

BİREYSEL YATIRIMCILARIN FİNANSAL RİSK ALGISINA ETKİ EDEN PSİKOLOJİK ÖNYARGILAR

Ateş BAYAZIT HAYTA*

ÖZET

Son yıllarda finans alanında yapılan çalışmalar bireysel yatırımcıların yatırım kararlarında rasyonel olarak tercihlerini maksimize etmek, portföylerini çeşitlendirmek ve riskten kaçınmak istemelerine rağmen gündelik hayatta yaptıkları yatırımlarda bunları gerçekleştiremediklerini göstermektedir. Dolayısıyla insan davranışları geleneksel finansın öngördüğü ölçüde her zaman mantıksal bir temele dayanmamakta ve rasyonellikten sistematik olarak uzaklaşabilmektedir. Sermayelerini korumak, değer artışı sağlamak ve sürekli gelir elde etmek amacıyla finansal piyasalarda yatırımda bulunan bireysel yatırımcıları sınırlayan, yönlendiren ve onları rasyonel davranmaktan alıkoyan pek çok faktör vardır. Bu faktörlerden birisi de psikolojik önyargılardır. Psikolojik önyargılar sonucunda bireysel yatırımcılar; kazanan hisseleri olması gerekenden daha erken bir zamanda elden çıkarırken kaybeden hisseleri çok uzun bir süre elde tutmakta, kendilerine olan aşırı güvenin bir sonucu olarak çok sık zararına işlemler yapmakta, aşına oldukları finansal araçlara duygusal olarak bağlanmakta, sürü davranışı göstermekte, kendi doğrularını destekleyici bilgiyi arama ve diğer bilgileri reddetme eğiliminde olmaktadır. Bir başka deyişle; bireylerin yatırım kararları rasyonel kararlar olmaktan çıkmakta, bunun yerine bireylerin sezgi ve hislerine dayalı kararlar alınmaktadır. Derleme niteliğindeki bu çalışma ile bireysel yatırımcıların finansal risk algısına etki eden psikolojik faktörlerin neler olduğu ve bu faktörlerin yatırım kararlarına olan yansımaları ayrıntılı bir şekilde ele alınmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Bireysel yatırımcı, finansal risk algısı, hevristikler, bilişsel önyargılar, duygusal faktörler.

PSYCHOLOGICAL BIASES THAT INFLUENCE THE FINANCIAL RISK PERCEPTION OF INDIVIDUAL INVESTORS

ABSTRACT

Recent research on finance indicate that although individual investors want to rationally maximize their choices, diversify their portfolios and avoid risks in their investment decisions, they fail to do so in

* Doç.Dr., Gazi Üniversitesi, Mesleki Eğitim Fakültesi, Aile Ekonomisi ve Beslenme Eğitimi Bölümü, Ankara, bayazit@gazi.edu.tr

their real life investment. Thus, it can be asserted that human behavior is not always based on a rational foundation and can systematically diverge from rationalization. In financial markets, there are many factors that limit or direct individual investors or stop them from behaving rationally when they invest with the aim of protecting their capital, to ensure value increase and to have continuous income. One of these factors is psychological bias. As a result of psychological biases, individual investors can sell winning share stocks earlier than the right time while keeping the losing share stocks for too long, and accordingly, they too often operate at a loss due to over-confidence. Moreover, they emotionally get attached to familiar financial tools, they exhibit herd behavior, and they tend to collect information supporting their opinion while denying other information that could be useful. In other words, the investment decisions of individuals are not rational decisions any more but instead they are based on individuals' intuitions and emotions. This compilation study deals with psychological factors that affect the financial risk perception of individual investors and the reflections of such factors onto their investment decisions in detail.

Key Words: Individual investor, financial risk perception, heuristics, cognitive biases, emotional factors.

1. GİRİŞ

Bireyler sahip oldukları gelirlerinin bir kısmını tüketim bir kısmını da tasarruf için kullanmaktadırlar. Tasarruf edilen kaynaklar yatırım yoluyla çeşitli piyasalara aktararak, kurumlar için yeni kaynaklar oluşturmaktadır. Bu yönüyle yatırım, piyasanın dengelenmesinde önemli bir yere sahiptir.

Yatırım hiyerarşisindeki temel birim bireysel yatırımcıdır (Barak, 2008:29). Sermaye piyasalarının derinliğinin ve likiditesinin artırılması bireysel yatırımcıların fonksiyonunu çok daha önemli kılmıştır. Bireysel yatırımcılar, kendi nam ve hesaplarına yatırım yapan, işlem miktarları göreceli olarak küçük olan yatırımcılardır (Yılmaz, 2009:12). Bu yatırımcılar portföy yönetimine daha çok bir hobi olarak başlayan ve profesyonel destek almadan ya da çok az bir destekle fonlarını yönetmeye çalışan yatırımcılardır (Karan, 2004:691).

Menkul kıymet yatırımcısı belirli bir getiriye sağlamak amacıyla belirli vadeler için tasarruflarını yatırım araçlarına bağlayan kişidir. Herhangi bir menkul kıymete ilişkin verilecek yatırım kararında yatırımcının göz önünde bulundurması gereken iki temel kriter vardır. Bunlardan biri yatırımın taşıdığı risk, diğeri yatırımın beklenen getirisidir. Yatırımcılar aynı risk seviyesine sahip iki yatırım aracı arasından yüksek beklenen getiriye sahip olanı ya da aynı beklenen getiriye sahip yatırım alternatiflerinden düşük risk seviyesine sahip olanı seçme eğilimindedir.

İşte bu olasılık yatırımcı açısından yapmış olduğu yatırımın riskini oluşturmaktadır (Korkmaz ve Ceylan, 2007:255).

Yatırım sürecini iyi bir şekilde kavrayabilmek için riskin ne anlama geldiğinin ve nasıl ölçülebileceğinin anlaşılması oldukça önemlidir. Genellikle menkul kıymetlerle ilgili risklere pek fazla önem verilmemekle birlikte daha çok menkul kıymetin sağlayacağı getiriler üzerinde durulmaktadır. Oysa ki her yatırımcı menkul kıymetlerin taşıdığı risklerin neler olduğunu bilmeli ve bu risklerden hangisini göze almak veya hangisinden kaçınmak istediğine bir karar vermelidir (Bekçioğlu, 1983:31).

Genel anlamda risk, bir olayın beklenenden farklı olarak gerçekleşebilme olasılığı'dır. Risk; öngörülebilir, hesaplanabilen, ölçülebilir ve yönetilebilir bir kavramdır (Yılmaz, 2007:2). Finansal anlamda risk, bir işleme ilişkin parasal kaybın veya bir giderin ya da zararın ortaya çıkması ile sonuçlanabilecek ekonomik faydanın azalma ihtimalidir (Demireli, 2007:2).

Menkul kıymet yatırımlarında risk, beklenen getiriden daha az kazanma olasılığını ifade etmektedir. Dolayısıyla menkul kıymet yatırımları açısından risk, bir menkul kıymetin fiyatındaki mutlak değişkenliğin ölçüsü olarak kabul edilebilir. Bu durumda öngörülebilir ve istikrarlı bir fiyat seyri izleyen menkul kıymetlerde risk daha düşük, öngörülemez ve istikrarlı olmayan bir fiyat seyri izleyen menkul kıymetlerde risk daha yüksek olacaktır. Bu anlamda gelecekte beklenen verim ne kadar değişkense risk de o kadar yüksektir (Barak, 2008:98).

Rasyonel bir yatırımcı, en düşük riske katlanarak en yüksek getiriye elde etmeyi hedeflemektedir. Tasarruflarını sermaye piyasasına aktarırken güven, likidite ve yüksek getiri beklentilerini esas almaktadır. Yatırımlarını herhangi bir zamanda değer kaybına uğramadan nakde dönüştürmek, devamlı ve makul bir düzeyde gelir elde etmek istemektedir. Ancak finansal piyasalarda yatırımcıların davranışlarını sınırlayan, kararlarına yön veren ve onları rasyonel davranmaktan alıkoyan pek çok faktör bulunmaktadır (Korkmaz ve Ceylan, 2007:258).

Bireysel yatırımcıların finansal risk algısına psikolojik, demografik ve sosyo-ekonomik faktörler etki etmektedir. Finansal risk algısına etki eden psikolojik faktörler "psikolojik önyargılar" olarak da adlandırılmaktadır. Genel itibarı ile psikolojik önyargılar bilginin depolanması, düzeltilmesi ve işleme şekline kaynaklanan algı hataları sonucu ya da karar probleminin formüle edilmesi sürecindeki hatalar nedeni ile ortaya çıkmaktadır (Döm, 2003:43). İnsan bilişindeki sınırlılıklarla açıklanmaya çalışılan psikolojik önyargılar; bilişsel noksanlıklara dayalı önyargılar (hevristikler ve bilişsel önyargılar) ve duygusal faktörler olarak iki ana başlık altında ele

alınmaktadır. Bu faktörlerdeki değişim yatırımcıların algıladıkları risk kavramını da etkilemektedir. Bu anlamda yatırımcıların algıladıkları risk-getiri tercihi statik değil, dinamiktir. Örneğin; risk toleransı düşük bir yatırımcının yakın arkadaşı riskli bir yatırımdan yüksek bir kazanç sağlamışsa, bu durum yatırımcıyı risk alma konusunda cesaretlendirebilmekte ve riskli yatırımlar yapmasına yol açabilmektedir (Cordell, 2001:1).

