

Kurumsal Yatırımcıların Karar Alma Aşamalarına Davranışsal Finans Perspektifinden Bakış: Kocaeli İli İmalat Sanayi Uygulaması
Corporate Investors Behavioral Finance Perspective Overview of The Decision-Making Stages: Kocaeli Province Manufacturing Industry Application

Burcu Nazlıcan DOĞRU

İktisat Politikası Yüksek Lisans Öğrencisi, Kocaeli Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü,
nazlicandogru441@gmail.com

Figen BÜYÜKAKIN

Doç. Dr., Kocaeli Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, bfigen@kocaeli.edu.tr

MAKALE BİLGİSİ

Makale Geçmişi:

Geliş 24 Eylül 2020

Düzeltilme Geliş 27 Kasım 2020

Kabul 29 Kasım 2020

Anahtar Kelimeler:

Davranışsal Finans, Yatırım Kararları, Psikolojik Faktörler

© 2020 PESA Tüm hakları saklıdır

ÖZET

Yatırım kararlarının alınması aşamasında etkisi gözlemlenen psikolojik faktörler davranışsal finans ekolünü doğurmuş ve Etkin Piyasalar Hipotezi zamanla geçerliliğini yitirme noktasına gelmiştir. Ekole göre yatırımcılar karar alırken rasyonel davranışlar sergilememektedir ve piyasa etkinliği tam olarak sağlanamamaktadır. Çalışmanın ana amacı, kurumsal yatırımcıların yatırım kararları alırken irrasyonel davranışlar sergileyebildiğinin göz ardı edilmemesi gerektiğidir. Bu amaçla çalışmada, Kocaeli ili imalat sanayi alt sektörlerindeki 10 (-/+10) karar alıcı ile derinlemesine mülakat tekniğine uygun olarak görüşme gerçekleştirilmiştir. Bu bağlamda, gerçekleştirilen literatür taraması ve çalışmanın hipotezine göre yatırımcı davranışları psikolojik faktörlerden etkilenmektedir. Yatırımcılar, geleneksel finans modelleri varsayımlarının aksine sistematik hatalarda bulunabilmekte ve rekabet söz konusu olduğunda irrasyonel kararlar alabilmektedirler.

ARTICLE INFO

Article History:

Received 24 September 2020

Received in revised form 27

November 2020

Accepted 29 November 2020

Keywords:

Behavioral Finance, Investment Decisions, Psychological Factors.

© 2020 PESA All rights reserved

ABSTRACT

Psychological factors that effected the investment decision-making stage gave rise to the behavioral finance school and the Effective Markets Hypothesis has come to the point of obsolescence over time. According to the school, investors do not exhibit rational behaviors when making decisions and market efficiency is not fully ensured. The main aim of the study is that it should not be overlooked that institutional investors can exhibit irrational behavior when making investment decisions. In this study, 10 (- / 10) decision makers in the manufacturing industry sub-sectors of Kocaeli province were interviewed in accordance with the in-depth interview technique. In this context, according to the literature review and the hypothesis of the study, investor behaviors are affected by psychological factors. Investors may make systematic mistakes contrary to the assumptions of traditional finance models.

GİRİŞ

Neoklasik iktisat temelli geleneksel finans modelleri bireyi, faydasını maksimuma çıkarma hedefinde bulunan ve duygusal sapmalara yer vermeyerek rasyonel davranışlar sergileyen karar alıcılar olarak nitelendirmektedir. “Homo economicus” olarak belirtilen rasyonel birey, piyasadaki tüm bilgilere ulaşabilen, geçmiş dönemdeki hatalarını tekrarlamayan, matematiksel hesaplamalar ile ulaşılabilen tercihler yapan ve beklenen fayda teorisi çerçevesinde optimal kararlar veren yatırımcılardır (Çilingiroğlu ve Sefil, 2011: 248). Geleneksel finans modellerinde karar alıcı mekanizmanın varsayımlardan biri olan rasyonalite kavramına uygun davranışlar sergilemediğine ilişkin gözlemler ve bulgular davranışsal finansın oluşumuna neden olmuştur. Davranışsal finans, ekonomi ve psikoloji bilimlerinin disiplinlerarası ilişkisi olarak modellenmiştir. Temel olarak da kusursuz insan türü olan homoekonomikus’u değil duygusal insan homosafiyen’i almaktadır (Müldür, 2019: 38). Bu bağlamda davranışsal finansta birey davranışları ele alınmakla birlikte bireyin psikolojik sapmalar neticesinde rasyonel kararlar alamayabileceği, soyut matematiksel modellerin her zaman pozitif geri dönüşler sunamayabileceği ve neticede finansal krizlerin meydana gelebileceği varsayılmaktadır. Davranışsal finans, bireyin pazardaki işlemlerini analiz etmekte ve finans alanında etkin bir rol oynamaktadır. Bireyin yatırım aşamasında sadece getiri ve risk kavramları üzerinde durmadığını, bunlara ek olarak farklı kavramları da dikkate aldığı ve neticede en yüksek doyuma ulaştığı varsayılmaktadır. Bireyin her aşamada mantıklı kararlar almadığını ve en büyük sebebin ise psikolojik etmenler olduğunu ileri sürmektedir. Böylece piyasa anomalilerinin açıklanması ve yatırım işlemlerinin anlamlandırılması çerçevesinde davranışsal finans ekolü oluşmuştur (Tufan, 2006: 23).

