranışsal finans, İrrasyonel davranışlar, Bilişsel ve duygusal eğilimler, Davranışsal iktisat, Finansal iktisat

Jel Kodu: G02, D03, D14

ABSTRACT

In traditional finance theory, the psychological state of individuals in the decision-making process have been ignored and it is assumed that individuals make rational decisions. However, since rationality-based models under uncertainty remain insufficient to explain many events in the market, research began to concentrate on behavioral finance that is based on investor behavior and the human factor. In this context, the aim of the study is to analyze psychological tendencies of individual investors that govern the behavior of financial decision-making process and determine how these trends affect investment decisions. A Survey was conducted for this purpose. Using Descriptive and correlational statistical techniques, survey data were analyzed, and hypotheses were evaluated by using chi-square test method. The results suggest that systematic errors were made, and irrational behavior are exhibited in the decision-making process, and the behavioral tendencies influence the financial investment decisions of individual investors.

Keywords: Behavioral finance, Irrational behavior, Tendencies in cognitive and emotional, Behavioral economics, Financial economics

Jel Code: G02, D03, D14

1. Giriş

Bireylerin kendi çıkarlarını en iyiye ulaştıracak şekilde hareket ettiklerini varsaymak, yatırımcılar için finans alanında güçlü teoriler yaratmaktadır. Örneğin yatırımcılar; modern portföy teorisi, oyun teorisi, sermaye varlıklarını fiyatlama modelleri, arbitraj fiyatlama modeliyle beklenen getiri ve risk, kazanç ve kayıp konularında öngörüler sağlayabilmektedir. Yapılan çalışmalarda ekonomi, psikoloji, sosyoloji ve hukuk gibi çeşitli alanlarda yatırımcıların karar verme davranışları incelenmiş ve bireylerin kararlarında sapmalar ve öngörülerinde tahmin edilebilir sistematik hatalar olduğu gözlenmiştir. Bireylerin belirsizlik ve risk altında karar verme davranışı "davranışsal finans" çerçevesinde incelenmekte ve ekonominin temel varsayımı olan "homo economicus" sorgulamaktadır. Yatırımcıları, yatırım kararlarını verirken sadece ekonomik veya finansal göstergeler değil aynı zamanda kendi iç dünyaları, tecrübeleri ve sezgileri de etkilemektedir. Bu görüş geleneksel finans teorisiyle çelişmekte ve davranışsal finansın konusunu oluşturmaktadır.

Bireyi rasyonel olarak kabul eden teori ve modellere alternatif olarak geliştirilen, 2002 yılında Nobel Ekonomi ödülünü alan Daniel Kahneman ve Amos Tversky tarafından oluşturulan "Beklenti Teorisi" ile davranışsal finansın temelleri atılmıştır. Rasyonel tercihlerden sapmaların çoğu, beklenti teorisi ile ortaya koyulmuştur. Bu teori, bireylerin belirsizlik ve risk içeren bir karara nasıl çerçeveleme yaptığını anlatırken, bireylerin irrasyonel kararlar alabileceğini, riskten kaçınma eğilimlerinin kazanma isteklerine üstün geldiğini ve ruh halinin insan davranışlarını etkilemesiyle her zaman rasyonel davranışlar sergilemediklerini ileri sürmüştür. Bireylerin rasyonellikten uzaklaşmasına sebep olabilecek çeşitli psikolojik eğilimleri; önyargılar, inançlar, sezgiler, bilişsel ve duygusal faktörler olarak sınıflandırmak mümkündür. Bu çalışmada, belirsizlik altında karar verme yaklaşımları; yatırımcı rasyonelliğini ön plana çıkaran geleneksel finans kuramları ile yatırımcı davranışlarını etkileyen psikolojik eğilimleri esas alan davranışsal finans kuramları şeklinde iki ana başlık altında toplanmıştır. Bu çerçevede çalışmanın amacı bireysel yatırımcıların, yatırım kararı almalarını etkileyen çeşitli psikolojik önyargıları ortaya koymak ve bu önyargıların yatırım kararını nasıl etkilediğini tespit etmektir. Bireysel yatırımcıların psikolojik önyargılardan etkilenme derecelerini ve finansal yatırım eğilimlerini ölçmeye yönelik uygulanan anket çalışmasıyla katılımcıların finansal yatırım araçlarına yaklaşımları ve tercih nedenleri davranışsal finansın temellerini oluşturan önyargılar ve kısayollar bağlamında değerlendirilmiştir.

2. Finansal Yatırımlarda Karar Modelleri

İktisat bilimi bireylerin ekonomik tercihlerini incelemesi açısından bireyi temel alan bir bilim dalıdır. İnsan duyguları, hisleri olan, çevresinden etkilenebilen ve çevresini etkileyebilen canlı bir varlık olduğundan dolayı, insanın dahil olduğu her konuya psikoloji faktörü de eklenmektedir. Ancak geleneksel finans teorileri, bireylerin rasyonel davrandığını varsayar ve varlıklarını maksimize etmek için nasıl davranması gerektiğini anlatır. Rasyonel insan, yatırım seçimi yaparken beklenen fayda teorisi çerçevesinde, etkin piyasalar hipotezinin varsayımları üzere yeni bilgiler ışığında beklentilerini güncelleyebilen, her türlü açık ve yeterli bilgiye sahip olan, piyasaya gelen yeni bilgilere aynı anda ulaşan ve aynı hataları tekrarlamayan bireydir.

Finansal yatırımlarda karar modelleri içerisinde sayılabilen bir teori olan Beklenen Fayda Teorisi, Bernoulli'nin 1738 yılında gerçekleştirdiği çalışmasına dayanmaktadır ve geleneksel finansın temellerini oluşturmaktadır. Beklenen fayda teorisi karar vericilerin, riskli seçenekler arasında tercihte bulunurken beklenen faydalarını maksimize etmeye çalıştıklarını ve bu amaçla her bir sonucun faydasını olasılıklarıyla ölçerek, en fazla ağırlıklı toplama sahip seçeneği tercih edeceklerini savunmaktadır (Yaşar, 2008: 21).

Finansal yatırımlarda karar modelleri içerisindeki bir diğer model 1970 yılında Fama'nın çalışmalarıyla başlatılmış olan Etkin Piyasalar Hipotezi, finansal piyasalarda varlık fiyatlarının sahip oldukları tüm bilgileri yansıtıklarını ifade eder. Etkin piyasa hipotezi, bütün yatırımcıların rasyonel olduğu varsayımına dayanır. Ayrıca, bütün yatırımcıların piyasa hakkındaki bilgilere aynı anda ulaştığını kabul eder. Örneğin, bir şirket hakkında olumlu bir haber çıktığında, bu haber bütün yatırımcılar tarafından aynı şekilde yorumlanır. Çünkü tüm yatırımcılar sunulan bilgileri aynı rasyonellikle değerlendirir. Karar modelleri içerisinde sayılan diğer bir teori de Harry Markowitz tarafından geliştirilen Modern Portföy Yaklaşımıdır. Bu yaklaşımın temellerini, portföy getirilerinin belirsizliği ve menkul kıymet getirileri arasındaki ilişki olarak ele almak mümkündür (Küçüksille, 2004: 8).

Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli Sharpe (1963) ve Lintner (1965) tarafından geliştirilmiştir. Piyasanın dengede olduğu bir durumda riskin piyasa fiyatını belirleyerek, tek bir varlık için uygun risk ölüsünü geliştirmekte, yeniden beklenen getiri ile risk arasındaki ilişkiyi tanımlamaktadır (Akin, 2009: 63). Finansal yatırımlarda karar modelleri içerisinde yer alan Arbitraj Fiyatlandırma Modelinde, yatırımcılar belirli bir seviyede menkul kıymet satın aldığında, bu durum menkul kıymetlerin ortalama üstünde fiyatlanmasına, sattıklarında ise menkul kıymetlerin fiyatlarının düşmesine sebep olmaktadır. Bunun için irrasyonel yatırımcılar, pasif veya arbitrajcı yatırımcılara kıyasla daha düşük getiri elde etmektedir (Yaşar, 2008: 43).

Oyun Teorisi de finansal yatırımlarda karar modelleri içerisinde yer alan ve John Nash'in senaryolarının, rasyonel oyuncular tarafından nasıl oynanacağına dair problemlere sunduğu öneri ve çözümlenmelerle popülerlik kazanan bir teoridir. Stratejik senaryoların formüle edilmesi, yapılandırılması, analiz edilmesi ve en iyi şekilde algılanmasıdır. Diğer bir ifadeyle, oyun teorisi, karmaşık durumlarda insanların nasıl etkileşim içinde oldukları ve nasıl karar verdiklerini ele almaktadır (Sezer, 2013: 20).

Özetle yatırımcı rasyonelliğini ön plana çıkaran geleneksel finans modelleri, yatırımcıların yatırım kararlarında rasyoneliteni esas aldığını, yatırımcıların benzer özelliklere ve beklentilere sahip olduklarını, en yüksek faydayı hedeflediklerini, ayrıca piyasaların etkin olduğunu ve menkul kıymet fiyatlarının çoğu zaman rastlantısal olarak olduğunu varsaymaktadır. Zaman içerisinde bu modellerin ciddi eleştirilere maruz kalmasıyla Davranışsal Finans'ın ortaya çıkmasına öncülük eden Kahneman ve Tversky'nin gerçekleştirdiği çalışmalar bir anlamda ekonomi ile psikoloji bilimi arasında köprü vazifesi görmüştür.