Özellikle günümüzde finansal piyasaların hızla gelişmesi ve finansal yatırım alternatiflerinin hızla çoğalması finansal risk algılaması konusunun önemini daha da artırmıştır. Finansal hizmet sektöründeki önemine karşın, finansal risk algılaması ile ilgili cevaplanmamış birçok soru bulunmaktadır. Bu sorular genelde finansal risk algılanmasının en doğru şekilde nasıl ölçülebileceği ve finansal risk algılamasını hangi faktörlerin nasıl etkilediği konularına ilişkindir.

Buna karşılık bireysel yatırımcıların finansal risk algılamalarını anlamaya ve onların algılamalarını etkileyen faktörlerin neler olduğunu belirlemeye yönelik yapılan çalışmaların son derece az olduğu görülmektedir. Derleme niteliindeki bu çalışmada bireysel yatırımcıların finansal risk algılarına etki eden psikolojik faktörlerin neler olduğu ve bu faktörlerin yatırımcıların kararlarına olan yansımaları ayrıntılı bir şekilde ele alınmaktadır.

1. FİNANSAL RİSK ALGISINA ETKİ EDEN PSİKOLOJİK ÖNYARGILAR

Davranışsal finans alanında yapılan çalışmaların çerçevesi bilişsel ve duygusal eğilimlerin etrafında şekillenmektedir. Bu çalışmalar bireylerin yatırım kararlarında rasyonel olarak riskten kaçınmak, tercihlerini optimize etmek ve portföylerini çeşitlendirmek istemekle birlikte bunu uygulamada gerçekleştiremediklerini ortaya koymaktadır. Buna temel gerekçe olarak da hevristikler, bilişsel önyargılar ve duygusal faktörleri kapsayan psikolojik önyargılar gösterilmektedir. Bir başka deyişle; yatırım kararları rasyonel temelli olmaktan ziyade, sezgilere ve hislere dayalı alınmaktadır (Döm, 2003:43). Geleneksel teorilerin aksine psikolojik önyargılar, bilişimin sınırlılığı ve algı hataları insanları irrasyonel davranışlara sevk etmektedir. Piyasalarda oluşan birçok anomalinin, irrasyonel yatırımcı davranışlarının ve piyasalardaki dengesiz gelişimlerin temel kaynağı bu bilişsel noksanlıklara dayalı önyargılar ve duygulardır (Şenkesen, 2009:231). Psikolojik önyargıları aşağıda belirtildiği şekilde sınıflandırmak mümkündür:

1.Bilişsel Noksanlıklara Dayalı Önyargılar

1.1.Hevristikler

1.2.Bilişsel Önyargılar

2.Duygusal Faktörler (Deniz ve Erciş, 2008: 311).

2.1. Bilişsel Noksanlıklara Dayalı Önyargılar

Finans literatüründe sıkça kullanılan kavramlardan olan hevristikler ve bilişsel önyargılar bireylerin yatırım kararları üzerinde etkili olan bilişsel noksanlıklara dayalı önyargılardır (Lehrer, 2010:11).

2.1.1. Hevristikler

Hevristik, eldeki bilginin ve zamanın sınırlı olduğu durumlarda çeşitli problemlerin çözümünde kullanılabilen zihinsel bir araçtır. Çoğu zaman yatırımcıların çok hızlı bir şekilde piyasaya gelen bütün bilgileri değerlendirmesi ve bir karara varması gerekir. Bu tür koşullar altında yatırımcılar açısından hevristik kullanımı kaçınılmazdır. Karar vermede hevristiklerin kullanılmasının pratik ve yararlı yanları olmakla birlikte bazı durumlarda bireyleri hatalı kararlara sürükleyebilmektedir (Ariely, 2010:25).

Bireylerin karar verme durumunda hata yapmalarına neden olan üç tür hevristik bulunmaktadır. Bunlar mevcudiyet, temsililik, düzeltme ve dayanak hevristikleridir.

Mevcudiyet hevristiki: Bir şeyin olasılığını hafızadaki hatırlanma derecesine ya da bireyin hafızasında bulunma düzeyine göre yargılayan yanıltıcı kestirme yollar olarak tanımlanmaktadır (Tversky ve Kahneman, 1974:114). Bireyler geçmişteki kendi başarılarına ilişkin bilgiyi, başarısızlıklarına ilişkin bilgiye oranla daha çabuk hatırlamaktadır. Mevcudiyet hevristiki, bellekten bilgiyi seçici olarak almaktadır (Şenkesen, 2009:221).

Yatırımcılar mevcudiyet hevristikinin etkisiyle kararlarında bazen diğer bütün istatistik verileri gözardı ederek çarpıcı bilgilerin etkisine kapılmaktadır. Özellikle finansal piyasalarda zaman zaman “flash haber” başlığı altında büyük puntolarla dikkat çekici bir şekilde verilen bilgiler piyasalarda aşırı reaksiyona sebebiyet vermektedir.

Mevcudiyet hevristikinin diğer bir sonucu ise, bireylerin yaşamış oldukları tecrübelerin algıladıkları risk üzerinde etkili olmasıdır. Büyük bir

finansal krizden sonra yatırımcıların risk algısındaki azalma ve güvenli menkul kıymetlere yönelme durumu yaşanan kötü tecrübelerin bir sonucudur (Barak, 2008:103).

Temsililik hevristik: Bir şeyin olasılığını belirgin bir streotipi ne kadar karşıladığı ya da temsil ettiğine göre yargılama stratejisidir. Streotip, olayları öngörebilme umuduyla enformasyonu kategorize etme biçimidir (Ariely, 2010:176). Diğer bir deyişle; temsiliyet bilişsel kuralı, herhangi bir şeye ait olasılıkları kullanmaktan çok, bir şeye ne kadar çok benzediğini referans alarak değerlendirme eğilimidir. Ancak benzerlikler ve temsiliyete dayalı olarak karar alma yaklaşımı ciddi hatalara yol açmaktadır. Durumun beyinde algılanış ve temsil edilmiş şekli yargının çarpıtılarak durumu gerçekten etkileyen faktörlerin unutulmasına rol açmaktadır (Taffler, 2002:16).

Temsililik bilişsel kuralı yatırımcıların geçmişte kaybeden hisse senetlerine karşı kötümserlik, geçmişte iyi kazandıran hisse senetlerine karşı ise iyimserlik beslemelerine yol açmaktadır. Diğer bir ifadeyle; yatırımcılar en fazla kazandıran hisseleri izlemekte ancak sonuç hayal kırıklığı olmaktadır. Geçmiş trendin devam edeceği beklentisi fiyatların temel değerlerden uzaklaşmasına neden olmaktadır (Barak ve Demireli, 2006:36).

Düzeltilme ve Dayanak (çıpalama): Bireylerin tahminde bulunurken kendilerince belirledikleri bir başlangıç noktasını referans aldıkları ve tahminlerini buna dayanarak yaptıkları ifade edilir. Referans veya dayanak noktası belirlenirken genellikle geçmiş deneyimlerden ve gözlemlerden yararlanılmaktadır. İnsanlardan herhangi bir tahminde bulunmaları istenildiğinde, sıklıkla akla gelebilecek olan rakamlar dayanak noktası yapılmakta ve bu noktaya göre aşağı ya da yukarı yönlü bir tahminde bulunulmaktadır (Tversky ve Kahreman, 1974:115).

Beklenti teorisinin temel unsurları arasında bulunan referans noktası ve çıpalama süreci bilişsel bir kuraldır. Belirsizlik durumunda her birey karar verebilmek için bir referans noktasına ihtiyaç duyar. Referans noktası, bir pozisyonu veya değişimi değerlendirebilmek için dikkate alınan temel bir konumdur. Finansal piyasalarda hisse senedi fiyatları “referans noktası” ve bu fiyatların sabitlenmesi ise “çıpalama” olarak adlandırılmaktadır.

Genelde referans noktası olarak varlığın satın alma fiyatı kullanılmaktadır. En yüksek fiyatta yatırımcı için bir referans noktasıdır (Baker ve Wurgler, 2011: 64). Clarkson ve diğ. (2012) çalışmalarında, 52 haftalık yüksek fiyat artışları ve yatırımcının standart sapma hassasiyetindeki artışların hedef fiyat önyargısında sırasıyla %4,7 ile

%14,7'lik artışlara tekabül ettiğini tespit etmişlerdir (Clarkson ve diğ, 2012: 6). Uzun süre elde tutulan hisse senetlerinde en yüksek fiyat referans noktası ve çıpa haline gelmektedir. Bu nedenle yatırımcılar işlem yapmadan önce hisse senedi fiyatının referans noktasına ulaşmasını beklemektedirler (Baker ve Nofsinger, 2002:105). Çıpalama etkisi yatırımcı davranışında sıkça görülmektedir. Herhangi bir finans uzmanının bir yatırım aracı için bahsettiği bir fiyat seviyesi varsa, yatırımcı bu seviyeye odaklanmaktadır. Yeni şartlar ne getirirse getirsin yatırımcılar o varlığın bahsedilen seviyeye ulaşacağı yanılığsı ve beklentisi içinde olmaktadır. Çıpalamanın bir diğerk etkisi de hedef ve beklenti rakamlarıdır. Piyasalardaki en güçlü hareketler bu rakamlardan önemli sapmalar olduğunda gerçekleşmektedir (Shefrin, 2005:9).