Fama’nın 1960 yılında kaleme aldığı Etkin Piyasalar Hipotezi’ne bir eleştiri olarak ortaya çıkan davranışsal finans, 2002 yılında Daniel Kahneman ve Amos Tversky’ye Nobel Ekonomi ödülünü kazandıran “Beklenti Teorisi” ile temellenmiştir. Beklenti Teorisi, rasyonel kararlardan sapmaları ele alarak bireyin irrasyonel kararlar alabileceğini, risk içeren kararlarla karşılaşılması durumunda yüksek getiriden vazgeçerek riskten kaçınma durumları ile karşılaşılabilirliğini ve ruhsal durumların bireylerin rasyonel kararlarını engellediğine dayanmaktadır (Ağan ve Aydın, 2016: 55). Başka bir yönden, ekole yönelik temel eleştiriler piyasa anomalileri üzerinden de gerçekleştirilmiştir. Haftanın günü anomalisi, Ocak ayı anomalisi, tatil anomalisi, hafta sonu anomalisi gibi çeşitlendirilen piyasa anomalileri, teoriye uygun olmayan, genel olarak teoride karşılık görmeyen yatırımcı davranışlarıdır ve geleneksel finans modelleri piyasa anomalilerini açıklamak adına yetersiz kalmaktadır (Özmen, 1997: 11). Nitekim davranışsal finans, piyasa anomalilerini, yatırımcıları, psikolojik etmenlerle ele alarak açıklamaya çalışmaktadır (Sansar, 2016: 140). Aynı zamanda geleneksel finans modellerinde bilgi kavramı tüm piyasa katılımcılarının ulaşabileceği bir pozisyonudur. Piyasada asimetrik bilgi ve bilgi maliyeti bulunmamaktadır. Fakat Davranışsal Finans için bu durum söz konusu değildir. Davranışsal Finansta fiyatlar tüm bilgiyi yansıtmamaktadır (Kulalı, 2016: 50).

Karar alıcıların rasyonel olmayan adımlar izlediğini ileri süren isimlerden ilk isim 1953 yılındaki çalışması ile Allais’tır. Bilgi eksikliği temelinde karar alıcı mekanizmanın doğrusal olmayan kararlar aldığı nitelendirilmiştir. Allais, aynı zamanda, bireylere sunulan tercihlerin artmasına paralel olarak rasyonel kararlarda sapmalar meydana gelebileceğini öne sürmüştür. 1975 yılında ise Langer rasyonel olmayan davranışları ele almıştır. Kontrol yanılması adını verdiği kuram ile Langer, bireylerin aşırı güven ile hareket ederek bir illüzyona kapılabileceğini iddia etmektedir. Oynanan her bir yazı/tura oyununun sunucunda yazı veya tura gelme olasılığı %50’dir. Langer bu noktada katılımcılara evvelki oyunlarda yazı veyahut tura gelmiş sonuçların dağıtılması halinde oyuna daha fazla katılımcının dahil olduğunu saptamıştır (Jureviciene ve Ivanova, 2013). Allais’in ardından Kahneman ve Tversky’nin 1973 yılında gerçekleştirdikleri çalışmalarında, çeşitli riskler altında bireylerin davranışları incelenmiştir. Deneyde 600 kişinin bir hastalık sebebiyle öleceği varsayılmıştır. Deneklere yöneltilen tercihler şu şekildedir:

Tercih1: 200 kişi hastalıktan kurtulacaktır,

Tercih2: 600 kişinin %33’ü kurtulacak, %67’si kurtulamayacaktır,

Denekler %72 oranla Tercih1'e yönelmiştir. Deney, diğer tercihler yöneltilecek genişletilmiştir:

Tercih3: 600 kişiden 400'ü kurtulamayacaktır,

Tercih4: 600 kişiden %33 ihtimalle herkes kurtulacak, %67 ihtimalle herkes ölecektir.

Denekler bu durumda %78 oranla Tercih4'e yönelmiştir. Aslında tercihlere bakıldığında, Tercih1 ve Tercih3, Tercih2 ve Tercih4 birbirinin aynıdır. Burada dayanak noktalarında farklılaşma vardır. Birinci durumlarda herkesin yaşayacağı dayanak noktası olarak belirlenirken, ikinci durumlarda dayanak noktası olarak kimsenin ölmeyeceği belirlenmiştir. Denekler, yaşama seçeneğinde risk almaktan kaçınırken, ölüm seçeneği var olduğu takdirde risk almaya meyil etmişlerdir (Altunöz ve Altunöz, 2018: 70). Belirsizlikten kaçınma eğilimi olarak da adlandırılabilen risk faktörü, yatırımcıları etkileyen ekonomik olmayan eğilimlerden biridir. Öte yandan bu eğilimlere; aşırı güven, dayanak noktası belirleme, pişmanlıktan kaçınma, tanıdık olanı tercih etme, bilişsel çelişki, ruh hali ve iyimserlik, statüko sapması, sürü psikolojisi ve çıpalama eklenebilmektedir.

Davranışsal finansın son yıllardaki yükselişinin temel nedeni 2008 yılında meydana gelen küresel finansal krizdir. Amerika Birleşik Devletleri (ABD) konut piyasasında spekülasyon balonunun sönmeye başlaması ile başlayan kriz, piyasa etkinliği ve irrasyonel yatırım kararlarının neticesinde küresel finansal krize dönüşmüştür. Kriz sadece bireysel yatırımcıların etkisi ile değil, kurumsal yatırımcıların matematiksel hesaplar ile ileriye yönelik oluşturmuş olduğu ekonomik modeller çerçevesinde de hatalar sonucunda baş göstermiştir. Bu durum, finansal karar vericilerin ne denli rasyonel kararlar alabildiğinin sorgulanmasına neden olmuştur (Bayar ve Kılıç, 2013: 178).

