

УДК 336.01

**GELENEKSEL FİNANSTAN DAVRANIŞSAL FİNANSA:  
HANGİ DÜŞÜNCELERLE HARCAMA ve YATIRIM YAPARIZ?**

Yrd. Doç. Dr. **N. Tetik**, Kırgızistan-Türkiye Manas Üniversitesi, İ.İ.B.F., İşletme Bölümü  
(İnönü Üniversitesi, İ.İ.B.F. İşletme Bölümü) <ntetik44@hotmail.com>

Öğr. Gör. **G. Karadeniz**, Kırgızistan-Türkiye Manas Üniversitesi, Meslek Yüksekokulu  
<gulnara.karadeniz@gmail.com>

Öğr. Gör. **N. Margazieva**, Kırgızistan-Türkiye Manas Üniversitesi, Turizm ve Otelcilik  
Yüksekokulu <naryngul@hotmail.com>

**S. Altımışev**, Kırgızistan-Türkiye Manas Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora  
Öğrencisi <sanjar33@gmail.com>

**TRADITIONAL FINANCING TO BEHAVIORAL FINANCE:  
BY WICH IDEAS WE DO SPEND AND INVEST?**

Ass.Prof. Dr. **N. Tetik**, Kyrgyzstan-Turkey Manas University, Faculty of Economics, Department  
of Business Administration (Inonu University, Department of Business Administration)  
<ntetik44@hotmail.com>

Instructor **G. Karadeniz**, Kyrgyzstan-Turkey Manas University, Professional High School  
<gulnara.karadeniz@gmail.com>

Instructor **N. Margazieva**, Kyrgyzstan-Turkey Manas University, School of Tourism and  
Hospitality Management <naryngul@hotmail.com>

**S. Altımışev**, Kyrgyzstan-Turkey Manas University, Institute of Social Sciences, Doctoral Student  
<sanjar33@gmail.com>

**ОТ ТРАДИЦИОННЫХ ФИНАНСОВ К ПОВЕДЕНЧЕСКИМ ФИНАНСАМ:  
КАК РАСХОДОВАТЬ И КАК ВКЛАДЫВАТЬ?**

**Н. Тетик**, исполняющий обязанности доцента, Кыргызско-Турецкий университет  
«Манас», факультет экономики и управления; Инёню университет, факультет управления  
<ntetik44@hotmail.com>

**Г. Карадениз**, преподаватель, Кыргызско-Турецкий университет,  
Высшая профессиональная школа <gulnara.karadeniz@gmail.com>

**Н. Маргазиева**, преподаватель, Кыргызско-Турецкий университет «Манас»,  
Школа туризма и гостиничного дела <naryngul@hotmail.com>

**С. Алтымышев**, аспирант, Кыргызско-Турецкий университет «Манас»,  
Институт социальных наук <sanjar33@gmail.com>

**Özet**

Geleneksel finans teorileri insanın davranışlarını mekanik, rasyonel, faydacı ve akılcı kabul ettiğinden, geliştirilen teoriler de bu çerçevede şekillendirilmiştir. Ancak sonraki yıllarda piyasalarda önceden öngörülemeyen dalgalanmalar, rasyonel olmayan fiyat hareketleri klasik teorilerle açıklanamayacak boyutlara ulaşmıştır. 20. Yüzyılın ikinci yarısından sonra davranışsal finans başlığı altında artan yoğun araştırmalar ve elde edilen bulgular göstermiştir ki, özellikle bireysel yatırımcılar her zaman rasyonel değildirler, bilişsel zaafılara ve psikolojik önyargılara sahiptirler. Dolayısıyla, bilgiye ve matematiksel hesaplamalara dayalı piyasa ve fiyat tahminleri

istikrarsızlıklar ve sapmalar göstererek, ekonomide önceden tahmin edilemeyen dalgalanmalara, kırılmalara neden olabilmektedir.

Bu çalışmada piyasaların ve fiyat hareketlerinin dalgalanmalardan uzak, dengeli bir yapıya kavuşturulması amacıyla geleneksel finans teorileri özet bir şekilde ele alınarak, elde edilen bulgular çerçevesinde davranışsal finansın temel yapı taşları ve yatırımcı davranışları incelenmeye çalışılmıştır.