3. Yatırımcı Davranışlarını Esas Alan Modeller

Klasik iktisat teorisi bireylerin akılcı davrandığı kabul edilmekte ve sadece ekonomik güdüleriyle hareket ettiklerini varsaymaktadır. Yirminci yüzyıl başlarında Keynes, Irving Fisher ve Vilfredo Pareto gibi yazarların çalışmalarıyla tartışılmaya başlanan davranışsal finans, bu yüzyılın ortasına kadar itibar görmemiştir. Ancak zaman içerisinde psikoloji ile finans ilişkisi hep dikkate alınmış ve tartışılmıştır. Kahneman ve Tversky 2002 yılında ekonomi alanında Nobel dl olarak geliştirdikleri "Beklenti Teorisi" beklenen fayda teorisine bir alternatif sunmuş ve bu teorisinin eksikliklerini göstermiştir. Bireylerin karar verirken rasyonel davranamayabileceğini, önyargılarının, sezgilerinin, zevklerinin ve tercihlerinin karar verme sürecinde etkili olabileceği belirtilmiştir. Dolayısıyla teori, bireyler karar verirken rasyonel davranışlar sergiler gibi bir varsayımdan hareket etmek yerine; bireylerin yanlış sezgileri veya tercihleri nedeniyle tam olarak rasyonel olamayacağıni ileri sürmektedir (Ritter, 2003: 430).

Davranışsal finans; psikoloji, sosyoloji, sosyal psikoloji ve antropoloji bilimlerinden türetilmiş, birey davranışlarına yönelik kuramlardan faydalanarak finansal piyasaların davranışlarını anlamaya çalışır. Bu dört sosyal bilimden türetilen prensipler ışığında finansal piyasaların davranışlarıyla ilgili bilgiler değerlendirilir (Cornicello, 2003: 23).

Davranışsal finans ve geleneksel finans teorilerinin bir ayırım noktası da izledikleri metodolojilerdir. Geleneksel finans teorileri bireylerin, rasyonel oldukları veri olarak kabul edilir. Beklenen Fayda Teorisi de bir bireyin nasıl hareket ettiğinden çok, nasıl hareket etmesi gerektiğine dayanan bir yaklaşımdır. Buna karşın, davranışsal finans modelleri finansal piyasalarda bireylerin nasıl hareket etmesi gerektiğini değil, gerçekte nasıl hareket ettiklerini belirlemeyi amaçlamaktadır (Bostancı, 2003: 10).

Finansal ekonomistler, yatırımcıların irrasyonel davranabileceğinin artık farkındadır. Yatırımcı psikolojisi ve karar alma sürecinde psikolojik faktörlerin etkisi piyasalarda meydana gelen pek çok anomalinin nedeni olabilir ve piyasa yapısının işleyişini etkileyebilir. Davranışsal finansın ortaya çıkış gerekçesi de, bireylerin her zaman rasyonel olmadığı ve kararlarında tutarlı davranmadığı, dolayısıyla Etkin Piyasalar ve Beklenen Fayda Hipotezi gibi kuramların geçerli olmadığı noktasındadır. Geleneksel finasta yatırımcılar otokontrol ve pişmanlık gibi duygulardan yoksundur. Örneğin, insanların bir uçağı bir dakika önce kaçırmaları sebebi ile hissettikleri üzüntü bir saat önce kaçırmaları nedeni ile hissettikleri üzüntüden daha büyük değildir. Artık geleneksel finans, Etkin Piyasalar Hipotezine karşı olan bulgularla başka bir deyişle anomalilerle oldukça dikkat çeken bir konu haline gelmiştir. Bu durum finans teorilerinin davranışsal eğilimlerle yeniden inşa edilmesi gerektiğinin bir göstergesidir (Gazel, 2014: 5).

Davranışsal finans alanında yapılan araştırmaların çerçevesi, bilişsel ve duygusal eğilimler etrafında şekillenmektedir. Duygusal eğilimler temel olarak kayıptan ve pişmanlıktan kaçma istekleri tarafından yönlendirilirken, bilişsel eğilimler yatırımcıların karar verme sürecinde kestirme yol yaratma arayışı sonucunda oluşmaktadır (Sefil ve Çilingiroğlu, 2011: 252-262). Bireyler kendilerine aşırı güvenli olabilirler. Aşırı güven, yatırımcıların sahip oldukları bilgilerin doğruluğunun yanlış yorumlanmasına ve mevcut bilgilerin analiz edilirken becerilerin abartılmasına sebep olmaktadır (Nofsinger, 2005: 11). Finansal piyasalardaki yüksek işlem miktarı yatırımcılardaki aşırı güvenden kaynaklanmaktadır. Bu eğilim; işlem maliyetlerini arttırması, düşük çeşitlendirmeye sebep olması, aşağı yönlü riskleri kendi portföyünde önemsememek ve kendi becerilerine yönelik aşırı inançlara sahip olmak gibi dört davranış biçimiyle aşırı güvenli yatırımcıların servetlerine zarar vermektedir (Pompian, 2006: 59). Benzer şekilde bireyler aşırı güven duygusuyla aşırı iyimser davranmaktadırlar. Bu durum gelecekte meydana gelmesi beklenen durumların olduğundan daha pozitif olacağını ve arzu ettikleri gibi gerçekleşeceğini ifade etmektedir (Dowling ve Lucey, 320: 2010). Yapılan bir çalışmada, bireylerin aşırı iyimserlik tutumlarını ölçmek için onlara "nasıl bir sürücü oldukları" sorulmuş ve diğer sürücülerle karşılaştırma yaparak kendilerini değerlendirmeleri istenmiştir. Katılımcıların %82'si kendilerini ortalamanın üzerinde gördüklerini belirtmiştir. Benzer şekilde aktif yatırımcılar arasında yapılan bir ankette, yatırımcıların yarıdan fazlası ortalamanın üzerinde yeteneklerinin olduğunu söylemiştir (Moore, Kurtzberg, Fox ve Bazerman, 1999: 97). Bunun sebebi aşırı iyimser bireylerin yeteneklerini abartma eğiliminde olmalarıdır. Bu çalışmalar bireylerin kendilerini kandırmaya meyilli olduklarını göstermiştir. Bu durum her ne kadar geleceğe olumlu bir bakış açısı sağlasa da gereksiz birtakım risklere girmeye neden olmaktadır (Taleb, 2011: 246). Ayrıca, bireyler elde edilen başarılı sonuçları kendi yeteneklerine, emin oldukları kararlara ve düzenli çalışmalarına