2.1.2. Bilişsel Önyargılar

Bireylerin yatırım kararlarında irrasyonel davranışlar gösterme eğilimi "bilişsel önyargılar" olarak tanımlanmaktadır. Toplumun bütün kesimleri tutarlı ve devamlı olarak bilişsel önyargılardan etkilenmektedir. Yatırım kararlarında etkili olan bilişsel önyargılar inançta ısrarlılık, doğrulayıcı önyargı, optimizm önyargısı, aşırı güven, öncelik - sonralık etkisi, sulandırma etkisi, geri görüş önyargısı, zaman değışkenli tercihler, aşına olma önyargısı, zihinsel (mental) muhasebe, çerçeveleme eğilimi, kesinlik ve sözde kesinlik etkisi, batık maliyet etkisi, aşırı ve düşük reaksiyon, tutuculuk önyargısı, küçük sayılar kanunu ve sürü davranışdır (Hanser ve Kyser, 1999:85).

İnançta ısrarlılık ve doğrulayıcı önyargı: Yatırımcılar kendi görüşlerini destekleyen bilgiyi araştırma eğiliminde iken kendi fikirlerinin aksini söyleyen bilgilerden kaçınmaktadır. Bu tuzak sadece yatırımcıların bilgiyi nereden seçeceklerini etkilemekle kalmaz, aynı zamanda elde ettikleri bilgiyi nasıl yorumlayacaklarını da etkiler. Dolayısıyla doğrulayıcı kanıtı çok fazla önem verilirken, doğrulayıcı olmayan kanıtı yeteri derecede önem verilmemektedir (Rappaport ve Mauboussin, 2001:5).

Doğrulayıcı önyargı bireylerin saygınlıklarını koruma endişesiyle de ilişkilendirilmektedir. Bireyler kendi saygınlığını azaltan bilgiyi reddetme ya da ona düşük ağırlık verme eğilimi göstermektedirler. Yatırımcılar açısından kaybeden hisse senetlerinin satılması düşünülecek en son alternatif olmaktadır. Çünkü bu durum güvenin kaybedilmesine yol açarak bir hata yapıldığını kabul etmek olarak algılanacaktır. Aynı şekilde yatırımcılar önceki kararlarını destekleyen bilgiye aşırı ağırlık vererek, kararlarının hatalı olduğunu gösteren bilgiyi dikkate almama eğiliminde olmaktadır (Daniel ve Titman, 2000 29).

Optimizm önyargısı: Aşırı iyimserlik eğilimi her şeyin istenilen yönde ve güzel olacağına dair duyulan inanç olarak ifade edilebilir (Ede, 2007:47). Optimizm önyargısı finansal piyasalarda özellikle kazanç tahminleri ile portföy yöneticilerinin menkul kıymet tavsiyelerinde çok etkili olmaktadır. Finans alanında aşırı iyimserlik üzerine yapılan çalışmalara bakıldığında aşırı iyimser olan yatırımcıların yaptıkları işlemlerin daima daha kazançlı sonuçlar üreteceğine inandıkları görülmüştür. Gallup Araştırma Şirketi (2001) tarafından ABD'deki bireysel yatırımcılar üzerinde gerçekleştirilen araştırmanın sonuçlarına göre, yatırımcılar gelecek on iki ayda borsanın getirisinin ortalama olarak %10.3 kendi portföylerinin getirilerinin de %11.7 olacağını tahmin etmişlerdir. Yapılan tahminler gerçekleşen getirilerin yaklaşık %3 üzerindedir (Princeton, 2003:21). İyimserlik ve aşırı güven eğiliminin birlikteliği insanların bilgilerinin aşırı, risklerin düşük tahmin edilmesine, olayları kontrol etme güçlerinin abartılmasına ve hatalı tahminleri içselleştirmesine neden olmaktadır (Montier, 2002:145).

Aşırı güven önyargısı: Bireylerin sahip olduğu bilgilerin doğruluğuna gerçekte olduğundan daha fazla güven duymaları ya da inançlarını o yönde pekiştirme eğiliminde olma durumudur. Aşırı güveni artıran üç neden üzerinde durulmaktadır. Bunlar; yükleme önyargısı, bilgi yanılması ve kontrol yanılmasıdır (Hirshleifer ve Luo, 2001:77).

Aşırı güven nedeniyle insanlar başarılarını yeteneklerinin bir sonucu olarak görürken, kayıplarını veya başarısızlıklarını dışsal faktörlere bağlamaktadırlar. Bu duruma “yükleme önyargısı” denilmektedir (Yüksel, 2009:25).

İnsanların daha fazla bilgiye sahip olmakla tahminlerinin doğruluğunun artacağına inanma eğilimi “bilgi yanılması” şeklinde ifade edilmektedir. Tahminlerin doğruluğu daha iyi karar verme olanağı sağlarken, ek bilgiler bilgi yanılmasına ve önyargılı hükümlere neden olan aşırı güvenin gelişmesine yol açabilmektedir (Barber ve Odean, 2002:460).

Becerilere dayalı gelişen başarılar kontrol edilebilirken, tesadüfi ya da şansa dayalı gerçekleşen başarılar kontrol edilememektedir. Bununla birlikte bireylerin şansı beceriden ayırt etmede başarılı olmadıkları görülmektedir. Bireylerin şansa bağlı olayların sonucunu etkileyebilecekmiş gibi davranmaları ise “kontrol yanılması” kavramını ortaya çıkarmıştır (Döm, 2003:65).

Aşırı güven birçok alanda bireyleri etkilemektedir. Finansal davranış hatalarının muhtemelen en önemlisinin kişilerin kendilerine duyduğu aşırı güven olduğu söylenebilir. Ayrıca kendilerine aşırı güvenen bireylerin

işlem yaparken düşeceği iki hata vardır. Bunlardan ilki yapılan işlem ya da portföylerin başarılı olanlarını hatırlama ve başarısız olanları unutma eğilimi, ikincisi de başarının şanstın çok beceriye bağlı olduğunu düşünme eğilimidir (Bernstein, 2005:234).

Aşırı güven finans piyasalarında görülen yüksek işlem hacmi için basit ve güçlü bir açıklama olarak görülmektedir. Bireylerin kendi yeteneklerine, bilgilerine duydukları aşırı güven risk algılamalarını azaltırken daha fazla işlem yapmalarına neden olmaktadır. Yatırımcıların portföylerinde yeterli düzeyde çeşitlendirmeye gitmemeleri de aşırı güvenin bir göstergesi olarak ifade edilmektedir (Nofsinger, 2001:28).

Öncelik - sonralık ve sulandırma etkisi: Bilginin geliş sırası, bireylerin tercih edecekleri yatırım aracına karar verme sürecinde etkili olmaktadır. Öncelik etkisi, diğer koşullar aynı kalmak şartıyla ilk alınan bilginin verilecek kararlarda birey üzerinde daha etkili olmasıdır (Barak, 2008:110). Sonralık etkisi ise, tam tersi bir durumdur. En son sunulan bilginin bazen kararlar üzerinde en fazla etkileyen konumda olmasıdır. Sulandırma etkisi ise, ilişkili olmayan bilginin yargılama ya da düşünmeyi zayıflatma etkisi olarak bilinmektedir. Finansal piyasalarda da ilişkili olmayan bilginin yatırım kararlarında belirleyici bir rol oynadığı çok sık görülmektedir (Döm, 2003:88).

Geri görüş önyargısı: Bu önyargı “böyle olacağı zaten belliydi” ya da “ben zaten biliyordum” şeklinde bir düşünme eğilimidir. Geri görüş önyargısı yatırımcı pişmanlığının önemli bir unsuru olarak kabul edilmektedir (Dal, 2009:43).

Geri görüş önyargısının bireyler üzerinde bazı olumsuz etkileri vardır. Dünyanın olduğundan daha tahmin edilebilir olduğu yanılsamasını teşvik ederek aşırı güveni artırma eğilimindedir. Çoğu zaman yatırımcıların zihninde makul bir bahisten anlamsız hatalara dönüşmekte ve finansal danışmanların üzücü bir şekilde öğrendiği tecrübeler olmaktadır (Hirshleifer, 2001:16).

Zaman değişkenli tercihler: Bireylerin kısa vadede fayda sağlayan ve algılanan maliyetleri geciktiren seçenekleri tercih ettikleri görülmektedir (Rabin, 1998:38). Örneğin; 2008 yılında patlak veren finansal krizin nedeni olarak görülen kredi kartı ve yüksek riskli ipotekli konut kredisi kullanımındaki muazzam artış Amerikalı bireylerin zaman değişkenli tercihlere sahip olmaları ile ilişkilendirilmektedir (Lehrer, 2010).