**Anahtar Kelimeler: Finansal Kuramlar, Davranışsal Finans**

**Jel Sınıflama: G10, G02**

### **Abstract**

Since the traditional finance theory accepted behavior of human as mechanical, rational, pragmatic and rational, developed theories have been shaped in this context. However, unforeseen fluctuations in the market in the following years, irrational price movements has reached a size that can not be explained by classical theories. After the second half of the 20th century, increasingly intensive research under the topic of behavioral finance and the obtained results has shown that especially individual investors are not rational and have the psychological bias. Therefore, market and price forecasts based on the knowledge and mathematical calculations, fragility can be gained continuity, economic fluctuations and instabilities may exist.

In this study, the traditional finance theories being discussed in the summary manner with the purpose to ensure balanced and freed from volatility market and price movements' structure. The basic building blocks of behavioral finance and investors behaviors are analyzed in the framework of obtained data. В данном исследовании обсуждаемые традиционные финансовые теории в обобщенном виде с целью обеспечения сбалансированного и свободного от волатильности рынка

**Key words: Financial Theories, Behavioral Finance**

**JEL Classification: G10, G02**

### **Аннотация**

С точки зрения традиционной теории финансов индивидуальный инвестор может принимать рациональные решения на рынке. Однако в последние годы непредвиденное поведение рынка, непредсказуемое движение рыночных цен достигли таких размеров, которые не могут быть объяснены с точки зрения классических теорий. Во второй половине 20 века стали проводиться интенсивные исследования, связанные с появлением науки о поведенческих финансах. Полученные результаты показали, что индивидуальные инвесторы, действуя на рынке в условиях риска, подвергаются влиянию различных факторов, в том числе и психологических, что не позволяет им принимать рациональные решения, то есть их поведение трактуется как иррациональное. В данном исследовании были рассмотрены рыночные ситуации, связанные с поведением инвесторов, с позиций как традиционной теории, так и науки о поведенческих финансах, получены выводы.

**Ключевые слова:** теория финансов, поведенческие финансы.

### **Giriş**

Geleneksel finans modellerine göre yatırımcılar, yatırım kararı alırken her zaman rasyonel davranırlar ve yatırım kararlarını etkileyen tek unsur karın maksimum seviyeye ulaşmasıdır. Bu modeller, insanların yapmaları gereken tüm matematiksel formülleri optimum düzeyde uyguladıklarını ve elde edilen bütün bilgileri ilkesel olarak doğru yorumladıklarını varsayar. Ancak, son yıllarda insanların yatırım kararları alırken her zaman rasyonel davranmadıklarının bulgularla ortaya konulması ve mevcut modellerin fiyat hareketlerinin tahminlerinde yetersiz kalması davranışsal finansın doğmasına neden olmuştur.

Bu çalışmada, geleneksel finans teorilerinin temel dinamiklerini oluşturan kuramlardan Etkin Pazar Kuramı ve Portföy Kuramı genel hatlarıyla özetlenerek, davranışsal finansın yapı taşları ve temel unsurları örneklerle açıklanmaya çalışılmıştır.

## 1. Etkin Pazar Kuramı

Menkul kıymete ilişkin elde edilebilir tüm bilginin fiyata “tamamen yansıdığı” ya da fiyatın tüm elde edilebilir bilgiyi tamamen yansıttığı hipotezi etkin pazar hipotezini oluşturmaktadır. Geleneksel finansın temelini oluşturan etkin pazar hipotezinde temel varsayım, “mevcut tüm bilginin” fiyat tarafından yansıtılmasıdır (Kıyılar, 1998:34). Etkin Pazar Hipotezinin teorik temelleri üç varsayım üzerinde odaklanmaktadır. İlki, yatırımcıların rasyonel davrandığı ve menkul kıymetleri rasyonel olarak değerlendirdiğidir. İkincisi, bazı yatırımcılar rasyonel değillerse de bunların alım satımları rastgeledir ve bu yüzden de fiyatları etkilemeksizin birbirlerini elerler. Üçüncüsü, rasyonel olarak yapılan arbitraj piyasadaki rasyonel olmayan yatırımcıların fiyatlar üzerindeki etkisini yok eder (Gürünlü, 2011:33). Buradaki rasyonelliğin iki anlamı vardır. Birincisi, ekonomik aktörler kendilerine yeni bir bilgi geldiğinde, beklentilerini yeni bilgiye göre güncellerler. İkincisi, bu beklentilere göre faydalarını maksimize edecek şekilde optimum kararlar alırlar (Barberis ve Thaler, 2002:11).