Bu çalışmanın amacı, kurumsal yatırımcıların karar alma aşamalarında rasyonel davranışlar sergileme eğiliminde olup olmadığını tespit etmektir. Kurumsal yatırımcıların psikolojik faktörlerden etkilenerek karar verme güdüsünde bulunması ve sektörel bazda fiyat anomalileri gerçekleştirilmesi, Kocaeli bölgesi imalat sanayi alt sektörlerinde incelenmiştir. İmalat sanayi alt sektörlerinde fabrikaların tespitinde çalışan sayısı en az 20 (+20) olan firmalar ile örneklem belirlenmiş olup, çalışmaya dahil edilmiştir. Kocaeli bölgesi imalat sanayi alt sektörleri bazında elde edilen bilgiler, davranışsal finans perspektifinde değerlendirilmiştir.

1. Literatür Taraması

Davranışsal finans modellerinin etkinliği ve bireylerin karar alma aşamalarına ilişkin literatürde pek çok çalışma bulunmaktadır. Literatürdeki mevcut çalışmaların bazılarında aşağıda yer verilmiştir.

Kahneman ve Tversky (1984) 1973'teki çalışmalarından farklı olarak bu çalışmada, risk faktörünü katılımcılara sundukları tercihler ışığında ele almış ve bu kavramı davranışsal finans ekolünün temelini yerleştirmişlerdir. Bir grup katılımcıya yöneltilen tercihler eşliğinde gerçekleştirilen çalışmada, bireyin kar durumunda riskten kaçınma ve zarar durumunda riski göze alma eğiliminin olduğu gözlemlenmiştir. Çalışma sonucunda bireyin risk altında ulaştığı kararlarda rasyonel davranışlardan sapmalar gösterebileceği ve bu durumu ortaya koymak adına bir matematiksel hesabın yapılamayacağı bulgusu elde edilmiştir.

Dhar ve Wertenbroch (2000) çalışmalarında, katılımcılara yöneltilen alternatiflerin elde etme ve vazgeçme durumlarına karşın tercihlerinde hazcı mı yoksa faydacı mı olup olmadıklarının saptanmasını amaçlamışlardır. Katılımcıların, referans noktası elde etme fırsatı olduğu takdirde hazcı bir yaklaşımı daha düşük bir oranla sergilediği, fakat referans noktasından vazgeçme durumu olduğunda ise yine hazcı bir yaklaşımı ama bu defa daha yüksek bir oranla sergilediği gözlemlenmiştir. Çalışmada bireyin tüketim alışkanlıklarına göre fayda maksimizasyonundan sapmalar gösterebileceği belirtilmiştir.

Taner ve Akkaya (2005) çalışmalarında enflasyon ve hisse senedi ilişkisini davranışsal finans perspektifinden ele alarak incelemiştir. Çalışmada bir firmaya ait finansal değerler örneği

üzerinden hareket edilerek çerçeveleme davranışı ele alınmıştır. Elde edilen sonuç itibariyle davranışsal finans, yatırım kararları üzerinde etkindir, psikolojik faktörler pazar gelişimini etkilemektedir ve davranışsal finansın hisse senetlerinin değerlendirilmesinde kullanılan temel ve teknik analizleri tamamlayıcı bir yaklaşım sergilediği anlaşılmıştır.

Barak (2008) çalışmasında İMKB’de fiyat anomalilerinden biri olan aşırı reaksiyon anomalisinin varlığını incelemiş ve sonuçları davranışsal finans çerçevesinde ele almıştır. Çalışmada örneklem olarak Türkiye’de faaliyet göstermekte olan ve 1992-2004 yılları arasında devamlı işlem gören İMKB’ye kote olan işletmeler ele alınmıştır. Çalışma, aşırı reaksiyon anomalisi tespiti için kazanan-kaybeden portföy modeli çerçevesinde değerlendirilmiştir. Neticede İMKB’de aşırı reaksiyon anomalisinin varlığı saptanmıştır. Çalışmada etkin piyasalar hipotezinin İMKB’de geçerli olmadığı sonucu doğmuştur.

Doğukanlı ve Ergün (2011) çalışmalarında, davranışsal finansın kapsamında yer alan Aşırı Tepki Hipotezinin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nın (İMKB) farklı endekslerinde geçerli olup olmadığını incelemişlerdir. Veriler, İMKB-Ulusal 100, İMKB-Ulusal 50, İMKB-Ulusal 30, İMKB-Ulusal Sınai ve İMKB-Ulusal Mali endekslerinde işlem gören hisse senetlerine ilişkindir ve Temmuz 1998 ve Haziran 2008 arası dönem için kesintisiz olarak ele alınmışlardır. Yapılan etkinlik testi sonucunda, İMKB-Ulusal 30 Endeksi dışında kalan endekslerin, Aşırı Tepki Hipotezini desteklediği ortaya çıkmıştır. Buna göre İMKB’nin zayıf formda etkili olmadığı anlaşılmaktadır.