Aşına olma önyargısı: Yatırımcılar iki riskli seçenekle karşı karşıya kalmaları durumunda az da olsa bilgi sahibi oldukları bir seçeneği hiç bilgi

sahibi olmadıkları bir başka seçeneğe tercih etmektedirler. Hatta bazen bireylerin kazanma ihtimali çok düşük ve yüksek riske sahip seçeneği bile tercih ettiği görülmektedir. Aşına olma önyargısı algılanan riski, gerçek riske kıyasla daha düşük göstererek yatırımcıların daha az çeşitlendirme yapmalarına neden olmaktadır (Nofsinger, 2001:117).

Yatırımcılar yatırım kararlarında bu kısa yolu sıklıkla kullanmakta ve yatırım portföyleri içerisinde yerel yatırımları daha çok bulundurma eğilimde olmaktadır (Schoemaker ve Bosch, 2007:93). Chang ve diğ. (2006) 26 ülkede yatırım fonlarının dağılımını incelemiş ve gelişmiş piyasaya sahip olma, aşinalık, diğer ülkelerden uzak olma, ayrı bir dil konuşma gibi nedenlerle yerel yatırımcıların yerel piyasalarda daha fazla yatırımda bulduklarını tespit etmişlerdir (Chang ve diğ., 2006: 345). Sialm ve diğ. (2012) Amerika'da büyük çaplı yatırım fonlarının (funds of funds) yatırımlarının önemli bir kısmını kendi eyaletlerindeki hedge fonlara yatırdıklarını araştırmalarında ortaya koymuşlardır (Sialm ve diğ., 2012: 14).

Zihinsel muhasebe: Finansal işlemler bağlamında mali sonuçları kodlama ve değerlendirmede bireylerin kullandığı yöntemler olarak tanımlanmaktadır. Bireyler paranın nereden geldiği, nerede muhafaza edildiği ve nasıl harcıdığına bakarak kategorize etme eğilimi içindedirler. Zihinsel muhasebe, yatırımcıların verdikleri finansal kararlara ilişkin sonuçları nasıl değerlendirdikleri ile ilgilenmektedir (Kesken, 2010:12).

Zihinsel muhasebe nedeni ile portföy oluşturmada ve riski azaltmada en önemli araç olan yatırımlar arasındaki korelasyondan yatırımcıların faydalanması güçleşmektedir. Düşük riskli bir yatırım portföyü oluşturmak için farklı yatırımlar arasındaki korelasyona bakmak gerekmektedir. Buna karşın yatırımcılar her bir yatırımı ayrı ayrı ele almakta, ayrı bir zihinsel hesap açmakta ve hesaplar arasındaki etkileşimi ihmal etme eğilimindedir. Nofsinger (2001)'in bu konu ile ilgili ampirik çalışmasında, insanların kısa vadeli ihtiyaçları için borç kullanmaktan kaçındıklarını, ev ve araba gibi uzun süreli ihtiyaçları için uzun vadeli kredi temin etmeyi tercih ettiklerini tespit etmiştir (Nofsinger, 2001: 73).

Her yeni menkul kıymet satın alma kararında yeni bir zihinsel hesap açılması ve zihinsel hesaplar arasında etkileşimin olmaması çok fazla risk alınmasına neden olmaktadır. Zihinsel muhasebe ile diğer psikolojik önyargıların birleşimi düşük çeşitlenmeye yol açmaktadır. Sonuçta bireysel yatırımcılar yüksek risklere ve düşük getirilere maruz kalmaktadır. Farklı işlemlerin farklı zihinsel hesaplara kaydedilmesi ve zihinsel hesapların birbirinden bağımsız olarak değerlendirilmesi yatırımcıların zamanlama ve menkul kıymet seçimi konularında hatalı kararlar vermelerine yol açabilmektedir (Ede, 2007:52).

Çerçeveleme eğilimi: Bu eğilim, yatırımcıların karar verme sürecinde olayların sunuluş şekline etkilenecek farklı ifade edilmiş biçimlerine göre değişik tepkiler vermelerini anlatan bir bilişsel eğilim olarak adlandırılmaktadır (Sefil ve Çilingiroğlu, 2011:32). Çerçevelemenin seçimsel bir durumda en büyük etkisi kayıptan kaçınma olarak görülür. Kayıpların verdiği üzüntü, kazançların verdiği memnuniyetten daha yüksek olduğu için herhangi bir seçimde kayıplara ilişkin dikkat çeken bir çerçeve, o seçimi daha az seçici kılmaktadır (Rabin, 1998:44).

Kesinlik ve sözde kesinlik etkisi: Kişilerin gerçekleşmesi kesin olan sonuçlara, gerçekleşmesi olası olan sonuçlara oranla daha fazla ağırlık vermesi olarak tanımlanmaktadır (Döm, 2003:24).

Batık maliyet etkisi: Geleceğe dair hesaplarda geri dönüşü olmayan yatırımlardır. Batık maliyet etkisi; büyük yatırımlara girmiş ve yatırımın belirli bir dönemde yatırımın verimliliğinin çok düşük olacağını fark etmiş olmasına rağmen yatırımcıların yine de yatırıma devam etme isteği olarak açıklanabilir. Ünlü bir yatırımcı olan Warren Buffet'a ait olan "bir çukurdan çıkmak istiyorsanız yapabileceğiniz en iyi şey kazılmaktan vazgeçmektir" sözünü pek çok yatırımcı duymuş ve mantıklı bulmuş olsa dahi gerçek hayatta maalesef bu durum göz ardı edilmektedir.

Aşırı reaksiyon ve düşük reaksiyon: İçinde bulunduğumuz gerçek dünya koşulları içinde yatırımcıların bilgi akışları karşısında kendi kullanımları için basitleştirici yöntemler kullanmaları, etkin piyasa hipotezinin karar ortamı ve istatistiksel analizlere göre karar alan yatırımcı tipi ile çelişkiler oluşturmaktadır. Yatırımcılar karar alma sürecinde olasılıkların belirlenmesindeki güçlükleri aşmak için mevcut bilgilerin tamamını kullanmak yerine, kararlarında en çarpıcı ve son ulaşan bilgilere daha fazla ağırlık verirken; temel olan bilgilere daha az ağırlık vermektedirler. Aşırı reaksiyonun büyük ölçüde yatırımcıların aşırı iyimser veya aşırı kötümser beklentilerinden kaynaklandığı kabul edilmektedir. Bilgilere gösterilen aşırı reaksiyon, hisse senedi fiyatlarının geçici olarak gerçek değerinden sapmasına neden olmaktadır (Barberis, Shleifer ve Vishny, 1998:39)

Düşük reaksiyonun nedeni olarak tutuculuk gösterilmektedir. Yatırım kararlarında tutucu olan bireyler, firmaların kamuoyuna yaptıkları açıklamaları tamamen değerlendirme eğiliminde değildirler. Bunun sebebi yatırımcıların, açıklanan rakamların geçici faktörleri de kapsadığını ve önceki tahminlere bağlı kalmanın daha doğru olduğuna inanmalarındır (Canbaş ve Kandır, 2007:3).

Tutuculuk önyargısı: Bu önyargı kısa vadede yatırımcıların düşük reaksiyon göstermelerine ve uzun vadede ise temsililik önyargısıyla

birlikte geri dönüşlere neden olmaktadır. Yatırımcılar önceden edindikleri bilgileri yeniledikleri zaman, sonradan duydukları yeni bilgilere fazla önem vermemektedirler (Jegadeesh ve Titman, 2001:11).

Küçük sayılar kanunu: Bu kanuna göre popülasyondan alınan bir örneklem tüm popülasyonu temsil etmektedir. Bireyler tesadüfi olarak bir popülasyondan çekilen örneklemin popülasyonun tüm özelliklerini yüksek bir temsil gücüne sahip olduğunu kabul ederler (Tversky ve Kahneman, 1971:105). De Bondt (1993) tarafından Amerikan Yatırımcılar Birliği üyeleri arasından rastgele örnekleme yöntemi ile seçilen 125 kişi üzerinde yapılan araştırmada menkul kıymet piyasasının gelecek 6 hafta içerisindeki durumu hakkındaki olumlu, olumsuz ve nötr görüşlerinin, bu görüşlerinin sorulmasından önceki haftada yayınlanan yönerge ile çok yakın ilişkide olduğunu tespit etmiştir (De Bondt, 1993:360). Yatırımcıların bu tip küçük çaplı yönergelerden piyasanın gidişatı hakkında görüş belirleme eğiliminde oldukları açıkça görülmektedir.

Sürü davranışı: Finansal piyasalarda sürü davranışları finansal piyasaların var oluşu ile eş zamanlı olarak süre gelen bir kavramdır. 17. Yüzyılda ortaya çıkan lale çılgınlığından, dünya borsalarında 1974-1982 yılında görülen sert dalgalanmaya, 1980'lerde Japonya'da borsa ve emlak piyasalarında oluşan aşırı değerlemeye ve 2000 yılında oluşan medya ve Telekom köpüğüne kadar, finansal piyasalar aşırı değerlemeyi ve beraberindeki çöküşü ya da yükselişi genel olarak sürü davranışı ile açıklanmıştır (Ede, 2007: 35).