Etkin Pazar Hipotezi 'ne yöneltilen teorik eleştirilerin başında, yatırımcıların tümünün rasyonel davranış göstermesinin mümkün olmadığı gelmektedir. Pek çok yatırımcı hisse senetleri ile ilgili taleplerini oluştururken ilgili olmayan bilgiye de reaksiyon göstermektedir; diğer bir deyişle bilgiden çok, çıkan sesi takip etmektedirler (Black, 1986:531, Gürünlü, 2011:40). Ayrıca, Etkin Pazar Hipotezin varsayımlarında yatırımcıların menkul kıymetler hakkındaki bilgileri kullanarak normalin üzerinde kazanç sağlayamayacağı ileri sürülse de, bu konuda son yıllarda gerçekleştirilen araştırmalarda hipotezin ortaya koyduğu bu varsayım ile çelişen bulgulara rastlanmaktadır. Bu çerçevede gerçekleştirilen araştırmalar, menkul kıymet pazarlarının sanıldığı kadar etkin olmadığı, bu pazarlarda belli zaman dilimlerinde diğerlerine göre sürekli negatif veya sürekli pozitif getiriler sağlandığını ortaya çıkarmıştır. Mevcut hipotez ile bağdaşmayan bu bulgular için finans literatüründe, dar anlamda normalden sapma anlamına gelen “anomali” terimi kullanılmaktadır (Erdem, 2014:1087).

### 1.1. Anomali

Son yıllarda yapılan ampirik araştırmalarda, geleneksel finans teorisi varsayımlarıyla oluşturulan modellerin, finansal piyasalarda görülen volatilitiyi açıklamada yetersiz kaldığı ve finansal piyasaları önemli ölçüde etkileyen çeşitli anomalilerin olduğu tespit edilmiştir. Gözleme dayalı bir bulguyu teorik olarak doğrulamak zor ise ya da bu bulguyu açıklamak için mantıklı olmayan varsayımlara gereksinim duyuluyorsa bu bulgu “anomali” olarak değerlendirilebilmektedir (Atakan, 2008: 100; Ege vd, 2012:176). Ayrıca, rasyonel insan inancı ile idealize edilmiş modellerin başarısızlığını göz önüne sermesi, araştırmacıların yeni modelleme araçları arayışına girmesine neden olmuştur. Bu yeni arayışlar sonucunda, 1980’li yılların başında bilişsel psikolojiden beslenen “davranışsal finans” yaklaşımı ortaya çıkmıştır (Sefil ve Çilingiroğlu, 2011: 249).

Anomaliler, ilginç bir şekilde, psikoloji alanında elde edilen son bulgular ile tutarlı, ancak birçok standart rasyonel paradigma açısından açıklanması zor olan bulgulardır (Hede, 2012:7). Varlık fiyatlama modellerinin varsayımlarına ve Etkin Pazar Hipotezi ile yatırım yönetimi ilkelerine aykırı olan anomaliler üzerinde yapılan araştırmalarda, zamana bağlı anomaliler (dönemsellikler, takvimsel, piyasa) ve zamana bağlı olmayan anomalilere (dönemsel olmayan anomaliler, fiyat anomalileri) rastlanmıştır (Taner ve Kayalidere, 2002:7).

Takvimsel anomali, menkul kıymetlerin belirli bir dönemlerde sürekli daha iyi ya da daha kötü performans göstermesi durumunu ifade etmektedir. Etkin piyasalar hipotezine aykırı olan söz konusu durum, yatırımcılara geçmiş verilere dayanarak getiriler elde etmeyi olanaklı kılar. En yaygın takvimsel anomaliler gün içi etkisi, haftanın belli bir günü etkisi, ocak ayı etkisi, tatil etkisi, cadılar bayramı etkisi ve benzerleridir (Kendirli ve Konak, 2014:78). Fiyat anomalileri, piyasa etkinliğinden sapma durumunun bir diğer şeklidir. Bu anomali türü yetersiz reaksiyon ve aşırı reaksiyon anomalilerini içinde barındırmaktadır. Küçük piyasa değerine sahip hisse senetlerinin ortalamasının üzerinde getiri sağlamaları ve işlem sayısı diğer hisse senetlerine göre daha az olan

hisse senetlerinin, diğerlerine göre daha fazla kazandırması fiyat anomalileriyle açıklanmaktadır (Doğukanlı ve Ergün, 2011:323).

## 2. Portföy Kuramı

Geleneksel finansın içerisinde önemli bir yeri olan geleneksel portföy yönetimi kuramında, portföyde yer alan menkul kıymetlerin getirileri arasındaki ilişkileri göz önünde bulundurmadan sadece portföydeki menkul kıymetlerin sayılarının artırılarak risk faktörünün azaltılabileceği öngörülmektedir (Demirtaş ve Güngör, 2004:105). Portföy çeşitlendirmesinde ve yönetiminde temelde yatırımcılar bir hisse senedine kıyasla birden çok hisse senedine yatırım yaparak riskin dağıtılması amacını güderler. Bu nedenle oluşturulan tüm portföyler, temelde iyi çeşitlendirilerek riski minimize etme çabası içindedirler (Tosun ve Oruç, 2010:480).