Sadi ve diğerleri (2011) ise çalışmalarında Tahran borsasında rastgele seçilen 200 yatırımcının finansal kararlarında algılama hatasının etkili olup olmadığını değerlendirmeyi amaçlamışlardır. Anket yoluyla toplanan veriler, Varimax rotasyonlu geçici matrisi kullanılarak analiz edilmiştir. Elde edilen bulgulara göre, hisse senedi piyasasında işlem yapan yatırımcıların algılamaları ile kişilikleri arasında güçlü bir ilişkinin var olduğu anlaşılmaktadır.

Mathews (2013), çalışmasında, yatırım kararları alınırken geleneksel finans modellerinden hareketle hem nesnel hem de öznel verilerin dikkate alındığı modellere doğru evrilmek gerektiğini ileri sürmektedir. Çünkü bireylerin bilişsel süreçleri piyasaları her türlü sallayabilmekte ve piyasa oynaklığı insan faktörünün dışlandığı modellerle açıklanamamaktadır.

Küçük (2014) çalışmasında, finansal kararlar alınırken bireysel yatırımcıları yönlendiren faktörleri davranışsal finans açısından ele alarak Osmaniye özelinde değerlendirmeyi amaçlamıştır. Bu amaç, doğrultusunda 150 bireysel yatırımcıya anket uygulanmıştır. Elde edilen bulgulardan Osmaniye’deki bireysel yatırımcıların yatırım kararları üzerinde davranışsal finansın etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Aydın ve Ağan (2016) gerçekleştirdikleri çalışmada, bireysel yatırımcıların karar alma aşamalarında karşılaştıkları önyargıların kararlarını ne denli değiştirip değiştirmediğini incelemişlerdir. Anket yönteminin kullanıldığı çalışmada, katılımcıların önyargılardan ne derece etkilendiği, yatırım enstrümanları eğilimleri ve bireysel yatırım tercihleri üzerinde önyargıların etkisi değerlendirilmeye çalışılmıştır. Çalışma katılımcıların kazanç durumlarında risk faktöründen uzaklaştıkları, kayıp durumlarında ise risk almaya meyilli oldukları gözlemlenmiştir. Benzer şekilde katılımcılar tecrübelerine güvenmekte ve yatırım kararlarında sahip oldukları bilgi birikimini de kullanmayı tercih etmektedirler. Sonuç olarak bireysel yatırımcılar, yatırım kararlarında rasyonel kararlardan sapabilmekte ve sistematik hatalar yapabilmektedirler.

Aytekin ve Aygün’ün (2016) yaptığı değerlendirme çalışmasında bireylerin yatırım kararlarında bilişsel ve duygusal düzeylerine ilişkin faktörlerin önemi ortaya konmaya çalışılmıştır. Bu duruma dair gerekli önlemlerin alınabilmesi ise davranışsal finans modelleri ile mümkündür. Bu nedenle bireylerin davranışsal finans eğitiminin önemine vurgu yapılmaktadır.

Akın (2017), çalışmasında, piyasalarda ortaya çıkan aksaklıkların geleneksel finans ile açıklanamayacağı gerçeğinden hareketle geliştirilen davranışsal finansın önemini ortaya

koymuş ve yatırımcıların kararları ile davranışsal finans arasındaki ilişkiyi geniş bir literatür taraması yaparak açıklamaya çalışmıştır. Araştırma sonucunda da davranışsal finans ile geleneksel finansın birlikte ele alınması gerektiği ve dolayısıyla bu iki yaklaşımın birbirlerinin tamamlayıcısı olduğu bulgusu elde edilmiştir.

Gül ve diğerleri (2017) ise çalışmalarında, davranışsal finans yaklaşımının kuyumculuk sektöründe faaliyet gösteren Gaziantep’li yatırımcıların yatırım kararlarına olan etkisini değerlendirmişlerdir. Yüz yüze anket yöntemi kullanılarak yapılan çalışmada elde edilen veriler, T testi ile ANOVA testine tabi tutulmuşlardır. Çalışma bulgularından, Gaziantep’li kuyumcu yatırımcılarının davranışları üzerinde davranışsal finans yaklaşımının kısmen etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Akboz ve Komşu (2019) çalışmalarında Mersin’de ikamet eden ve internet üzerinden alışveriş yapan 405 bireyin tüketim alışkanlıkları Tüketin Tarzları Ölçeği çerçevesinde değerlendirilmiş ve gelişmeler davranışsal iktisat bağlamında incelenmiştir. Çalışma sonucunda katılımcıların görece olarak rasyonel davranışlar sergilediği ve demografik niteliklerin rasyonel kararlar üzerinde mühim bir etken olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.

Yayar ve Karaca (2019) çalışmalarında Tokat ilindeki kamu çalışanlarının iktisadi kararlarında rasyonel davranıp davranmadıklarını ve çalışanların demografik özelliklerine göre kararlarının ne denli değiştiğini incelemişlerdir. Çalışma yüz yüze görüşme yöntemi ile 409 kişinin katılımıyla gerçekleştirilmiştir. Çalışma sonucunda yaş artışı ile rasyonel kararlar alış arasında pozitif yönlü bir ilişkinin varlığı, bedavayı seçme eğilimine yatkınlık ve risk durumunda ise kazanç söz konusu iken riskten kaçınma, zarar söz konusu iken risk alma eğilimlerinin olduğu gözlemlenmiştir.