bağlarken, kötü sonuçları ise talihsizliğe ve dışsal faktörlere bağlamaktadır. Kahneman ve Tversky, bireylerin belirsizlik altında karar verebilmek için referans noktasından faydalandıklarını belirtmiştir. Bu referans noktasıyla geçmişteki gözlem ve deneyimlerden yaralanarak kazanç kayıp durumları değerlendirilir (Kahneman ve Tversky, 1974: 1128). Emlakçıların müşterilerine ev gösterirken en pahalı olanından başlayarak tanıtop göstermesinin sebebi de budur. Böylece bireyler sonraki gösterilen evleri öncekilerle bir dayanak noktası etrafında karşılaştırarak daha ucuz olduğunu düşünecektir (Zweig, 2011: 27). Bu noktada bireylerin aldıkları kararların kazanç mı yoksa kayıp mı içerdiğine ilişkin zihinlerinde farklı görüntüler belirir ve bu değişikliklerin değerlendirilmesi çerçeveleme eğilimiyle açıklanmaktadır. Bireyler çerçeveleme yaparken geçmiş hesapta katarak kazançlardan sonra daha fazla risk almaya istekli iken kayıplardan sonra riskten kaçınma eğiliminde bulunurlar. Belirsizlikten kaçınma ile riskten kaçınma arasında önemli bir fark bulunmaktadır. Belirsizlikten kaçınma eğilimi, ilk defa 1961 yılında Daniel Ellsberg tarafından yapılan bir deneyde, insanların belirsizlik içeren durumlarda nasıl hareket ettikleri incelenmiş ve bireylerin belirsizlik içeren durumları sevmediği, sonuca ilişkin tahmin yürütemedikleri durumlarda katılmamayı tercih ettiklerini ortaya koymuştur (Ertan, 2007: 44). Riskten kaçınmada yatırımcılar bir olayın sonucuna dair olasılıkları hesaplayabiliyorken, belirsizlikten kaçınmada olayların olası sonuçlarına ilişkin bir hesaplama söz konusu değildir. Dolayısıyla "belirsizlikten kaçınma" bireylerin muhtemel sonuçlarını bilemedikleri durumlardan kaçınma eğilimidir. Kahneman ve Tversky beklenti teorisini ortaya koydukları çalışmalarında, ilk kaybın yatırımcının dayanak noktası olduğunu, yatırımcıların dayanak noktası değıştikçe yatırım tercihleri de değıştiğini gözlemlemiştir. Çünkü yatırımcılar sahip oldukları hisse senedini satmaya karar verdiklerinde, hisselerin ilk satın alma fiyatından etkilenmektedirler. Bu etkilenme durumu bireyleri pişman olmaya yöneltmektedir (Barak, 2008: 117). Her yatırımcı hata yapabilmekte ve sonucunda pişmanlık duymaktadır. Bireyler saygınlığını azaltacak ve hatalarını gösterecek bilgilerden kaçınmaktadır. Kendi fikirlerini destekleyen görüşlere ise daha çok ağırlık verecektirler. Yatırımcıların zarar eden hisse senetlerin de hatalarını kabul etmektense elde tutmaya devam etmesi ve satmama eğiliminde bulunması bu nedendendir (Daniel ve Titman, 1999: 29). Çünkü kazanan hisseler gurur kaynağı olacağından satma eğilimi daha yüksek olacak iken, kaybeden hisseler sahibine pişmanlık duygusu yaşatacağından satma eğilimi daha düşük olacaktır. Bu durum literatürde pişmanlık eğilimi ile açıklanmaktadır. Bireyler sahiplilik eğilimiyle bir ürüne sahip olduğunda, onun kaybının acısı, aynı ürünü kazanmanın verdiği sevinçten çok daha fazla hissetmektedir. Yatırımcılar yatırım kararı alırken karmaşık, uzun ve analiz gerektiren süreçleri takip etmekten ziyade daha basit yolları tercih ederler. Bu yüzden daha fazla bildikleri, aşına oldukları hisselerle yatırım yaparak iyi bir firmanın iyi bir yatırım olduğunu temsil etme eğilimi gösterirler. Burada firmanın iyi özellikleri, iyi bir yatırım kararı olarak görmede yatırımcı için kestirme yoldur. Hem birey hem de grup kararları temsillilik önyargısının etkisi altında kalmaya yatkındır. Örnek bir çalışmada, basketbolda karşılaşılan "sıcak el" sendromunun temsil etme eğiliminden kaynaklandığı saptanmıştır. Ayrıca, yatırımcılar kendi yatırımlarını bir bütün olarak incelemek yerine her birini ayrı bir zihinsel hesapta farklı şekillerde gruplama yaparak bir zihinsel muhasebe oluştururlar. Örneğin, bireyin maaşının bir bölümü olan 100\$'ı hesabında tutmayı tercih ederken, kumarda kazandığı 100\$'ı harcamayı tercih edebilmektedir (Thaler, 1999: 183-184). Son olarak, bir moda veya bir heves olarak nitelendirilen sürü davranışı, çoğunluğa uyma eğilimidir. Bireyler karar vermeleri gerektiği durumlarda çoğunluğun aldığı kararları, bireysel kararlarından daha sağlıklı olduğunu düşünerek grubun tercihlerine uyum göstermeye başlamıştır. Özellikle küresel finansal krizde finansal kuruluşlar içerisinde sürü davranışı ortaya çıkmıştır.

Özetle psikolojik önyargılar, bir karar verirken aynı sistematik hataları yapmak olarak tanımlanmaktadır. Finansal yatırım kararı verme sürecinde hem akıl hem de duygular temel araçken, işlemler mantıksal bir düzlemden ziyade çoğunlukla duygusal ve bilişimsel düzeyde yapılmaktadır (Lehner, 2011:218). Finansal kararları etkileyen psikolojik önyargıları konu alan çalışmalar, önyargıları anlamlı bir sisteme göre kategorize etmiştir. Bazıları önyargıları hevristik (kısa yollar) olarak adlandırırken bazıları "inançlar", "kararlar" ya da "tercihler" olarak, bazılarıysa "bilişsel" ya da "duygusal" faktörler olarak adlandırmaktadır (Kahneman ve Tversky, 1979: 263-291).

4. Literatür Çalışması

Bireysel yatırımcıları finansal yatırım kararına yönlendiren faktörlerin davranışsal finans ile ilgili olarak finans literatüründe birçok çalışma bulunmaktadır. Buna istinaden literatürde yer alan bazı çalışmalar ile ilgili özet bilgiler verilmiştir.

Altay (2007), İMKB'de piyasa yönünde sürü davranışı anomalisini test etmiştir. Çalışmada elde edilen sonuç, İMKB'de sürü psikolojisinin piyasanın gerek yükseliş, gerekse düşüş yönünde aşırı getiri oranlarına sahip olduğu dönemlerde görüldüğünü ve yatırımcıların bu dönemlerde piyasayı takip ettiklerini ifade etmektedir.

Ateş (2007), çalışmasında bireysel yatırımcıların finansal yatırım araçları seçimleri ile yatırımcının finansal profili ve bu finansal profilin oluşmasında etkisi olan bilişsel ve duygusal davranış profili arasındaki ilişkiyi davranışsal finans açısından değerlendirmektedir. Bu amaçla 400 denek ile anket yöntemi kullanılarak bir alan çalışması yapılmıştır.

Aydın (2010), çalışmasında mali piyasalarda gözlenen davranışları incelemiştir. Faiz oranları, hisse senedi fiyatları ve piyasadaki hareketler gözlemlenmiştir. Hisse senedi piyasalarında gözlenen tüm hareketleri, riske bağlı olarak açıklayabilecek tutarlı bir model geliştirmek hiçbir zaman mümkün olmayacağı saptanmıştır.

Baker ve Wurgler (2006), yatırımcı duyarlılığı üzerine yapılan öncü çalışmalardan biridir. Aylık hisse senedi getirileriyle regresyon analizi uygulamışlar ve yatırımcı duyarlılığının arbitraj imkanı bulunmayan hisse getirileri üzerinde büyük etkisinin olduğunu göstermişlerdir.

Branch (1977), çalışmasında hisse senetlerinin Ocak ayında diğer aylara göre daha yüksek getiri gösterdiğini ve bu getirinin büyük firmalara göre küçük firmalarda daha yüksek olduğunu belirtmiştir.

Brown ve Cliff (2005), aşırı iyimserliğin piyasalarda aşırı değerlemeye neden olduğu hipotezini araştırmışlardır. Analiz sonuçlarında eşbütünlük ve VAR analizleriyle duyarlılığın piyasa değerlendirme seviyesini etkilediğini ve aşırı reaksiyona neden olduğu bulgulanmıştır.

Ede (2007), çalışmasında Türkiye'de bireysel yatırımcı davranışlarına ilişkin olarak psikolojik bulguların ve eğilimlerin sınanması ve bireysel yatırımcılar hem demografik hem de bazı ayırt edici özellikler yönünden farklılaşmalarının ya da benzerliklerinin tespit edilmesi amaçlanmaktadır. Araştırma sonuçlarında bir çok yatırımcı geleneksel yaklaşımın varsayımlarının aksine sistematik hatalar yapmakta ve rasyonel çözümü bilse de bunu uygulayamamaktadır.

Durukan (2004), İMKB'de işlem yapan yatırımcı üzerinde davranışsal finansın aşırı reaksiyon anomalisinin gerçekliğini araştırmıştır. 1998-2003 yıllarına ait İMKB aylık verileri kullanmış ve İMKB'de aşırı reaksiyon anomalisinin varlığını savunan sonuçlara ulaşmıştır.

Fisher ve Statman (2000), hisse senetleri getirileri ile yatırımcı duyarlılığı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmalarında üç farklı yatırımcı grubunun duyarlılığı ile S&P500 getirileri arasındaki ilişki çok değişkenli regresyon yöntemiyle değerlendirilmiştir. Analiz, bu yatırımcı gruplarının gelecekteki piyasa getirilerini tahmin edebileceğiyle sonuçlanmıştır.

Gazel (2014), BIST 30, BIST 100 endekslerinde ve BIST 30 endeksinde önemli ağırlığa sahip on hissede psikolojik eşik var olup olmadığını belirlemek istediği çalışmada, bu amacı gerçekleştirebilmek için psikolojik eşik literatürü ile ilişkili bir kaç yöntem ve modele yer verilmiştir. Tüm elde edilen sonuçlarla, BIST için yukarı yönlü fiyat hareketlerinde psikolojik eşik noktalarının aşılması halinde fiyatların hızla söz konusu eşik noktasından uzaklaşmadığını göstermektedir. Dolayısıyla psikolojik eşik varlığından bahsetmek mümkündür.

Göksu (2013), yatırımcı davranışlarının Borsa İstanbul'da test edilmesini amaçlayan çalışmada Borsa İstanbul, Destek Menkul Değerler ve bireysel yatırımcılar olmak üzere 96 kişi ile anket çalışması gerçekleştirmiştir. Duygusal eğilimler ve bilişsel eğilimler nedeniyle yatırımcıların yatırım kararlarında rasyonel olarak tercihlerini maksimize etmek, portföylerini çeşitlendirmek ve riskten kaçınmak istemelerine rağmen bunu gerçek hayatta yaptıkları yatırımlarda uygulayamadıklarını göstermiştir.