Finans piyasalarının yapısına ilişkin teoriler, yatırımcıların piyasada işlem yaptıkça piyasa ile ilgili bilgi edindiklerini ve zamanla işlem fiyatları ve uzun vadeli gerçek değerler arasındaki farkın ortadan kalktığını ileri sürmektedir. Buna göre yatırımcılar edindikleri bilgilerin ışığında işlem yapmakta ve edindikleri söz konusu bilgiler fiyatlara yansımaktadır. Diğer bir ifade ile finansal piyasalar uzun vadede bilgisel bakımdan güçlü formda etkin olmaktadır. Ancak yatırımcıların kendi sahip oldukları bilgilere göre değil de başkalarının işlemlerini taklit etmeleri durumunda bu etkinlik ortadan kalkabilmektedir. Sürü davranışı olarak adlandırılan bu yatırımcı tipi, yatırımcıları piyasaya ilişkin bilgi edinmek yerine birbirlerini taklit etmeye zorlamaktadır. Ancak yatırımcıların gösterdikleri her benzer davranış sürü davranışı olarak kabul edilemez. Yatırımcının verdiği bir yatırım kararını, diğer yatırımcıların kararına göre değiştirmesi bir yatırımcı davranışının sürü davranışı olarak kabul edilmesi için ön koşuldur (Decamps ve Lovo, 2002:17).

Yatırımcıların rasyonel davranmadıklarına dair en önemli bulgular sürü psikolojisi üzerine yapılan çalışmalarda yer almaktadır. Cajueiro ve Tabak (2009) çalışmalarında Japon Nikkei Borsasında işlem gören en

itibarlı 225 menkul kıymetleri incelemiş ve hisse senedi getirilerindeki kırılma eğilimi sürü psikolojisine bağlamışlardır (Cajueiro ve Tabak, 2009: 498). Chiang ve Zheng (2010) 18 ülkenin Menkul Kıymet Borsası üzerinde gerçekleştirdikleri araştırmalarında Amerika hariç gelişmiş borsalarda ve Asya borsalarında yatırımcıların topluca sürü psikolojisi içerisinde hareket ettiklerini tespit etmişlerdir (Chiang ve Zheng, 2010: 1915). Chen ve Tai (2011) Avrupa Borsaları üzerinde yaptıkları çalışmada kriz ve karmaşa dönemleri hariç sürü psikolojisinin varlığını deneysel olarak bulmuşlardır (Chen ve Tai, 2011: 9).

Sürü davranışını açıklayabilmek için iki temel yaklaşım kullanılmaktadır. Bunlar; rasyonel sürü davranışı ve rasyonel olmayan sürü davranışıdır. Rasyonel sürü davranışı, temelde temsil probleminden kaynaklanmaktadır. Yöneticiler kendi çıkarlarını ve itibarlarını korumak adına sahip oldukları bilgiyi kullanmayabilmekte, diğer yöneticilerin davranışlarını taklit edebilmektedirler. İrrasyonel sürü davranışı ise, büyük ölçüde yatırımcı psikolojisinden kaynaklanmaktadır. Yatırımcılar inançlarını bilgilerini terk ederek diğer yatırımcıların davranışlarını takip edebilmektedir (Canbaş ve Kandır, 2007:9).

Rasyonel sürü davranışları: Finansal piyasalarda rasyonel sürü davranışının varlığına ilişkin pek çok neden öne sürülmektedir. Bu nedenlerden en önemlileri bilgiye dayalı şelale, saygınlığı koruma kaygısı ve ücrete dayalı relatif performans değerlendirmesidir (Altay, 2008: 30).

Bilgiye dayalı sürü davranışı (bilgi çağlayanı) : Yatırımcıların benzer davranış kalıplarına sahip olmasının en önemli nedeni, yatırımcıların benzer yatırım kararlarını vermek zorunda olmasıdır. Buna göre yatırımcılar benzer bilgiye sahip olmakta, benzer davranışlar göstermekte ve benzer sonuçlar beklemektedir. Bu nedenle başlangıçtaki bilgi aynı olmasa dahi aynı sonuçların beklenmesi durumu da sürü davranışının ortaya çıkmasına neden olabilmektedir. Bu durumda yatırımcılar birbirlerinin davranışlarını ve bu davranışlarının sonuçlarını gözlemleyebilmektedirler. Buradaki temel konu yatırımcıların hangi alternatifin daha iyi olduğunu nasıl belirlediği hususudur. Her yatırımcı alternatifleri analiz edip doğrudan karar verebilme imkanına sahiptir. Ancak doğrudan karar verme yöntemi maliyetli ve zaman alıcıdır. Bu yüzden diğer yatırımcıları bilgisine güvenme daha kolay ve ucuz bir yöntem olmaktadır (Bikhchandani, Hirshleifer ve Welch, 1998: 3).

Saygınlığa dayalı sürü davranışı: Yatırım yöneticilerinin, saygınlıklarına ve kariyerlerine ilişkin kaygılarının nedeni büyük ölçüde söz konusu yöneticilerin kabiliyetleri ile ilgili olarak bir belirsizliğin mevcut olmasıdır. Yetenekleri konusunda belirsizlik olan çok sayıda yöneticinin mevcut olması yöneticilerin birbirlerinin kararlarını taklit

etmelerine sebep olmaktadır. Bu şekli ile sürü davranışı rasyonel olarak görülmesi de iş hayatındaki itibarlarını korumayı amaçlayan yöneticilerin bakış açısından oldukça rasyoneldir. Çünkü sürü davranışı ile olumsuz sonuçlara ulaşılsa bile çoğunluğa uyulduğu için ortada geçerli bir mazeret olmakta ve yöneticilerin saygınlığına zarar gelmemektedir (Doğukanlı ve Ergün, 2011: 57).

Ücrete dayalı sürü davranışı: Kurumsal yatırımcılar, bireysel yatırımcılara göre daha fazla bilgiye sahip olduklarından, kurumsal yatırımcıların daha çok sürü davranışı göstermeleri beklenmektedir. Fon yöneticilerinin mutlak performanslarından ziyade karşılaştırmalı performanslarına dayalı olarak değerlendirilmeleri onları diğer yöneticilerin davranışlarını taklit etmeye yöneltmektedir. Hong, Kubik ve Solomon (2000)'un yapmış oldukları çalışmalarında daha genç fon yöneticilerinin daha tecrübeli olan fon yöneticilerinin kararlarını taklit ederek sürü davranışı sergilemelerinin daha yüksek bir olasılık olduğu ortaya konulmuştur (Hong, Kubik ve Solomon, 2000: 140). Bu tutumun olası nedeni, genç fon yöneticilerinin düşük performans göstermeleri durumunda işlerinden olma ihtimallerinin daha fazla olacağı şeklinde açıklanabilmektedir.

İrrasyonel sürü davranışı: Bireyler gruptan farklı kararlar alarak başarılı sonuçlar elde etmektense, grupla aynı yönde davranarak başarısız olmayı kabullenebilmektedir. Bireylerin grup kararlarına uyma eğilimi göstermesinin nedeni, kendi bilgileri ile grubun bilgisi çeliştiği zaman kaygı duymaları, dışlanma ve diğer grup üyelerinin onların yetersiz olduklarına inanması endişesi ile grup kararına uymalarıdır. Farklı bir biçimde ifade edilirse, birey üzerinde sosyal bir baskı oluşmakta ve bu baskı bireyin yatırım kararlarını etkilemektedir. Sürü davranışı, yatırımcıların kararlarını sistematik analizler yerine psikolojik önyargılara dayalı olarak vermesine neden olmaktadır. Duygulara dayalı olarak verilen yatırım kararları ise düşük getiri ile sonuçlanabilmektedir (Kahn, 2004:17).

2.2. Duygusal Faktörler

Bilişsel önyargılar bireylerin bilgiyi organize etme şekli ile ilgili iken, duygusal faktörler insanların bilgiyi kaydederken hissetme yönünü ön plana çıkarmaktadır. Duygusal faktörlerin yatırımcı davranışları üzerindeki etkisinin yadsınamaz olması ile birlikte ölçülebilmeleri oldukça güçtür.

Yatırımcıların yatırım davranışları üzerinde etkili olan, çeşitli deneylerle varlığı kanıtlanmış duygusal faktörler literatürde bilişsel çelişki,

pişman olma, hedonic düzeltme, yatkınlık etkisi, sahiplik etkisi ve statüko eğilimidir (Barak, 2008:265).

Bilişsel çelişki: Kişinin inançları ya da davranış eğilimleri ile uyumadığı durum olarak tanımlanmaktadır. Hatalı inançlardan kaynaklanan bir tür pişmanlık durumudur. Beyin uyumsuz iki şeyle uğraşmaktan kaçınmak için gelen bilgileri filtrelemektedir. Bilişsel uyumsuzluk düzeltme sürecinden önde gelen tutarsız akıl durumudur. Bilişsel çelişki yaşandığında kişinin davranışında ya da bilişinde değişiklikler yaparak çelişkiyi hafifletmeye çalışacağı ifade edilmektedir. Kişi yeni bilgiden kaçınmakta ya da kendi inanç ve varsayımlarını muhafaza etmek için çarpıtılmış argümanlar geliştirmektedir (Şenkesen, 2009:265).