Paksoy ve diğerleri (2019) çalışmalarında, üniversite öğrencilerine yönelik olarak uyguladıkları anket verilerinden hareketle, bireylerin farklı durumlar karşısında davranışlarına yön veren kişilik özellikleri ile rasyonel karar vermeyi engelleyen psikolojik önyargıları arasındaki ilişkiyi değerlendirmişlerdir. Anket verileri, faktör analizi, korelasyon ve regresyon analizleri, t-testi ve ANOVA analizi yapılarak incelenmiş ve sonuç olarak bireylerin kişilik özellikleri ile psikolojik önyargıları arasında anlamlı bir ilişkinin var olduğu tespit edilmiştir.

Polat ve Duman (2020) çalışmalarında, bireylerin bilişsel düzeyleri ile davranışsal yanlıkları arasındaki ilişkinin ne yönde olduğunu açıklamaya çalışmışlardır. Tesadüfi olarak seçilmiş ve farklı üniversitelerde öğrenim gören öğrencilere anket uygulanarak toplanan veriler, Ki-Kare testi ile analiz edilmiştir. Elde edilen bulgulardan bu iki faktör arasında anlamlı farklılıkların bulunduğu tespit edilmiştir.

2. Karar Alıcıların Finansal Yatırım Tercihleri: Derinlemesine Mülakat Örneği

Davranışsal Finans Modelleri, yatırımcıların karar alma aşamasındaki psikolojik eğilimlerini dikkate alan bir yaklaşımdır. Genellikle analizlerini bireysel yatırımcılar üzerinden gerçekleştirmektedir. Piyasa anomalileri üzerinden gerçekleştirilen çalışmalar, bireysel yatırımcıların, anomalilere uygunluk gösterdiği şeklindedir. Ele alınan çalışmada ise kurumsal yatırımcılar ile Davranışsal Finans ekolü arasındaki ilişki dikkate alınmıştır. Farklı bir perspektiften bakılarak gerçekleştirilen çalışmada, fiziki sermaye ve yatırım kararları etkileşimi irdelenmektedir.

2.1. Derinlemesine Mülakat Yöntemi

Derinlemesine mülakat yöntemi, belirli sorular çerçevesinde, ilgili katılımcılar ile sohbet havasında gerçekleştirilen bir mülakat şeklidir. Yöntemin belirlenme sebebi, ekole ilişkin derin bir çalışma ve gerçekçi sonuçlara ulaşabilme gayesidir. Bu amaç ile Kocaeli sınırları içinde faaliyet gösteren imalat sanayi firmalarının ilgili kişileri ile görüşülmüştür. Katılımcı tercihinde özellikle dikkat edilen husus firma büyüklüğüdür. Firmalar içerisinde özellikle +20 çalışana sahip olanlar tercih edilmiştir. Firma yatırımlarında karar verici pozisyonda bulunan katılımcılar ile Kocaeli ili imalat sanayi bölgesinde yatırımcıların psikolojik eğilimleri ve karar alma aşamalarına ilişkin değerlendirmeler yapılmıştır.

2.2. Soru Tasarımı

Çalışmada soru tasarımı literatürden faydalanılarak hazırlanmıştır. Derinlemesine mülakat yöntemine uygun ve konuya ilişkin geçmiş çalışmalardan hareketle hazırlanan soru tasarımı, katılımcıların geri dönüşleri ile dinamik olarak gerçekleştirilmiştir. Buna ek olarak, çalışmada soru tasarımı yapılırken, alanda yetkin bireylerin görüşlerine de başvurulmuştur.

Tablo 1: Derinlemesine Mülakat Sonuçları (A)

	İç Güdüsel Davranışlar	Tecrübe ve Gelecek İlişkisi	Tanıdık Yatırımlara Yönelme	Piyasa Anomali Etkinliği
K1	İç güdüsel davranışlara yer yoktur	Tecrübe gelecekteki kararları etkilemektedir	Tanıdık yatırımlara yönelme söz konusudur	Piyasa anomalisi etkin değildir
K2	İç güdüsel davranışlara yer yoktur	Tecrübe gelecekteki kararları etkilemektedir	Tanıdık\yerel yatırımlara yönelme söz konusudur	Piyasa anomalisi etkin değildir
K3	İç güdüsel davranışlara yer yoktur	Tecrübe gelecekteki kararları etkilemek-	Tanıdık yatırımlara yönelme söz konusudur	Piyasa anomalisi etkin değildir
K4	İç güdüsel davranışlara yer yoktur	Tecrübe gelecekteki kararları etkilemektedir	Tanıdık yatırımlara yönelme söz konusudur	Piyasa anomalisi etkin değildir
K5	İç güdüsel davranışlara yer yoktur	Tecrübe gelecekteki kararları etkilemektedir	Tanıdık yatırımlara yönelme söz konusudur	Piyasa anomalisi etkin değildir

Tablo 2: Derinlemesine Mülakat Sonuçları (B)

	Aşırı Güven Hissiyatı	Ülkenin Politik Durumu	Alternatif Yatırımlara Yönelim	Rekabet ve Rasyonelite
K1	Aşırı güven ile hareket edilmektedir	Ülkenin politik durumu önemlidir	Alternatif yatırımlar değerlendirilmektedir.	Rekabet rasyonel kararları etkilemektedir.
K2	Aşırı güven ile hareket edilmektedir	Ülkenin politik durumu önemlidir	Alternatif yatırımlar değerlendirilmektedir	Rekabet rasyonel kararları etkilemektedir.
K3	Aşırı güven ile hareket edilmemektedir	Ülkenin politik durumu önemlidir	Alternatif yatırımlar değerlendirilmektedir.	Rekabet rasyonel kararları etkilememektedir.
K4	Aşırı güven ile	Ülkenin politik	Alternatif yatırımlar	Rekabet rasyonel

	hareket edilmektedir	durumu önemlidir	değerlendirilmemektedir.	kararları etkilemektedir.
K5	Aşırı güven ile hareket edilmektedir	Ülkenin politik durumu önemlidir	Alternatif yatırımlar değerlendirilmektedir.	Rekabet rasyonel kararları etkilemektedir.