Gümüş, Koç ve Agalarova (2013), yaptıkları çalışmada Türkiye ve Azerbaycan'da 384 kişiye bir anket formu uygulanmış, yatırımcıların yatırım kararlarını alırken, bazı önyargı, duygu, sezgi ve düşüncelerin etkisi altında kalıp kalmadıkları tespit edilmek istenmiştir. Analiz sonuçlarına göre yatırımcıların kararları üzerinde gelir ve eğitim seviyesinin, medeni durumun, yaş ve cinsiyetin farklılaşmaya sebep olduğunu tespit etmiştir.

Küçükşille (2004), çalışmada bireysel yatırımcıların tasarruflarını değerlendirirken göstermiş oldukları davranış şekillerini incelenmeye çalışmıştır. Bu amaçla toplam 768 bireysel yatırımcı üzerinde yüz yüze ve internet ortamında anket çalışması gerçekleştirilmiştir. Bireysel yatırımcılar portföylerini oluştururken tamamıyla portföy teorilerine bağlı kalmamakta ve davranışsal eğilimler göstermektedir.

Küden (2014), çalışmada amacı; bireysel yatırımcıların yatırım tercihlerini belirlemek, finansal profillerini ortaya çıkarmak ve profilleri oluşurken kısa yolların ne kadar etkili olduğunu tespit etmektir. Uygulanan anket çalışmasındaki 437 katılımcının demografik profili sunulmuştur. Bir çok yatırımcı yatırım kararlarında geleneksel yaklaşımın varsayımlarının tersine hareket etmekte ve söz konusu önyargıların etkisinde kalarak sistematik hatalar yapmakta olduğu gözlenmiştir.

Rabin (1998), davranışsal finansa katkısı özellikle temsil etme eğilimi ve buna bağlı olarak ortaya çıkan küçük sayılar kanunu konularında yapmış olduğu deneylerle eğilimlerin karar alma davranışlarını etkilediğini saptamıştır.

Sezer (2013), tez çalışmada Türkiye'deki yatırımcıların kararlarını etkileyen etmenlerin, yatırım kararları ile olan ilişkilerini ortaya koyan bir araştırma yapmıştır. Yatırımcıların finansal okuryazarlık ve bilişsel yetenek düzeyleri ile risk tercihi ve yanılsamaların belirlenmesi amacıyla anket uygulanmıştır. Finansal okuryazarlık, bilişsel yetenek, risk tercihi ve yanılsamalar arasındaki ilişkiyi belirlemeye yönelik bu çalışmada bireylerin sistematik bir şekilde psikolojik yanılsamalara düştüğü saptanmıştır. Bu çalışmada ayrıca, bilişsel yetenekler ile finansal okuryazarlık düzeyleri arasındaki ilişki araştırılmış ve bu iki değişken arasında pozitif bir ilişkinin olduğu görülmüştür.

Ülkü (2001), İMKB üzerinde yaptığı bir çalışmada, İMKB'nin aşırı reaksiyona son derece uygun bir yapısı olduğu vurgulamaktadır. Bu durum, davranışsal finansın ortaya attığı piyasa anomalilerinin İMKB'de gözlemlendiği göstermektedir.

İncelenen literatürde de görüldüğü gibi çalışmalarda; ele alınan dönem, araştırılan ülke, menkul kıymet piyasası ve bu piyasalardan elde edilen veriler önem taşımakta ve değişiklik göstermektedir.

5. Rasyonel Olmayan Kararların Finansal Yatırım Tercihleri Üzerindeki Etkisi: Anket Uygulaması

Devam eden bölümde araştırmanın amacına, yöntemine, kurgulanan hipotezler ile araştırma bulgularına yer verilmektedir.

5.1. Araştırmanın Amacı –Yöntemi ve Hipotezler

Bu çalışmanın amacı, bireysel yatırımcıların risk altında yatırım kararları üzerinde etkili olan faktörleri tespit etmektir. Bu amaçla davranışsal finans modellerine ait çeşitli eğilimlerin yatırım kararlarına etkisini ölçmek üzere bireysel yatırımcı anket formu hazırlanmıştır.

25 Mayıs-15 Haziran 2015 tarihleri arasında gerçekleştirilen anket çalışması, daha fazla sayıda bireysel yatırımcının katılım sağlaması amacıyla internet ortamında katılımcılara sunulmuş ve 600 bireysel yatırımcıya ait verilere ulaşılmıştır. Çalışmanın yöntemi betimleyici ve tanımlayıcı yöntem ile korelasyonel istatistik tekniğidir. Çalışmada, katılımcıların tercih ettikleri finansal yatırım araçlarına yaklaşımları davranışsal finansın temellerini oluşturan önyargılar ve kısa yollar bağlamında ele alınmıştır. Anket formu toplam 41 soruyla oluşturulmuş ve bu soruların bir kısmı yatırımcılara ait kişisel bilgileri, diğer bir kısmı da yatırımcıların finansal yatırım kararlarına etkisi söz konusu olan psikolojik eğilimleri öğrenmeye dönük sorulardır. Anket formunun 20 sorusu 5'li Likert Ölçekli katılım sorularını içermektedir.

Anket verileri SPSS 20 istatistik paket programıyla analiz edilerek yorumlanmış ve hipotezlerin sonuçları değerlendirilmiştir. Ayrıca aşağıda belirtilen hipotezleri test etmek için Ki-Kare test istatistiği kullanılmıştır.

H1: Yatırımcıların cinsiyeti ile risk alma düzeyleri arasında ilişki vardır.

H2: Yatırımcıların yaşı ile risk alma düzeyleri arasında ilişki vardır.

H3: Cinsiyet ile psikolojik durumun yatırım kararları üzerindeki etkisi arasında ilişki vardır.

H4: Yaş ile psikolojik durumun yatırım kararları üzerindeki etkisi arasında ilişki vardır.

H5: Kayıp önerisinde risk almak ile kazanç önerisinde risk almak arasında ilişki vardır.

5.2. Anket Sonuçlarının Güvenirlilik Testleri

Çalışmadaki anket sorularının ölçek güvenilirliği, Cronbach alfa katsayısı ile kontrol edilmiştir. Yapılan analiz sonucu, ölçeklere ait Cronbach alfa değerlerinin 0,724 çıktığı görülmüştür. Cronbach alfa katsayısının $0.70 \leq \alpha < 0.90$ arasında bulunması durumunda ölçeğin güvenilirliği iyi olarak kabul edilir (Kılıç, 2016: 48). Cronbach alfa değerleri belirlenirken, demografik değişkenler ve bilişsel yeteneklere ilişkin açık uçlu sorular dışarıda bırakılmıştır.

Tablo 1. Güvenilirlik İstatistikleri

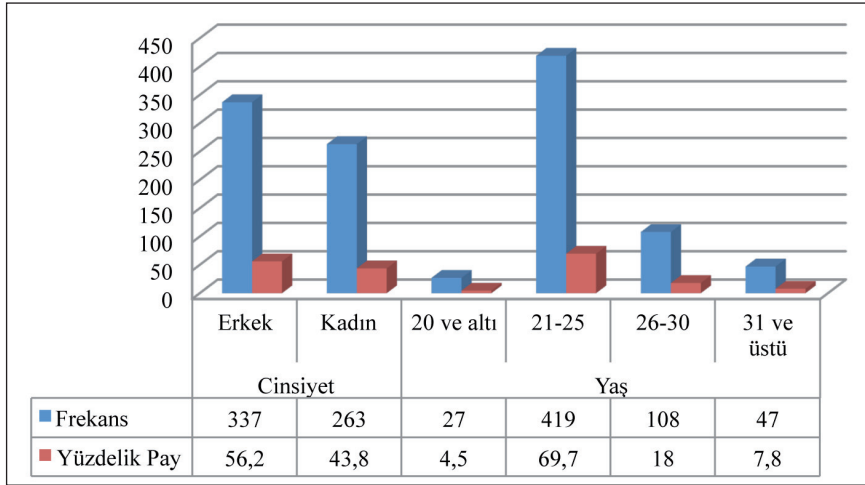
Cronbach Alfa	Soru Sayısı
0,724	41

5.3. Analiz Bulguları

Bu bölümde anket soruları soru tiplerine göre gruplanarak grafik ve tablolar yardımıyla davranışsal eğilimler açıklanmaya çalışılmıştır.

5.3.1. Örneklemin Demografik Yapısı

Uygulanan anket çalışmasındaki 600 katılımcının demografik profili Grafik 1’de sunulmaktadır. Buna göre, katılımcıların %56,2’si erkek, %43,8’i kadındır. Örneklemin %4,5’i 20 ve altı yaşları arasındayken, %69,7’si 21-25 yaşları, %18’i 26-30 yaşları ve %7,8’i ise 31 ve üstü yaşları arasındadır. Ankette katılımcıların çoğunluğu 21-25 yaş aralığında profesyonel olmayan katılımcılardan oluşmaktadır.