Geçmişteki kararları haklı çıkarma yönündeki baskı bilişsel çelişki teorisi ile açıklanmaktadır. Önceden alınan bir hisse senedinin değerinin düşmesi durumunda “zarar ediyorum” bilişi oluşmakta ve bu biliş “kar elde etmek için bu hisseyi almıştım” ya da “ben yetenekli bir yatırımcıyım” şeklindeki bilişlerle çelişmektedir. Bu durumda çelişkiden kurtulmak isteyen birey “hisse senedi yeniden değer kazanacak” ya da “kayıp sadece geçici bir durum” türünden yeni bilişler yaratmaktadır. Bu türden bilişler yatırımın geleceğine ilişkin önyargılı tahminlere yol açmaktadır (Heiko, 2001:13).

Pişman olma / pişmanlıktan kaçınma teorisi: Bireyler zarar etmeye ya da başarısızlıklarını kabullenmeye gönüllü olmazlar. En çok görülen hatalı yatırım davranışı kazananları satmaya ikna etmenin kaybedenleri satmaya ikna etmekten daha kolay olmasıdır. Bu davranış pişmanlıktan kaçınma olarak tanımlanmaktadır (Berstein, 2005:247). Genesove ve Mayer (2001) ev sahipleri üzerinde yaptıkları çalışmalarında, ev sahiplerinin evlerini satın alma fiyatının aşağısında bir fiyata satma konusunda isteksiz olduklarını tespit etmişlerdir (Genesove ve Mayer, 2001: 1247). Frazzini (2006) 1980 ve 2003 yılları arasında ticareti yapılan yatırım fonları üzerinde gerçekleştirdiği çalışmasında, ortalama getiriden daha düşük getiri sağlayan ve daha az yatırım fonuna sahip olan yatırımcıların herhangi bir iyi habere karşı düşük reaksiyon gösterdiklerini ve çok nadir satımda bulduklarını saptamıştır (Frazzini, 2006: 25).

Bireyler pişmanlık duygusundan kaçmak için kaybeden yatırımlarını çok uzun süre elde tutup, kazanan yatırımları çabucak satmaya eğilimlidirler. Bu durumun sebepleri arasında performansı azalan yatırımların tekrar yükseleceği umudunun taşınması ve tüm menkul kıymetlerin ortalamaya döneceği düşüncesine sahip olunması düşüncesi yatmaktadır (Korkmaz ve Ceylan, 2007:623).

Pişmanlıktan kaçınma hisse senedi piyasasında yapılan işlemleri de etkilemektedir. Hisse senetleri piyasasında yatırımcıların zarar ederken satış yapmakta yavaş davranmaları buna karşın kâra geçtikleri zaman satmakta acele etmeleri pişmanlık hissini yaşamak istememeleri ile ilintilidir. Fiyatlar aşağı inerken zarar etmekten duyacağı pişmanlığı yaşamak istemeyen yatırımcı bu zararı realize etmekten kaçınmaktadır (Kahyaoglu, 2011:34).

Hedonic düzeltme: Mevcut sonuçları önceki sonuçlarla birleştirme, her bir sonucu ayrı ayrı değerlendirme yerine toplamların değerlendirilmesidir. Hedonik düzeltmenin amacı değer maksimizasyonudur. Hedonik düzeltme; kazançların ayrımı (segregate gains), kazançların birleştirilmesi (integrate losses), küçük kazançların büyük kayıplardan ayrılması (mixed losses) ve küçük kayıpların büyük kazançlarla birleştirilmesi (mixed gains) şeklinde dört ilkeyi kapsamaktadır (Barak, 2008:199).

Thaler ve Johnson (1990) yatırımcıların önceki kazanç ve kayıplarının risk alma davranışı üzerindeki etkilerini belirlemeye yönelik yapmış oldukları çalışmalarında, yatırımcıların tek aşamalı karar problemlerinde kazançlarda riskten kaçınırken, kayıplarda riske açık olduğunu gözlemlemişlerdir. Buna karşın karar problemi bir aşamadan iki aşamaya çıktığında hedonik düzeltme faktörü ortaya çıkmakta ve durum tamamen tersine dönmektedir. İki aşamalı karar durumunda önceki kazançlar riski teşvik ederken, önceki kayıplar ise riskten kaçınmaya yol açmaktadır (Thaler ve Johnson, 1990:646).

Yatkınlık etkisi: Kaybeden yatırımları çok uzun süre elde tutma ve kazananları çok çabuk elden çıkarma eğilimi yatkınlık etkisi olarak tanımlanmaktadır. Yatırımcılar açısından kazanan bir hisseyi çok çabuk elden çıkarma davranışı, diğer yatırımcıların o hisse senedinin daha da fiyatının artacağı ve iyi performansının devam edeceği şeklinde yorumlanmasına neden olmaktadır. Kaybedenleri elde tutma davranışı ise, söz konusu hisse senedinin düşük performans gösterdiği, sahip olan yatırımcıya beklediği hızda bir getiri sağlamadığı ve yakın dönemde de sağlayamayacağı anlamına gelmektedir (Nofsinger, 2001:51).

Yatırımcıların yatkınlık etkisine maruz kalmalarına ilişkin çeşitli finansal nedenler ileri sürülmektedir. Öne sürülen nedenlerden ilki kayıptan kaçınma önyargısı ikincisi de getirilerin ortalamaya dönme eğilimi olduğuna dair insanların beklentileridir. Ortalamaya dönmeye ilişkin önyargılı inanç, yatırımcıların kazananlar için düşük getiriler, kaybedenler için yüksek getiriler bekleyeceğini vurgulamaktadır.

Yatkınlık etkisi yüksek getirilerden sonra düşük getiriler bekleyen yatırımcıyı sahip olduğu hisse senetlerini satmaya teşvik ederken, düşük getirilerden sonra yüksek getiriler bekleyen yatırımcıyı ise hisse senetlerini elde tutmaya ve hatta ilave hisse senedi almaya teşvik edecektir (Heiko, 2001:3).

Statüko eğilimi: Yatırımcının karşılaştığı yatırım alternatifleri karşısında hiçbir şey yapmama, mevcut ya da önceki yatırım kararlarını koruma eğilimi olarak tanımlanabilecek olan statüko eğilimi bireye sunulan yeni seçeneklerin gözardı edilmesine yol açmaktadır. Bu optimal bir tercih olmasa dahi statüko eğilimine maruz yatırımcılar yatırım alternatifleri arasından önceki seçtiklerini tercih etme eğilimindedirler (Kempt ve Ruenzi, 2006: 204). Agnew ve diğ. (2003) tarafından gerçekleştirilen çalışmada 7.000 civarında emeklilik yatırım hesabını incelenmiş ve bu çalışmada varlık yatırımlarının pek çoğunun ya %0 ya da %100 oranında hisse senedine yatırıldığı, portföyün nadiren tekrar düzenlendiği ve yatırımcıların yatırımlarını koruma eğiliminde oldukları saptanmıştır (Agnew ve diğ, 2003: 197).

2. SONUÇ VE ÖNERİLER

Bireylerin tasarruflarını yatırıma yönlendirirken temel beklentileri yatırımlarından getiri elde etme isteğidir. Bu nedenle yatırım aracı seçiminde en doğru kararı vermek büyük bir önem taşımaktadır. Yatırım sürecinde etkin olan birçok unsurun olması ve yatırım alternatifinin bulunması bireyleri rasyonel kararlardan uzaklaştırmaktadır. Birçok yatırımcı geleneksel yaklaşımın aksine sistematik hatalar yapmaktadır. Buna temel gerekçe olarak da psikolojik önyargılar gösterilmektedir.

Son yıllarda popülerlik kazanan davranışsal finans olgusuna göre, bireyler her zaman etkin kararlar verememekte ve sahip oldukları bazı önyargılar ya da psikolojik algılamalar nedeni ile yanlış finansal kararlara yönelebilmektedirler. Bireysel yatırımcıların yatırım kararlarının sonuçları ortaya çıkmaya başladıkça “ben zaten böyle olacağını biliyordum” diyerek kendisini kandırmakta, kendi yeteneklerini abartarak mevcut riskleri görememekte, sadece bildikleri ya da aşına oldukları şirketlere yatırım yapmakta, kendilerine aşırı güven duymakta, yeni duydukları bilgilere eski bilgilerine göre düşük tepki vermekte, sadece kendi görüşlerini destekleyen görüşlere inanmakta, başarılarını kendi yeteneklerine, başarısızlıklarını ise başkalarına veya kötü şansa bağlamaktadırlar. Bireyler yatırım kararları verirken sınırlı bilişsel yetenekleri yüzünden irrasyonel davranma eğiliminde olabilmektedirler. Bu durum sadece

eğitimsiz ve bilgisiz insanları değil, toplumun tümünü kapsamaktadır. Bu davranışlardan birisi de psikolojik önyargılardır.

Tecrübe ve uzmanlığın bilişsel önyargıları önemli ölçüde ortadan kaldırdığı öne sürülse de, bireylerin sınırlı olarak bilişsel yapıya sahip olmasından dolayı bu varsayımın geçerliliği her zaman doğru değildir. Uzun vadede piyasadaki irrasyonel davranışların ortadan kalkması rasyonel güçlerin yayılması ile gerçekleşir. Bu gerçekleşme ise ancak finansal eğitimle mümkündür.