Tablo 3: Derinlemesine Mülakat Sonuçları (C)

	Risk İçeren Kararlar	Tecrübe Paylaşımı	Finans Uzmanları İle İletişim	Yatırım Enstrümanı Tercihi
K1	Risk içeren kararlar alınıyor	Firma içi tecrübe paylaşımı mevcuttur	Ulusal finans uzmanları ile çalışılıyor	Hisse Senedi
K2	Risk içeren kararlar alınıyor	Firma içi tecrübe paylaşımı mevcuttur	Uluslararası finans uzmanları ile çalışılıyor	Gayrimenkul
K3	Risk içeren kararlar alınıyor	Firma içi tecrübe paylaşımı yoktur	Uluslararası finans uzmanları ile çalışılıyor	Yatırım enstrümanı kullanmıyor.
K4	Risk içeren kararlar alınmıyor	Firma içi tecrübe paylaşımı mevcuttur	Finans uzmanları ile çalışılmıyor	Hisse Senedi
K5	Risk içeren kararlar alınıyor	Firma içi tecrübe paylaşımı mevcuttur	Ulusal finans uzmanları ile çalışılıyor	Bono Tahvil

Katılımcılara yöneltilen sorulan ışığında bir takım hipotezler belirlenmiştir:

H1: Yatırımcılar, psikolojik eğilimlerini yatırım kararlarına yansıtmaktadırlar.

H2: Piyasa anomalileri geçerlidir.

H3: Tecrübe faktörü yatırım kararlarını etkilemektedir.

H4: Yeni yatırım kararları, geçmişte kurulan işbirliklerinden etkilenmektedir.

H5: Siyasi durum yatırım kararlarını etkilemektedir.

H6: Yatırımcılar aşırı güven hissiyatı ile hareket etmektedirler.

H7: Piyasa hakkında sahip olunan güncel bilgiler, yatırım kararlarını etkilemektedir.

H8: Rasyonel kararlardan sapmalar söz konudur.

H9: Yatırımcılar tarafından edinilen tecrübeler diğer çalışanlarla paylaşılmaktadır.

2.3. Bulguların Değerlendirilmesi

Gerçekleştirilen çalışmadan elde edilen bulgular aşağıdaki gibidir:

Yatırım kararları içgüdüsel davranışlardan beslenmemektedir: Çalışmada, katılımcıların ortak cevabı yatırım kararlarının içgüdüsel davranışlar içermeyeceği yönündedir. H1 hipotezi kabul edilmiştir. Yatırım kararları rasyonel olarak alınmaktadır. Kimi firmalar, rasyonel çizgilerini geliştirdikleri strateji planları ile sağlamaktadırlar. Plana sadık kalınsın yahut bir plan olmasın, sonuç itibarıyla gerçekleştirilen yatırımlar, mantıksal yönde alınan kararlar neticesinde gerçekleştirilmektedir.

Piyasa anomalileri geçerli değildir: Literatür incelendiğinde, bireysel yatırımcıların kararlarında genellikle piyasa anomalilerinin geçerli olduğu sonucu ortaya çıkmıştır. Fakat fiziki sermaye söz konusu olduğunda yatırımcılar, piyasa anomalilerinin geçersiz olduğunu ileri sürmektedirler. Anomaliler rasyonel alınan kararlar için geçerli değildir, H2 hipotezi reddedilmiştir.

Edinilen tecrübeler gelecekteki yatırım kararlarını etkilemektedir: Geçmiş yatırım kararlarından edinilen tecrübeler, gelecekte alınacak yatırım kararlarını etkilemektedir. Katılımcılar, çoğunlukla bu konuda hemfikirdirler. H3 hipotezi kabul edilmiştir. Firmalar, geçmişten hareketle yatırım kararı vermektedirler.

Alınacak yeni yatırım kararlarında tanıdık olan firmalara yönelme söz konusudur: Katılımcılar, yeni yatırımlara yönelirken öncelikli olarak daha önce çalıştıkları firmalarla iletişim kurmayı tercih etmektedirler. Yatırım kararları genellikle tanıdık olan firmalar ile gerçekleşmektedir. H4 hipotezi kabul edilmiştir. Bu çerçevede, görüşlerine başvuru alan firmaların ağırlıklı olarak yerel yatırımları önceliklendikleri anlaşılmaktadır.

Ülkenin siyasi durumu yatırım kararlarını etkilemektedir: Katılımcılar, ülkenin içinde bulunduğu siyasi durumun yatırım kararlarını etkilediğini ileri sürmüşlerdir. H5 hipotezi kabul edilmiştir. Siyasi yapıda meydana gelen bozukluklar, yatırımları olumsuz yönde etkilemektedir.