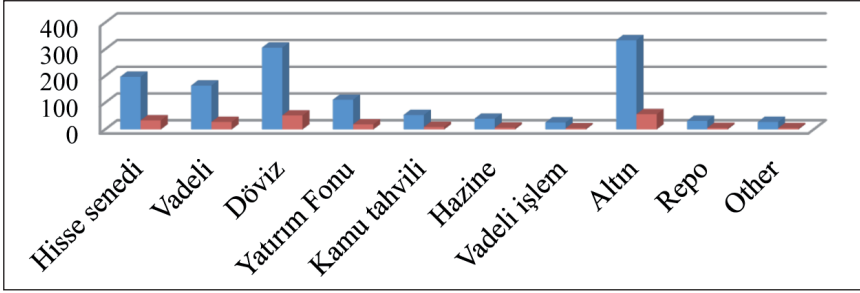
Grafik 1. Örneklemin Demografik Yapısı

5.3.2. Katılımcıların Yatırımlarıyla İlgili Özelliklerinin Analizi

Bu bölümde bireysel yatırımcıların finansal yatırımlarla ilgili profillerini yansıtacak bazı özelliklere ilişkin veriler incelenmiştir. Bu amaçla katılımcılara hangi yatırım araçlarını tercih ettiklerini, yatırım aracı seçimlerinde etkili olan faktörleri ve risk kavramına ilişkin görüşlerini ölçmeye yönelik sorular yöneltilmiştir.

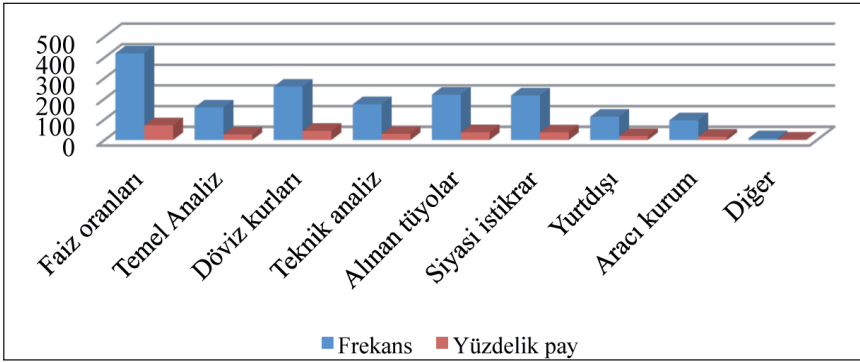
Katılımcılara Grafik 2’de gösterilen yatırım araçlarından hangisi veya hangilerini tercih ettikleri sorulmuştur. Buna göre, katılımcıların %33,6’sı hisse senetlerini, %27,9’u vadeli mevduatı, %51,8’i döviz, %18,6’i yatırım fonunu (A-B tipi), %9,3’ü kamu tahvilini, %6,9’u hazine bonosunu, %4,3’ü vadeli işlem sözleşmelerini, %57’si altını, %5,5’i repoyu, %4,8’lik diğere seçeneğini seçerek gayrimenkul ve forex tercihinde yatırım yapmayı tercih ettiklerini belirtmiştir. Geleneksel yatırım

araçlarından biri olan altının hemen ardından yabancı para mevduatı ve hisse senedi yatırımı gelmektedir. Repo, vadeli işlem sözleşmesi ve hazine bonosu ise katılımcıların en az rağbet gösterdiği yatırım araçları olmuştur. Aşağıdaki grafikte yatırımcıların tercih ettikleri yatırım araçları gösterilmiştir.



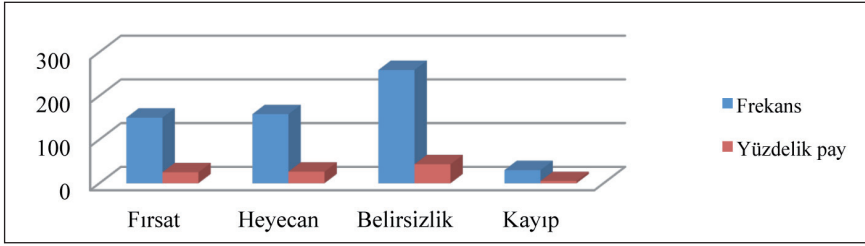
Grafik 2. Tercih Edilen Yatırım Araçları

Grafik 3'te yatırımcıların yatırım kararını etkileyen faktörler gösterilmiştir. Yatırımcıların yatırım araçlarını alım satım kararı alırken %71,3'ü faiz oranlarını, %43,9'u döviz kurlarını, %37,2'si alınan tüyoları, %36,6'sı siyasi istikrarı, %29,4'ü teknik analizi, %26,7'si temel analizi, %19'u yurtdışı piyasaları, %16,2'si aracı kurum yönlendirmelerini ve %1,4'ü diğer faktörleri dikkate almıştır. Faiz oranları, döviz kurları gibi makro ekonomik göstergelerin yatırım kararı alırken daha fazla tercih edilmiştir. Alınan tüyolar ve siyasi istikrarın ise göreceli olarak yatırımcılar tarafından daha fazla tercih edilmesi dikkat çekicidir. Siyasi istikrarın önemli bir faktör haline gelmesini yurt içinde artan politik gelişmelerin piyasalara yansımaları olarak görmek mümkündür. Yatırımcıların alınan tüyoları yatırım kararlarında göz önünde bulundurması ise sürü davranışına ilişkin bir göstergedir.



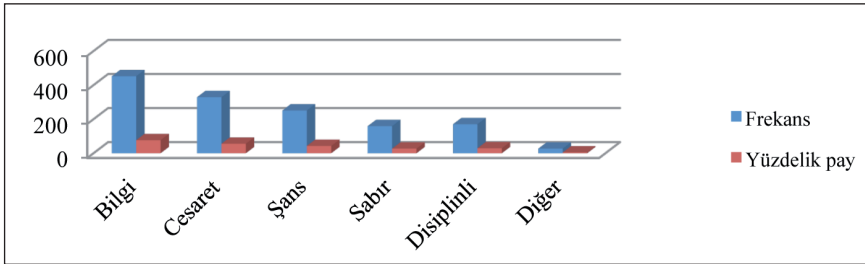
Grafik 3. Yatırım Kararını Etkileyen Faktörler

Yatırımcılara davranışlarını etkileyen psikolojik eğilimlerin temel noktası olan risk kavramı ile ilgili akıllarına gelen ilk çağrışım sorulmuştur. Grafik 4'te görüldüğü gibi yatırımcılarda risk kavramının yarattığı ilk çağrışım; %25,1'i fırsat, %26,4'ü heyecan, %43,6'sı belirsizlik ve %5,1'i kayıp olarak görülmektedir. Çoğu katılımcının risk algılaması belirsizlik olarak görülse de bu durum kayıp ve kazanç durumlarına göre farklılaşacaktır.



Grafik 4. Risk Kavramı İle İlgili İlk Çağırışım

Katılımcılara; bir yatırımcıda olması gereken en temel nitelik sorulduğunda, verdikleri cevaplar Grafik 5'de gösterilmiştir. Birden fazla özelliği seçebilen yatırımcılar, en fazla %76,5'i "bilgi" seçeneği işaretlerken, bunu sırasıyla %56,2 "cesaret", %42,6 "şans", %26,9 "sabır" ve %28 "disiplinli olma" takip etmektedir.



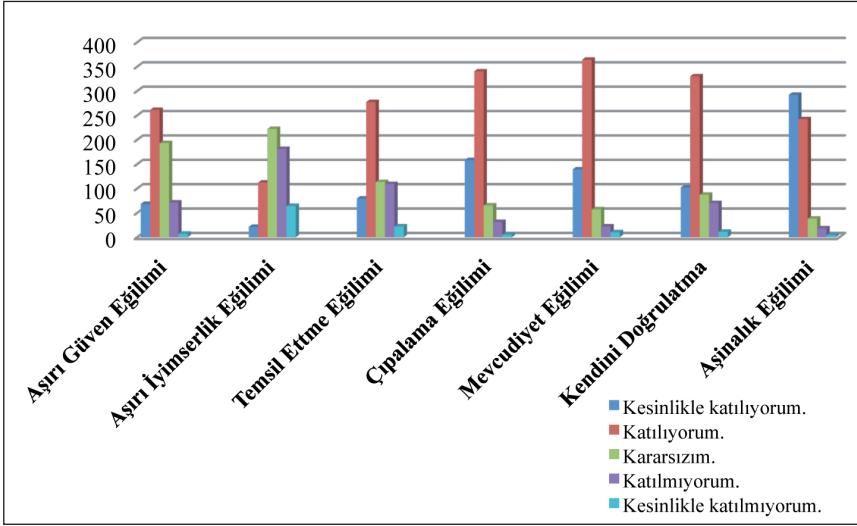
Grafik 5. Kazanan Bir Yatırımcıda Olması Gereken Temel Özellikler

5.3.3. Katılımcıların Davranışsal Eğilimleriyle İlgili Önermelerin Değerlendirilmesi

Bu bölümde; çalışmada katılımcıların davranışsal finans yaklaşımına konu olan eğilimlerin ölçümü amacıyla 5'li Likert Ölçeği yardımıyla sorular katılımcılara yöneltilmiş ve davranışsal finans eğilimlerine ait önermeler değerlendirilmiştir. Önermeler; kesinlikle katılıyorum (5), katılıyorum (4), kararsızım (3), katılmıyorum (2) ve kesinlikle katılmıyorum (1) şeklinde derecelendirilmiştir. Tüm önermeler için minimum değer (1), maksimum değer (5) olarak alınmıştır.