Bireysel yatırımcıları eğiterek psikolojik önyargıları önemli ölçüde ortadan kaldırmak mümkündür. Birçok gelişmiş sermaye piyasasında yatırımcılar doğrudan bilgilendirme yoluyla eğitime çalışılmaktadır. Yatırımcıların rasyonel kararlar alabilmesi için finansal okuryazarlık seviyelerinin artması ve davranışsal finansın ortaya koyduğu faktörlerin bilincinde olmaları gerekir.

Yatırımcıların yatırım kararları verme esnasında kullandıkları bilgi türlerinin bilinmesi, o bilgilerin elde edilebileceği kaynakların belirlenmesi açısından büyük bir öneme sahiptir. Menkul kıymet piyasasında sistematik bilgi ve sistematik olmayan bilgi olmak üzere iki temel bilgi kaynağı bulunmaktadır. Sistematik bilgi kaynakları; şirketin ihraç ettiği menkul kıymetlerin fiyatlarına etki edebilecek şirket dışındaki gelişmelerden kaynaklanan bilgilerdir. Bunlara örnek olarak; piyasa koşulları, büyüme oranı, makroekonomik göstergeler, piyasa performans bilgileri verilebilir. Sistematik olmayan bilgi kaynakları ise; şirketin temettü ödeme kararları, firma birleşme ve devirleri, fiyat / kazanç durumu, yeni ihraç kararları, mali tablolar gibi şirket içinden kaynaklanan bilgileri kapsamaktadır.

Piyasaya gelen her türlü bilginin finansal yatırım kararları açısından bir değeri vardır. Yatırımcılar bu bilgiler doğrultusunda yatırımla ilgili olarak bir yargıya ulaşırlar. Yatırımcıların menkul kıymetleri satın alma ve satma kararlarında yararlandıkları en temel şey bilgidir. Yatırımcının bilgi düzeyi, kendi yatırım amaçlarına ve risk profiline uygun olan yatırım kararları almasına yardımcı olur. Yatırımcıların finansal bilgi ve tecrübesinin yüksek olması, onların yatırım kararlarında rasyonel davranmalarına ve diğer yatırımcılardan daha fazla getiri elde etmelerine yardımcı olur.

Daha verimli yatırım kararları alınması ancak yatırımcıların bilinçlendirilmesi ve eğitilmesi ile sağlanabilir. Yatırımcı kendisini ve yatırım araçlarını tanıyarak, yatırımın olası risk ve getirileri hakkında tam ve doğru bir şekilde bilgi sahibi olarak hem sermaye piyasasının hem de genel ekonominin gelişimine katkıda bulunacaktır.

Yatırımcıların finansal araç ve kavramlarla ilgili anlayışlarının geliştirilmesi yoluyla finansal risk ve fırsatları doğru bir şekilde değerlendirmelerini sağlayan finansal eğitim bu çerçevede daha da önem kazanmaktadır. Finansal eğitimin temel amacı, yatırımcının optimal yatırım portföyü oluşturabilmesi için gerekli olan eğitim desteğini sağlamak olmalıdır. Yatırımcılar finans teorisi çerçevesinde finansal yatırım araçları, finansal piyasalar ve portföy yönetimi gibi temel hususları kavramak zorundadır. Bu eğitim programı, yatırımcıların tek başına yatırım kararı alabilmelerine, uzun vadeli hedefleri ve kişisel öncelikleri doğrultusunda kendi yatırım kapasitelerini ve yatırım limitlerini algılamalarına olanak sağlamalıdır. Bir başka deyişle yatırımcılara uzun vadeli finansal hedeflere ulaşabilmek için gerekli planlama yeteneği kazandırılmalı ve bu süreçte yatırım psikolojisinin temel felsefesinden de yararlanılmalıdır.

Bu anlamda yatırımcılara yönelik verilebilecek finansal eğitim müfredatı içerisinde öncelikle hisse senedi ve tahvil gibi menkul kıymetlerin özellikleri ile aralarındaki farklar incelenmelidir. Ayrıca karma yatırım aracı olarak tanımlanan yatırım fonlarının içerikleri, çeşitlendirilmesi ve avantajları ile kamu menkul kıymetlerinin (hazine bonusu ve devlet tahvili) özellikleri ve performansı hakkında yatırımcılar bilgilendirilmelidir. Bununla birlikte portföy kavramına ilişkin temel esaslar (çeşitlendirme, likidite, karlılık, volatilité, fırsat maliyeti, yatırımcının risk toleransı vb.) portföy yönetimi konusu çerçevesinde yatırımların beklenen getirileri ve potansiyelleri açıklanmalı, özellikle portföy performansının değerlendirilmesi ve risk yönetimi kavramlarına ağırlık verilmelidir.

Hayat boyu devam eden finansal eğitimin etkin olabilmesi için devlete ve ilgili tüm kurum ve kuruluşlara büyük bir görev düşmektedir. Bu anlamda kamu otoritesi, düzenleyici ve denetleyici kurumlar aracılığıyla temel finans eğitimi para ve sermaye piyasalarında işlem yapan bireysel yatırımcılar için finansal yatırım eğitimi, emekliliğin finansmanına yönelik tasarruf ve yatırım eğitimi, finansal dolandırıcılıktan korunma eğitimi gibi ana başlıklarda eğitim müfredatının geliştirilmesi ve etkinliğinin değerlendirilmesi çalışmalarına mutlaka destek vermelidir.

Konuya başka bir açıdan bakıldığında da, günümüzün savurgan tüketicisi, yatırım kararlarının sahibi, bilinçsiz kredi kartı kullanıcısı ya da tasarruf alışkanlığı bulunmayan bireyleri aslında geçmişin devlet, okul ve aile tarafından finansal konularda eğitimine yeterince ilgi gösterilmeyen çocuk ve ergenleridir. Bu süreçte en büyük görev ve sorumluluk hiç kuşkusuz çocuğa ilk eğitimi sağlayan kurum olan aileye düşmektedir. Finansal konularda duyarlı ve bilinçli nesiller yetiştirebilmek için aileler

okul öncesi dönemden itibaren çocuklarına kapsamlı bir finansal eğitim vermeli ve finansal kararları ile onlara örnek teşkil etmelidirler.

Bugünün çocuk ve ergenlerine mümkün olduğunca erken yaşlarda ve sistematik bir biçimde finansal eğitim olanağı sunmak, onların gelecekte daha bilinçli yatırım kararları verebilmelerine yardımcı olacaktır. Yurtdışında finansal eğitim ilköğretim yıllarından başlayarak bireylere verilmektedir. Ülkemizde ise ekonomi eğitiminin genellikle lisans düzeyinde ve ekonomiyle ilgili görülen lisans bölümlerinde verildiği görülmektedir. Finansal okuryazarlığın artırılması için finansal eğitimin daha erken yaşlarda ve her eğitim basamağında bireylere verilmesi gerekmektedir.

Öte yandan dünyadaki uygulamalar finansal eğitim programlarının sunumu esnasında en çok tercih edilen iletişim aracının internet ortamında yer alan web siteleri olduğunu göstermektedir. Dolayısıyla yatırımcıların ekonomiyi anlama ve anlamlandırma düzeyini artırmak ve finansal kültür alt yapısını oluşturmak amacıyla internet ortamından daha etkin olarak yararlanmak mümkündür. İnternet kullanıcılarının çok sık ziyaret ettikleri internet sitelerinde, kamu kurum ve kuruluşlarına ait web sayfalarında, üniversite web sayfalarında yatırım araçlarının risk ve getiri durumlarına ilişkin güncel bilgilere yer alabilir.

KAYNAKÇA

- AGNEW, J., BALDUZZI, P., SUNDEN, A. (2003). "Portfolio Choice and Trading in a Large 401(k) Plan", *The American Economic Review*, March. 193-215.
- ALTAY, E. (2008). "Sermaye Piyasasında Sürü Davranışı: İMKB'de Piyasa Yönünde Sürü Davranışlarının Analizi", *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar*, 2(1),30-32.
- ARIELY, D. (2010). *Akıldışı Ama Öngörülebilir: Kararlarımızı Biçimlendiren Gizli Kuvvetler*, Optimist Yayın Dağıtım,(Çev:Asiye Hekimoğlu Gür ve Filiz Şar) : İstanbul.
- BAKER, K., NOFSINGER, J.R. (2002). "Psychological Biases of Investors", *Financial Services Review II*, 1(1),97-116.
- BAKER, M., WURGLER, J. (2011). "Behavioral Corporate Finance: An Updated Survey", Nber Working Paper Series, August 2011, <http://www.nber.org/papers/w17333>
- BARAK, O. (2008). *Davranışsal Finans Teori ve Uygulama*, Gazi Kitapevi : Ankara.
- BARAK, O., DEMİRELİ, E. (2006). "İMKB'de Gözlemlenen Fiyat Anomalilerinin Davranışsal Finans Modelleri Kapsamında