Aşırı güven hissiyatı yatırım kararlarında geçerlidir: Yatırım kararları aşamasında yatırımcılar genellikle aşırı güven hissiyatı ile hareket etmektedirler. H6 hipotezi kabul edilmiştir. Nedeni ise katılımcıların kendilerinden emin oldukları alanlarda yatırımda bulunmayı tercih etmeleridir. Bu durumun istisnası ülkenin içinde bulunduğu politik durum olarak nitelendirilmiştir. Siyasi yapıdaki tutumlar, yatırımcıların, aşırı güven hissiyatı ile hareket etmesi durumunu çekimsizliğe itmektedir.

Piyasa hakkında sahip olunan güncel bilgiler, yatırım kararlarını etkilemektedir: Katılımcılar, piyasa hakkında güncel bilgilerini korumakta ve bu bilgileri tecrübeleri ile entegre ederek hareket etmektedirler. H7 hipotezi kabul edilmiştir. Fakat bu noktada, mevcut durum baz alındığı takdirde, siyasi tutum ve davranışlar katılımcıları olumsuz beklentilere sürüklemektedir. Katılımcılar, geleceğe yönelik negatif beklentiler içerisindeyler.

Rekabet kavramı, firmaların rasyonel karar alış çizgilerinde sapmalara neden olmaktadır: Kurumsal yatırımcılar, rasyonel çizgisinde ilerlemeyi tercih ederken istisna denebilecek konu rekabet kavramıdır. H8 hipotezi kabul edilmiştir ve bu noktada rekabet kavramı bir istisna niteliğindedir. Rakip firmaların izlediği yollar, kurumsal yatırımcıları, rasyonel olarak hazırlanan stratejik planlardan alıkoymaktadır. Firmalar, kimi dönemlerde belirledikleri strateji planlarından, rekabet söz konusu olduğunda, sapmalar göstermektedirler.

Firma içi bilgi ve tecrübe paylaşımı yoğundur: Katılımcılar, genellikle bilgi ve tecrübe paylaşımını firma içinde tutmayı tercih etmektedirler. H9 hipotezi kabul edilmiştir. Fakat firma dışı bilgi ve tecrübe paylaşımı rekabet ortamında mümkün olmamaktadır.

SONUÇ

Davranışsal finans, bireylerin özellikle risk içeren kararlarda beklenen fayda teorisine uygun davranmadıklarını ve psikolojik etmenler vasıtasıyla kararlarını şekillendirdiklerini ileri sürmektedir. Nitekim piyasa etkinliği varsayımı da bu noktada ele alınmaktadır. Karar

alıcılar, yatırım kararları alırken en büyük beklentileri yüksek getiri sağlamaktır. Bu nedenle en doğru kararların verilmesi önem taşımakla birlikte belirsizlik, risk ve alternatif yatırım araçları her zaman rasyonel olmayan davranışlar sergilenmesi ile sonuçlanabilmektedir. Bu noktada, çalışmada, iki temel bulguya rastlanmıştır. Birincisi, rekabet söz konusu olduğunda firmalar rasyonel davranışlardan kaçınmaktadırlar. Çünkü piyasada tutunabilmek rekabet edebilmenin en önemli sebebidir. Bu bağlamda, katılımcılar, rakip firmaların yeni bir alana yönelmesini risk olarak algılamakta ve rasyonel tutumlarını kenara bırakarak yeni alana yönelmektedirler. İkincisi, piyasa anomalilerinin kurumsal yatırımcılarda geçersiz olmasıdır. Anomaliler, rasyonel davranışlarla örtüşmeyen kararlar alınması durumunda ortaya çıkmaktadır. Bu durumda kurumsal yatırımcılar piyasa anomalilerini göz ardı ederek rasyonel kararlar alma yoluna gitmektedirler.

Yatırımcıların bilgi düzeyleri rasyonel karar almalarında yardımcı olmaktadır. Bu noktada karar alıcı mekanizmanın eğitim seviyesinin artırılması, onları rasyonel karar almaya sürüklemek için doğru bir adım olabilmektedir. Çalışmada görüşlerine başvuran temsilciler, piyasada etkin bir rol oynayabilmek için tecrübe ve yüksek eğitim faktörlerinin bulunması gerektiğine dikkat çekmişlerdir.

Ele alınan çalışma, davranışsal finansın sadece yatırımcıların yüksek getiri beklentilerini karşılamak ve mevcut sermaye piyasalarını yorumlamak için değil, aynı zamanda geçmişte oluşan ve gelecekte oluşabilecek finansal krizlerin yorumlanmasında da geleneksel finans modellerine göre yeni bir kapı aralayabileceği sonucuna da ulaşmıştır. Geleneksel ve davranışsal finans modellerinin birlikte ve etkin olarak kullanımı, gelecekteki piyasaların daha net okunması ve olası krizlerin önüne geçmede önemli rol oynaması bakımından oldukça önemlidir.