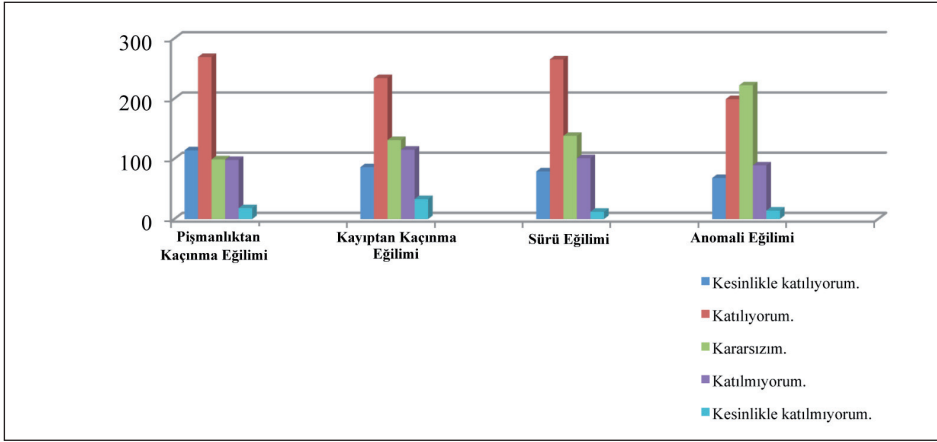
Anket çalışmasında yer alan 600 katılımcının yanıtları doğrultusunda değerlendirilen ilgili verilerin frekans dağılımı Grafik 6'da; "Finansal yatırımlarım konusunda doğru ve sağlıklı kararlar aldığımı dair kendime güvenim tamdır" önermesinin 3,68 ortalamaıyla "katılıyorum (4)" seçeneğinin tercih edilmesiyle aşırı güven eğiliminin varlığına ulaşılmıştır. "Gelecek dönemde yerel ve uluslararası piyasalarda meydana gelecek ekonomik gelişmelerin pozitif yönlü olacağını düşünüyorum" önermesine 2,71 ortalamaıyla "kararsızım (3)" seçeneği tercih edilmiştir. "Borsa performansı iyi olan şirket, iyi bir şirkettir." görüşüne katılan yatırımcılar, yanılsamaların en tehlikelerinden biri olan temsil etme eğilimi göstermektedir. Çapalama eğiliminin analiz edilmesi için; "Bir finansal yatırım aracına ilişkin kafamda bir satın alma/satma noktası belirler ve satın almak veya satmak için fiyatının o noktaya gelmesini beklerim" önermesinin ortalaması 4,28'dir ve katılımcıların hisse senedi alıp satma durumunda referans noktası belirledikleri anlaşılmıştır. "Bir finansal yatırım aracına ait aklımda kalan dikkat çekici bir performans, aynı tür finansal yatırım aracına tekrar yatırım yapmak istediğimde kararım üzerinde etkili olur" önermesine 4,32

ortalamayla "katılıyorum (4)" seçeneğine yönelen katılımcıların dikkat çekici olayları hafızalarında tuttuklarını gözlenmiştir. Kendini doğrulatma eğilimini belirlemek amacıyla "çevremde kendi finansal yatırım tercihlerime benzer tercihlerin bulunması benim için önemlidir" önermesine katılımcıların ortalaması 4,04 olarak bulunmuş ve kendini doğrulatma eğilimine önem verilmiştir. Aşına olunanı tercih etme eğilimini değerlendirmeye yönelik katılımcılara "iki finansal yatırım aracı arasında kararsız kaldığımda, hakkında daha fazla bilgi sahibi olduğum yatırım aracını seçerim" önermesi karşısında alınan cevapların ortalaması 4,57 olarak saptanmış ve katılımcıların bilineni tercih etme eğilimi taşıdıkları ortaya çıkmıştır.



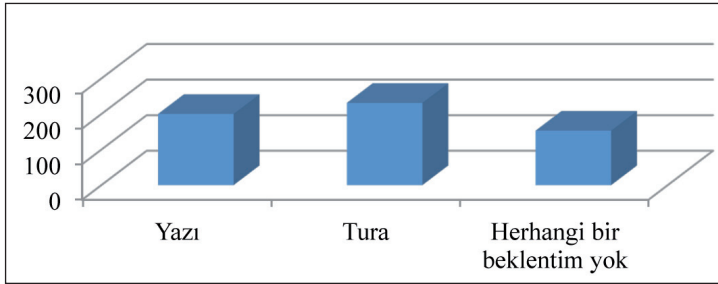
Grafik 6. Yatırımcıların Psikolojik Önyargılar Hakkındaki Düşünceleri

Yatırımcıların psikolojik önyargılarına ek olarak, dört eğilim daha analiz edilmiştir. Pişmanlıktan kaçınma eğilimine yönelik sonuçları değerlendirmek için "Bir finansal yatırım aracına ilişkin zararım söz konusu olduğunda zararımı karşılayana kadar o finansal yatırım aracını elimden çıkarmam" önermesi 3,88 ortalamayla "katılıyorum (4)" seçeneğine yakın olduğu sonucuna varılmaktadır. Ayrıca "Getirisi düşük/riski az olan yatırım araçlarını riski yüksek/getirisi yüksek yatırım araçlarına göre daha çok tercih ederim" önermesine katılımcıların 3,63 ortalamayla olası bir kayıptan kaçınma eğiliminde oldukları gözlenmiştir. Kazanç ve kayıp senaryoları oluşturularak kazanç durumunda katılımcıların eldeki garanti edilen miktarı korumaya yönelerek risk almaksızın kesin kazançta yönelirken, kayıp durumda yüksek bir oranda riskli seçeneği seçerek kaybetme riskini göze aldıkları görülmektedir. Dolayısıyla, kazanç olasılığında riskten kaçınma, kayıp olasılığı halinde riske katlanma şeklinde bir eğilim söz konusudur. Sürü eğilimini ölçmeye yönelik oluşturulan "Piyasadaki diğer yatırımcıların tercihleri benim için önemlidir. Çoğunluğun kararlarını dikkatle izlerim ve benzer şekillerde yatırım pozisyonu alırım." önermesinin ağırlık oranı 3,72 olarak bulunmuş katılımcıların çoğunluğa uyma eğiliminde oldukları gözlenmiştir. Ayrıca katılımcıların 2,69 ortalamayla "kararsızım (3)" seçeneğinde yoğunlaşarak piyasalarda anomalilerin varlığı konusunda çekimser kaldıkları görülmüştür.



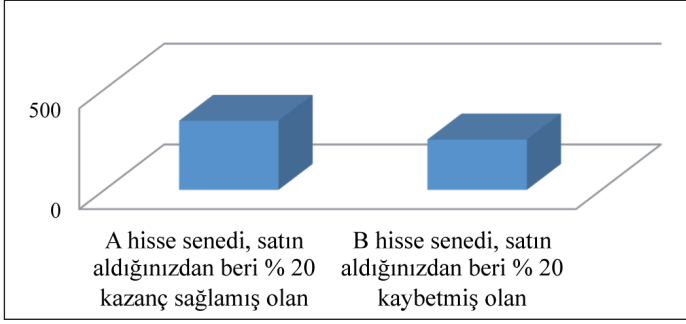
Grafik 7. Yatırımcıların Psikolojik Önyargıları Hakkındaki Düşünceleri

Davranışsal finasta kumarbaz yanılısı temsil etme eğilimiyle açıklanmış ve Grafik 8’de gösterilmiştir. Buna göre “bir madeni para 10 defa havaya atılmış ve her defasında tura gelmiştir. Madeni paranın, 11. defa havaya fırlatıldığında yazı veya tura gelme ihtimali nedir?” sorusuna ek olarak karşılığında 50 TL’ye bahse giren katılımcılar olasılık düzeyinin %50 olmasına karşın, bazı katılımcıların tura gelme olasılığını daha yüksek ihtimalle tercih ettiği saptanmıştır. Aşağıdaki grafiğe göre, yatırımcıların %26,2’si böyle bir durumda tercihlerinin olmayacağını, %39,6’sı tura ve %34,2’si yazı geleceğini tahmin etmiştir.