- Değerlendirilmesi”, 10. Ulusal Finans Sempozyumu”, Dokuz Eylül Üniversitesi, İzmir.
- BARBER, B.M., ODEAN, T. (2002). “Online Investors: Do The Slow Die First?”, *The Society of Financial Studies*, 15(2),459-465.
- BARBERIS, N., SHLEIFER, A., VISHNY, R. (1998). “A Model Of Investor Sentiment”, *Journal of Financial Economics*, 49(2),35-48.
- BEKÇİOĞLU, S. (1983). Menkul Kıymet Analizi ve Türkiye’deki Uygulama, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- BERNSTEIN, W. (2005). Yatırımın Dört Temel Taşı, Scala Yayıncılık, (Çev. Neşenur Domaniç ve Nusret Alhan),1.Basım : İstanbul.
- BIKHCHANDANI, S., HIRSHLEIFER, D., WELCH, I. (1998). “Learning From The Behavior of Others: Conformity, Fads, And Informational Cascades”, *Journal of Economic Perspectives*, 12, 3-11.
- CAJUEIRO, DO., TABAK, B.M. (2009). “Multifractality And Herding Behavior In The Japanese Stock Market”, *Chaos, Solitons and Fractals*, 40, 497-500.
- CANBAŞ, S., KANDIR, S. (2007). “Yatırımcı Duyarlılığının _MKB Sektör Getirileri Üzerine Etkisi”, s.6-11. www.finansbilim.com/ufs2007/makaleler/yatirimciduyarliginin.pdf (17 Şubat 2007)
- CHANG, T.,CHENG, J.W., KHORANA, A. (2006). “Are Stock Market Returns Related to The Weather Effects? Emprical Evidence From Taiwan”, *Physica*, S.364,343-354.
- CHEN, M.H., TAI, V.W. (2011). “Psychological Barries and Prices Behaviour of TAIEX Futures”. *Global Economy and Finance Journal*, 4(2),1-12.
- CHIANG, T.C, ZHENG, D. (2010). “An Empirical Analysis Of Herd Behavior In Global Stock Markets”, *Journal Of Banking & Finance*, 34(8),1911-1921.
- CLARKSON, P., NEKRASOV, A., ANDREAS, S., TUTTICCI, I. (2012).“Target Price Forecasts: Fundamentals and Behavioral Factors”; http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2104433.
- CORDELL, D.M. (2001). “Riskpack: How to Evaluate Risk Tolerance”, http://www.fpanet.org/journal/articles/2001_Issues/jfp0601art5.cfm,(ErişimTarihi:16.08.2008).
- DAL, V. (2009). Farklı Kişilik Özelliklerine Sahip Bireylerin Risk Algılarının Tüketici Davranışı Açısından İncelenmesi : Üniversite Öğrencileri Üzerine Bir Araştırma, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta.
- DANIEL, K., TITMAN, S. (1999).“Market Efficiency in an Irrational World”, *Financial Analysts Journal*, s.28-48.
- DE BONDT, W. (1993). “Betting On Trends : Intuitive Forecast of Financial Risk and Return”, *International Journal of Forecasting*, 9,355-371.

- DECAMPS, J.P., LOVO, S. (2002). "Risk Aversion and Herd Behavior in Financial Markets". 12.05.2013, <http://ssrn.com/abstract=301962>.
- DEMİRELİ, E. (2007). "Finansal Yatırım Kararlarında Risk Unsuru ve Riske Maruz Değer", *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 9 (1),122-134.
- DENİZ, A., ERCİŞ, A. (2008). "Kişilik Özellikleri ile Algılanan Risk Arasındaki İlişkilerin İncelenmesi Üzerine Bir Araştırma", *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 22(2), 301-330.
- DOĞUKANLI, H., ERGÜN, B. (2011). "İMKB'de Sürü Davranışı: Yatay Kesit Değişkenlik Temelinde Bir Araştırma", *Çukurova Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, 12(2), 57-71.
- DÖM, S. (2003). *Yatırımcı Psikolojisi*, Değişim Yayınları,1. Baskı : İstanbul.
- EDE, M. (2007). Davranışsal Finans ve Bireysel Yatırımcı Davranışları Üzerine Ampirik Bir Uygulama, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul.
- FRAZZINI, A. (2006). "The Disposition Effect and Underreaction to New", *The Journal of Finance*,11(4),22-30.
- GENESOVE, D., MAYER, C. (2001). "Loss Aversion And Seller Behavior: Evidence From The Housing Market", *Quarterly Journal of Economics*, 116, 1233-1260.
- HANSER, J.D., KYSER, D.A. (1999). "Taking Behavioralism Seriously: The Problem of Market Manipulation", *Law Review*, New York University s.630-749.
- HEIKO, Z. (2001). "What Drives the Disposition Effect?", University of Mannheim Working Paper, *Sonderforschungsbereich:504*,1-18.
- HIRSHLEIFER, D., LUO ,G.Y. (2001). "On The Survival of Overconfident Traders in a Competitive Securities Market", *Journal of Financial Markets*, s.72-85.
- HIRSHLEIFER, D. (2001). "Investor Psychology and Asset Pricing", Working Paper.
- HONG, H., KUBIK, J.D., SOLOMON, A. (2000). "Security Analysts' Career Concerns and Herding of Earnings Forecasts", *RAND Journal of Economics*, 31(1),121-144.
- JEGADEESH, N., TITMAN, S. (2001). "Profitability of Momentum Strategies: An Evaluation of Alternative Explanations", *Journal of Finance*, 56 (2), 699-720.
- KAHN, R.N. (2004). "What Investors can Learn from a Very Alternative Market", *Financial Analysis Journal*, 6,17-26.
- KAHYAOĞLU, 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), 34-35.

- KARAN, M.B. (2004). *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*, Gazi Kitabevi, 4.Baskı: Ankara.
- KEMP, A., RUENZL, S. (2006). "Status Qua Bias and the Number of Alternatives : An Emprical Illustration from the Mutual Fund Industry?", *The Journal of Behavioral Finance*, 7(4),201-213.
- KESKEN, J. (2010). "Kurumsal İmaj ve Ekonomik Performans İstanbul Menkul Kıymetler Borsası İçin Bir Analiz", <http://www.econ.utah.edu/~ehrbar/erc2002/pdf/P297.pdf>, (25.03.2010).
- KORKMAZ, T., CEYLAN, A. (2007). *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi*, Ekin Basım Yayın, 4.Baskı: Bursa.
- LEHRER, J. (2010). *Karar Anı: Beynimiz Karar Vermemizi Nasıl Sağlıyor?*, Boğaziçi Üniversitesi Yayınevi, 1. Basım (Çev.Ferit Burak Aydar), İstanbul.
- MONTIER, J. (2002). *Behavioral Finance Insights into Irrational Minds and Markets*, John Wiley and Sons : England.
- NOFSINGER, J.R. (2001). Investment Madness: How Psychology Affects Your Investing and What to Do About It", *Financial Times*, Prentice Hall : USA.
- PRINCETON, N.J. (2003). Three in Four Americans Believe in Paranormal Little Change from Similar Results in 2001.<http://www.gallup.com/poll/16915/three-four-americans-believe-paranormal.aspx>, June 15, 2005.
- RABIN, M. (1998). "Psychology and Economics", *Journal of Economic Literature*, 36, 11-46.
- RAPPAPORT, A., MAUBOUSSIN, M.J. (2001). "Pitfalls to Avoid", *Working Paper*. S.5-12.
- SCHOENMAKER, D., BOSCH, Z. (2007). "Is the Home Bias in Equities and Bonds Declining in Europe?", *Investment Management and Financial Innovations*, 5, 90-102.
- SEFİL, S., ÇİLİNGİROĞLU, H.K. (2011). "Davranışsal Finansın Temelleri: Karar Vermenin Bilişsel ve Duygusal Eğilimleri". *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 10(19),252-262.
- SHEFRIN, H. (2005). *Behavioral Corporate Finance*, McGraw Hill Irwin:Boston.
- SIALM, C., SUN, Z., ZHENG, L. (2012). "Home Bias and Local Contagion: Evidence From Funds of Hedge Funds; 2012 "http://www2.mcombs.utexas.edu/faculty/clemens.sialm/SSZ_14DEC2012.pdf
- ŞENKESEN, E. (2009). Davranışsal Finans ve Yatırımcı Duyarlılığının Tahvil Verimi Üzerindeki Etkisi: İMKB Tahvil ve Bono Piyasasında Bir Uygulama, Yayımlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

- TAFFLER, R.J. (2002). "What Can We Learn From Behavioral Finance", *Credit Control*, 23,14-16.
- THALER, R., JOHSON, E.J. (1990). "Gambling with the House Money and Trying to Break Even : The Effects of Prior Outcomes on Risky Choice". *Management Science*. 36(6),643-660.
- TVERSKY, A., KAHNEMAN, D. (1971). "Belief In The Law of The Small Numbers", *Psychological Bulletin*, 76(2),105-114.
- TVERSKY, A., KAHNEMAN, D. (1974). "Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases", *Science New Series*, 185:1120-1132.
- YILMAZ, D. (2007). I. Uluslararası Risk Yönetimi Zirvesi Açılış Konuşması, İstanbul.
- YILMAZ, N. (2009). Yatırımcı Davranışını Etkileyen Faktörlerle Yatırım Kararları Arasındaki İlişki: Bireysel-Kurumsal Yatırımcı Farklılaşması, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Yıldız Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- YÜKSEL, E. (2009). İMKB'de Yatırımcı Davranışı ve Örnek Bir Uygulama, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.