KAYNAKÇA

- Akboz, Ayşe ve Komşu, Meryem Samırkaş (2019). “Davranışsal İktisat Bağlamında İnternet Alışverişleri Yapan Tüketicilerin Tüketim Tarzlarının Demografik Özellikler Bağlamında İncelenmesi: Mersin Örneği”. *Ekonomi, Politika & Finans Araştırmaları Dergisi*, 2019, 4(3): 337-349.
- Akın, Işık (2017). “Davranışsal Finans Açısından Yatırımcıların Kararlarının İncelenmesi”. *International Journal of Academic Value Studies (Javstudies)*, 3(15): 11-21.
- Aktan, Coşkun Can ve Yavuzaslan, Kıymet (2020). “Bireylerin İktisadi Karar ve Tercihlerinde Zihinsel, Duygusal ve Psikolojik Faktörlerin Analizi”. *Sosyal ve Beşeri Bilimler Dergisi*, Cilt: 12 No: 2: 100-120.
- Altunöz, Utku ve Altunöz, Hasip (2018). *Davranışsal Ekonomi (Nörofinans)*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Aydın, Üzeyir ve Ağan, Büşra (2016). “Rasyonel Olmayan Kararların Finansal Yatırım Tercihleri Üzerindeki Etkisi: Davranışsal Finans Çerçevesinde Bir Uygulama”. *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 12 (2): 55-70.
- Aytekin, Yunus Emre ve Aygün, Mehmet (2016). “Finansta Yeni Bir Alan “Davranışsal Finans”. *Yüzüncü Yıl Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*: 143-156.
- Barak, Osman (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, Yılmaz ve Kılıç, Cüneyt (2013). “Küresel Finansal Krizin Davranışsal Finans Perspektifinden Değerlendirilmesi”. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası*, 62(2): 177-195.
- Dhar, Ravi ve Wertenbroch, Klaus (2000). “Consumer Choice between Hedonic and Utilitarian Goods”. *Journal of Marketing Research*, 37(1): 60-71.

- Doğukanlı, Hatice ve Ergün, Bahadır (2011). “Davranışsal Finans Etkin Piyasalara Karşı: Aşırı Tepki Hipotezinin İMKB’de Araştırılması”. Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 20 (1): 321-336.
- Fama, Eugene (1970). “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”. The Journal of Finance, 25 (2): 383-417.
- Gül, Meryem, Ekşi, Halil İbrahim ve Sürme, Metin (2017). “Davranışsal Finans Açısından Altın Yatırımcılarının Davranışlarının İncelenmesi: Gaziantep Örneği”. Maliye Finans Yazıları, (108), 143-166.
- Jurevičienė, Davia ve Ivanova, Olga. (2013). “Behavioural Finance: Theory and Survey”. Science – Future of Lithuania/Mokslas–Lietuvos Ateitis, 5(1): 53-58.
- Kahneman, Daniel ve Tversky, Amos (1973). “On the psychology of prediction”. Psychological Review, 80(4): 237-251.
- Kahneman, Daniel ve Tversky, Amos (1984). “Choices, Values and Frames”. American Psychologist, 39(4), 341-350.
- Kulalı, İhsan (2016), “Etkin Piyasalar Hipotezi ve Davranışsal Finans Çatışması”. Finans ve Bankacılık Çalışmaları Dergisi, 5(2): 46-57.
- Küçük, Ayhan. 2014. Bireysel Yatırımcıları Finansal Yatırım Kararına Yönlendiren Faktörlerin Davranışsal Finans Açısından Ele Alınması: Osmaniye Örneği. Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi: 104-122.
- Mathews, Jose (2013). “Behavioral Finance: A Primary Analysis”. SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2329573> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2329573>. Erişim Tarihi: 10.12.2020.
- Müldür, Gözde Türkmen (2019). “Geleneksel ve Davranışsal Finans: Tarihsel ve Kavramsal Çerçeve”. Adana Alparslan Türkeş Bilim ve Teknoloji Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 2(1): 37-45.
- Özmen, Tahsin (1997). Dünya Borsalarında Gözlemlenen Anomaliler ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üzerine Bir Deneme. SPK Yayını. 61.
- Paksoy, Hacı Mustafa, Özbezek, Belkıs Dilek ve Gül, Meryem (2019). “Kişilik Özellikleri ve Davranışsal Finans: Üniversite Öğrencileri Üzerine Bir Araştırma”, International Social Sciences Studies Journal, 5(40): 3861-3878.
- Polat, Yusuf ve Duman, Haluk (2020). “Davranışsal Finans Kapsamında Anomalilerin İncelenmesi”. Alanya Akademik Bakış Dergisi, 4(3): 603-630.
- Sadi, Rasoul, Hassan Ghalibaf Asl, Mohammad Reza Rostami, Aryan Gholipour, ve Fattaneh Gholipour (2011). Behavioral Finance: The Explanation of Investors’ Personality and Perceptual Biases Effects on Financial Decisions. International Journal of Economics and Finance, 3(5): 234-241.
- Sansar, Nazlı Gamze (2016). ”Değişen Finansal Akımlar: Rasyonalizmden Davranışsal Finans Yaklaşımına”, İstanbul Gelişim Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 3(2): 135-150
- Sefil, Sinem ve Çilingiroğlu, Hakkı Kutay (2011). “Davranışsal Finansın Temelleri: Karar Vermenin Bilişsel ve Duygusal Eğilimleri”. İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 10 (19): 247-268.
- Taner, Berna ve Akkaya, Cenk (2005). “Yatırımcı Psikolojisi ve Davranışsal Finans Yaklaşımı”. Muhasebe ve Finansman Dergisi, 27: 47-54.
- Tekin, Bilgehan (2016). “Beklenen Fayda ve Beklenti Teorileri Bağlamında Geleneksel Finans - Davranışsal Finans Ayrımı”. Journal of Accounting, Finance and Auditing Studies, 2(4): 75-107.
- Tufan, Ekrem (2006). Davranışsal Finans. Ankara: Orion Yayınevi.

Yayar, Rüştü ve Karaca, Özge Eker (2019). “Davranışsal İktisat Bağlamında Kamu Çalışanlarının Tüketim Davranış Eğilimleri”. Akdeniz Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 19(1): 1-29.