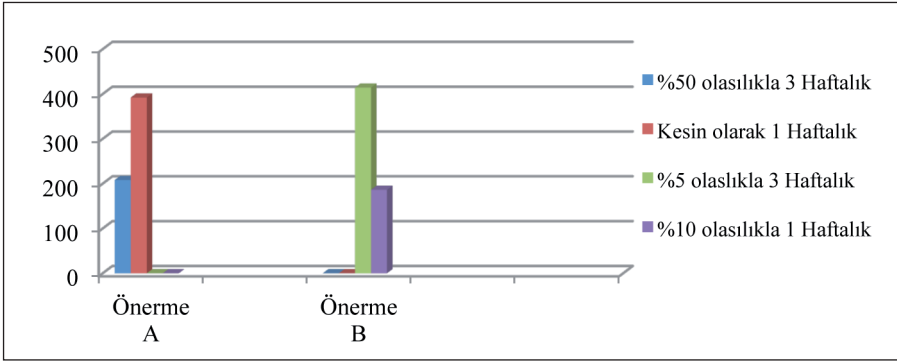
Grafik 8. Kumarbaz Yanılısı

Davranışsal finasta bir diğer önemli eğilimde yatınlık etkisidir. Bu amaçla oluşturulan önermede acil nakit ihtiyacı olan katılımcıların ellerindeki iki hisse senedinden birini satmayı düşündükleri ve bunun sonucunda hangisini tercih ettikleri sorulmuştur. Grafik 9’da A hisse senedi satın aldığınızdan beri %20 kazanç sağlanmış, B hisse senedi satın aldığınızdan beri %20 kaybetmiş olan iki seçenek arasından; %58’i A hisse senedi, %42’si B hisse senedini elde çıkarmak istediklerini belirtmiştir. Yapılan çalışmalar kaybeden hisse senetlerinin elde tutulduğunu ve kazanan hisse senetlerinin ise elden çıkarılmak istendiğini öne sürmektedir.



Grafik 9. Yatkinlık Etkisi

Kahneman ve Tversky, kesinlik etkisini para dışı unsurlarla da örneklemiştir. Grafik 10'da kesinlik etkisine yönelik iki farklı önermeden tercih yapılması istenmiştir. Önerme A; %50 olasılıkla 3 haftalık Fransa, İtalya ve İngiltere tatili veya kesin olarak bir haftalık İngiltere tatili sorulduğunda, katılımcıların %65'i 1 haftalık kesin tatili tercih etmiştir. Bunun yanında, önerme B; %5 olasılıkla 3 haftalık Fransa, İtalya ve İngiltere tatili veya %10 olasılıkla bir haftalık İngiltere tatili arasındaki seçim sorulduğunda, katılımcıların %70'i 3 haftalık tatili tercih etmiştir. Parasal olmayan tercih problemlerinde de kesinlik etkisinin mevcut olduğu bu önermelerle ortaya konulmuştur.



Grafik 10. Karar Verme Aşamasında Seçeneklerin Karşılaştırılması

5.3.4. Hipotez Bulguları

Kurgulanan hipotezler ve bu hipotezlere ait ki-kare değerleri ile sonuçları Tablo 2'de gösterilmiştir.

Tablo 2. Hipotez Bulguları

Yatırımcıların Cinsiyetlerine Göre Risk Alma Düzeyleri	H₀: Yatırımcıların cinsiyeti ile risk alma düzeyleri arasında ilişki yoktur. H₁: Yatırımcıların cinsiyeti ile risk alma düzeyleri arasında ilişki vardır.	X² =6,948 Signif F=0,016 α :0,05	Signif F < α H ₀ hipotezi Red, H ₁ kabul edilecektir. Yatırımcıların cinsiyeti ile risk alma düzeyleri arasında bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.
Yatırımcıların Yaşlarına Göre Risk Alma Düzeyleri	H₀: Yatırımcıların yaşı ile risk alma düzeyleri arasında ilişki yoktur. H₁: Yatırımcıların yaşı ile risk alma düzeyleri arasında ilişki vardır.	X² = 37,233 Signif F=0,001 α :0,05	Signif F < α H ₀ hipotezi Red, H ₁ Kabul edilecektir. Yatırımcıların yaşı ile risk alma düzeyleri arasında ilişki olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.
Psikolojik Durumun Yatırım Kararları Üzerindeki Etkisinin Demografik Değişkenlere Göre Analiz Edilmesi	H₀: Cinsiyet ile psikolojik durumun yatırım kararları üzerindeki etkisi arasında ilişki yoktur. H₁: Cinsiyet ile psikolojik durumun yatırım kararları üzerindeki etkisi arasında ilişki vardır.	X² = 24,461 Signif F=0,011 α :0,05	Signif F < α H ₀ hipotezi Red , H ₁ Kabul edilecektir. Cinsiyet ile psikolojik durumun yatırım kararları üzerindeki etkisi arasında ilişki vardır sonucuna ulaşılmaktadır.
	H₀: Yaş ile psikolojik durumun yatırım kararları üzerindeki etkisi arasında ilişki yoktur. H₁: Yaş ile psikolojik durumun yatırım kararları üzerindeki etkisi arasında ilişki vardır.	X² = 41,301 Signif F=0,000 α :0,05	Signif F < α H ₀ hipotezi Red, H ₁ Kabul edilecektir. Yaş ile psikolojik durumun yatırım kararları üzerindeki etkisi arasında ilişki vardır.
Kayıp Önerisinde Risk Almak ile Kazanç Önerisinde Risk Almak Arasında İlişki Vardır Hipotezinin Test Sonuçları	H₀: Kayıp önerisinde risk almak ile kazanç önerisinde risk almak arasında ilişki yoktur. H₁: Kayıp önerisinde risk almak ile kazanç önerisinde risk almak arasında ilişki vardır.	X² = 2,011 Signif F=0,301 α :0,05	Signif F > α H ₀ hipotezi Kabul, H ₁ Red edilecektir. Bu durum yatırımcıların kazanç önerisinde kesin kazanç seçeneğini tercih ederken, kayıp durumunda riskli seçeneğini tercih ettiklerini göstermektedir.

6. Sonuç ve Değerlendirmeler

Davranışsal finans boyutuyla incelemeye aldığımız profesyonel olmayan yatırımcıların yatırım kararlarında genel olarak gösterdikleri benzer eğilimler şu şekilde sonuçlanmıştır:

- Örneklem olarak incelediğimiz 600 katılımcının büyük bir bölümü 21-25 yaş aralığında Finansal İktisat eğitimini tamamlamış, edindikleri bilgileri pratiğe dönüştürerek kullanmayı hedefleyen üniversite öğrencilerinin, finans piyasası ile yakından ilgilendikleri görülmektedir.

- Çalışmada cinsiyet açısından yatırımcılar ele alındığında, literatürdeki çalışmalarda erkek yatırımcıların piyasada daha çok işlem yaptıkları görülmüştür. Ancak yapılan anket sonucuna göre, artık toplumumuzda menkul kıymet yatırımı erkeklere özgü bir iş gibi değerlendirilmesinin aksine kadınlarında aktif birer rol aldıklarını, tasarruflarından ayırdıkları kısmı yatırımlara dönüştürerek finans piyasasına katıldıklarını ve bu alana yönelik ilginin ve bilginin önemsendiği görülmüştür.
- Katılımcıların en çok kullandığı yatırım araçları sırasıyla; altın, döviz, hisse senedi ve mevduattır. Kadın yatırımcıların en çok tercih ettikleri yatırım aracı altındır. Erkek yatırımcıların en çok tercih ettikleri yatırım aracı ise dövizdir.
- Yatırımcılar yatırım yaparken veya yatırım yaptıktan sonra kendilerine ve yatırımlarına güvenlerinin yüksek olduklarını belirtmişlerdir. Piyasalarda geleceğe yönelik pozitif yönde gelişmelerin olabileceğine ilişkin düşüncelerinde ise çekimser kalmışlardır.
- Kayıp halinde yatırımcılar risk arayıcısı iken, kazanç durumunda riskten kaçınmaktadırlar. Bu durum yatırımcıları yatınlık etkisine bağılı bırakmakta ve rasyonellikten uzaklaşmaya neden olmaktadır.
- Bireysel yatırımcıların büyük bir bölümünün çekimser kaldıkları piyasada oluşabilecek anomalileri bilmedikleri ortaya çıkmıştır.
- Psikolojik araştırmalar beynin, analiz edilecek bilginin karmaşıklığını azaltmak için kısa yollar kullandığını göstermektedir. Bu yüzden yatırımcılar çoğu zaman, iyi bir şirketi ile iyi bir yatırımı karşılaştırarak geçmiş performansların gelecekteki performansların temsili olduğuna inanmaktadırlar.
- Bireyler bir göreve ne kadar aşına iseler, o göreve ilişkin o kadar kontrol sahibi olduklarını hissetmektedir. Bu yüzden geçmiş deneyimlerinden yararlanarak bildikleri ya da aşına oldukları yatırımlara yönelmektedirler. İnsan hafızası gerçekleşen olayları kaydetmekten çok, olaylara ilişkin duygu ve hisleri kayıt altına almaktadır. Bu durum yatırımcıların gerçek olayları yanlış hatırlamasına sebep olabilir.
- Katılımcılara çeşitli yatırım seçimleri hakkında ki düşüncelerini ve davranışsal eğilimlerini araştırdığımızda toplumda bir uzlaşmanın varlığı söz konusudur. Birlikte hareket eden yatırımcılarda sürü davranışı eğilimi ortaya çıkmıştır.
- Bireylerin parasal olmayan tercihlerinde sistematik bir şekilde beklenen fayda teorisinin aksiyomlarını ihlal ettikleri ortaya koyulmuştur.
- Araştırma sonuçlarına göre yatırımcılar, kazanan bir yatırımcıda olması gereken temel özelliğın bilgi olduğunu belirtmiştir. Fakat anket sonuçları yatırımcıların sadece bilgi yetersizliğinden değil, psikolojik önyargılar nedeniyle de irrasyonel davranışlar sergilediklerini göstermiştir.

Özet olarak, araştırma sonucunun gösterdiği gibi psikolojik önyargılar bireysel yatırımcının yatırım tercihlerini etkilemektedir. Bireyler, çeşitli psikolojik algılara sahip ve sosyal çevresiyle son derece ilgilidir. Dolayısıyla, sahip olunan yapısal ve karakteristik özellikler karar alma aşamasında yatırımcıların psikolojik önyargılarının etkisinde kalarak irrasyonel davranışlar sergilemesine neden olmaktadır. Bu çerçevede yatırımcı davranışları incelendiğinde psikolojik önyargıların

üstesinden gelmek mümkün olabilir. Öncelikle bireylerin, kendisinde ve diğerk kişilerde var olan önyargıları anlaması ve farkında olması, bu önyargılardan kaçınmada önemli bir adım olacaktır. Bir çok yatırımcı, neden ve ne amaçla yatırım yaptığına odaklanmayı çoğunlukla gözden kaçıır. Bu durumda spesifik amaçlara sahip olmak bir avantaj sağlayabilir. Geçmişin bir başlangıç sayılmayacağını unutmamak ve buna uygun portföy çeşitlendirmesi yapmak gerekir. Yatırımlarda çeşitlendirme yapmak, oluşabilecek kayıplardan kaçınmaya yardımcı olur ve aşinalık gibi önyargılara karşı bir kalkan oluşturur. Bu anlamda daha az aşına olunan seçenekleri araştırmakla yol alınabilir. Benzer şekilde herkes aynı yöne bakıyor ve hareket ediyorsa, öncelikle diğerk tarafı kontrol etmekte fayda sağlayacaktır. Diğerk bir önemli nokta, yatırımcıların bazı yatırım kriterlerine sahip olmasıdır. Bu şekilde yatırımcılar; sezgilerine, söylentilere ve diğerk psikolojik önyargılara dayalı yatırım tercihlerinden kaçınma imkanı sağlarlar. Son olarak yatırım kararlarını etkileyen psikolojik önyargıları yenmek, yatırım sürecini kontrol etmekten ve yatırım yapma sebebini göz önünde bulundurarak sadece yatırım aracı hakkında yeterli bilginin diğerk, aynı zamanda söz konusu yatırım aracının ihtiyaçlara ve beklentilere uygun olup olmadığının farkındalığı ile sağlanabilir.

Kaynakça

- Akin, H. (2009). *Menkul Kıymet Portföy Yatırımlarında Davranışsal Finans Yönteminin Kullanılması ve Bir Uygulama Örneği*. Konya: Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe Finansman Bilim Dalı Yüksek Lisans Tezi.
- Altay, E. (2007, Ekim). İMKB' de Piyasa Yönünde Sürü Psikolojisinin İncelenmesi. 11. Ulusal Finans Sempozyumu, Zonguldak.
- Angrawal, A., & Tandon, K. (1994). Anomalies or Illusions? Evidence from Stock Markets in Eighteen Countries. *Journal of International Money and Finance*, No. 13, 83-106.
- Ateş, A. (2007). *Finansal Yatırımların Davranışsal Finans Açısından Değerlendirilmesi Üzerine Bir Araştırma*. Konya: Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi.
- Aydın, S. (2010). *Davranışsal Finans Tartışmaları Kapsamlı Bir İnceleme*. Ankara: Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi.
- Baker, M., & Wurgler. (2006). Investor Sentiment and The Cross-Section Of Stock Returns. *Journal of Finance*, Vol. LXI, No.4 August, 1645-1680.
- 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.
- Branch, B. (1977). A Tax Loss Trading Rule. *Journal of Business*, No.50, 1198-1207.
- Brown, G.W., & Cliff, M.T. (2005). Investor Sentiment and Asset Valuation. *Journal of Business*, 78(2), 405-440.
- Bostancı, F. (2003). *Davranışçı Finans*. Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi Yeterlilik Etüdü, Yayım No:57, 1- 19, İstanbul.
- Cornicello G. (2003). *Behavioral Finance and Speculative Buble*, Universita Commercial Luigi Bocconi E.T., Milano, 23.
- Daniel, K., & Titman, S. (1999). Market Efficiency in an Irrational World. *Financial Analysts Journal*, November/ December.
- Dowling, M., Lucey, B. (2010). Other Behavioral Biases. H.K.Baker ve J.R.Nofsinger (Ed.), *Behavioral Finance, Investor, Corporations and Markets*, JohnWiley&Sons, 313-330.
- Durukan, B. (2004). Aşırı Tepki Hipotezi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsasından Kanıtlar. *VIII.Ulusal Finans Sempozyumu*, İstanbul.

- Ede, M. (2007). *Davranışsal Finans ve Bireysel Yatırımcı Davranışları Üzerine Ampirik Bir Uygulama*. İstanbul: Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Ertan, Y. (2007). *Davranışsal Finans ve Pişmanlık Teorisinin Döviz Kuru Riskinden Korunma Kararına Etkisi*. Bursa: Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Fisher, K. L., & Statman, M. (2000, March-April). Investor Sentiment and Stock Returns. *Financial Analysts Journal*, 56, Sayı 2, 16-31.
- Gazel, S. (2014). *Davranışsal Finans Psikolojik Eşik Ve Önyargılar*. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Göksu, A. (2013). *Portföy Yatırım Kararlarında Davranışsal Finansın Etkisi: Borsa İstanbul Uygulaması*. İstanbul: Beykent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Yönetimi Anabilim Dalı Finans Bilim Dalı Yüksek Lisans Tezi.
- Gümüş, F.B., Koç, M., & Agalarova, M. (2013). Bireysel Yatırımcıların Yatırım Kararları Üzerinde Etkili Olan Demografik ve Psikolojik Faktörlerin Tespiti Üzerine Bir Çalışma: Türkiye ve Azerbaycan Uygulaması. *Kafkas Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* Cilt 4, Sayı 6.
- Kahneman, D. & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk. *Econometrica*, 47 (2), 263-291.
- Kılıç, S. (2016). *Cronbach'ın Alfa Güvenirlik Katsayısı*. Gülhane Askeri Tıp Fakültesi, Ankara.
- Küçükşille, E. (2004). *Optimal Portföy Oluşturmaya Davranışsal Bir Yaklaşım*. Isparta: Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi.
- Küden, M. (2014). *Davranışsal Finans Açısından Bireysel Yatırım Tercihlerinin Değerlendirilmesi*. İzmir: Gediz Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Lehrer, J. (2011). *Karar anı: Beynimiz karar vermemizi nasıl sağlıyor*. Çev. Ferit Burak Aydar. Boğaziçi Üniversitesi Yayınevi, Popüler Bilim Dizisi.
- Moore, D. A., Kurtzberg T. R., Fox C. R., & Bazerman M. H. (1999). *Positive illusions and Forecasting Errors in Mutual Fund Investment Decisions*. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, C.79, No.2.
- Nofsinger, J.R. (2005). *The Psychology of Investing, Second Edition*. Pearson Education, Inc.
- Pompian, M. M. (2006). *Behavioral Finance and Wealth Management: How to Build Optimal Portfolios That Account for Investor Biases*. John Wiley and Sons, New Jersey.
- Rabin, M. (1998). Psychology and Economics. *Journal of Economic Literature*, 36(3), 11-46.
- Ritter, J. (2003). Behavioral Finance. *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.11, 429-437.
- Sefil, S. & Çilingiroğlu, H.K. (2011). Davranışsal Finansın Temelleri: Karar Vermenin Bilişsel ve Duygusal Eğilimleri. *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 10(19), 252-262.
- Sezer, D. (2013). *Yatırımcı Davranışlarının Etkinliği ve Psikolojik Yanılsamalar*. Aydın: Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı.
- Thaler, R. (1999). Mental Accounting Matters. *Journal of Behavioral Decision Making*, 12(3):183-206.
- Taleb, N.N. (2011). *Siyah Kuğu*. Çev. Nazan Arıbaş. İstanbul: Varlık Yayınları.
- Tversky, A. & Kahneman, D. (1974). Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. *Science, New Series*, Vol.185, No.4157, 1124-1131.
- Ülkü, N. (2011). Finasta Davranış Teorileri ve İMKB'nin Dezenflasyon Programının Başlangıcında Fiyat Davranışı. *İMKB Dergisi*, Cilt:5 S.17, 101-132.
- Yaşar, B. (2008). *Davranışsal Finans ve Fiyat Köpüğü: İMKB Endekslerinde Fiyat Köpüğüyle İlgili Mevsimsel Birim Kök Araştırması*. İstanbul: İ.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi.
- Zweig, J. (2011). *Paranız ve Beyniniz*. Çev. Necdet Ünal Elbeyli. İstanbul: İnkılap Kitabevi.