Diğer taraftan, geleneksel yaklaşımın bazı sakıncaları da vardır:

- Oluşturulan portföyde, riskine katlanılmaması gereken menkul kıymetler de satın alınabilir.
- Büyük çapta oluşturulan portföyde, yöneticiler bazı menkul kıymetler hakkında tam bilgiye sahip olmayabilir.
- Birçok sayıda menkul kıymet hakkında araştırma yapılması maliyetlerin yükselmesine neden olabilir.
- Çok sayıda alım satımın yapılması, portföy içinde komisyon giderlerinin artmasına neden olabilir (Ercan, 2009; akt. Ayan, Akay, 2013:120).

Geleneksel finans teorisini tamamlayan düşüncelerini öne sürerek modern portföy teorisinin temellerini oluşturan (1952) Markowitz, riskin azaltılmasında portföy çeşitlendirmesinin yanında portföyde yer alan menkul kıymetler arasındaki ilişkinin yönünün ve derecesinin de önemli olduğunu savunmuştur. Markowitz, portföy kuramına üç önemli noktada katkıda bulunmuştur: Birincisi, kısım ya da parçaların toplamının bütüne eşit olmadığını ispatlamasıdır. Yani portföy riski, portföyü oluşturan varlıkların riskinden daha az olabilmekte ve belirli şartlarda portföyün sistematik olmayan riski sıfır yapılabilmektedir. Buna göre portföydeki varlıklar arasındaki korelasyon azaldıkça portföy riski de azalabilecektir. İkinci olarak, yatırımcılar bazı portföyleri aynı getiriyi sağlamakla birlikte daha riskli oldukları için; bazı portföyleri de aynı risk düzeyinde olmakla birlikte, daha az getiri sağladıkları için tercih etmeyecektir. Dolayısıyla bazı portföyler diğerlerine göre daha üstün bir konumdadırlar. Markowitz'in üçüncü saptaması ise, etkin sınırın birçok hesaplama ile yapılabileceği yönünde olmuştur (Chow vd., 1999: 65, akt. Cihangir vd., 2008:127).

## 3. Geleneksel Finanstan Davranışsal Finansa

Davranışsal finans, duygu ve bilişsel önyargıların finansal kararları, şirketleri ve finansal piyasaları nasıl etkilediği üzerine çalıştığını ifade eder (Nofsinger,2010: 5). Davranışsal iktisat/finans alanındaki araştırmalar, 20 yy. ikinci yarısına kadar gitmekle beraber önemli sayılabilecek araştırmalar 1980'lerin ortalarında başlamıştır. 1990'lı yıllarda Kahneman, Tversky, Thaler, Camerer, Loewenstein, Rabin, Laibson gibi araştırmacılar alana olan ilginin artmasında önemli katkı sağlamışlardır. Davranışsal finans, alanında artan araştırmalar ve akademik makaleler 2000'li yıllarda daha da ivme kazanmıştır (McGuckian, 2013:8). Özellikle, 2002 yılında, Daniel Kahneman ve Amos Tversky'nin 1979 yılında yayınladıkları "Prospect Theory (Beklenti Teorisi): An Analysis Of Decision Under Risk" isimli çalışması için Nobel Ödülüne layık görülmeleri de davranışsal finans alanında çalışmaların ve ilginin artmasına etken olmuştur.

Geleneksel finans araştırmalarında, genellikle önce bir model ortaya atılır, sonra ampirik çalışmalarla bu modelin doğruluğu araştırılırken, davranışsal finans'ta önce piyasadaki davranış biçimleri gözlenir sonra bu gözlemlerin sonucuna göre davranış biçimlerini açıklayan bir model kurgulanmaya çalışılır (Estrada, 2001: akt. Dağ, 2008:11). Geleneksel finans teorilerine karşılık, davranışsal finansın temelinde matematik modeller değil, karar vermede önemli rol oynayan piyasa katılımcılarının duygusal özellikleri ve önyargıları yatar (Jureviciene ve Ivanova, 2013:55). Davranışsal finasta geliştirilen modeller finansal piyasalarda insanların nasıl hareket etmesi gerektiğini değil, gerçekte nasıl hareket ettiklerini anlamaya çalışır (Dağ, 2008:11).

Geleneksel finans yaklaşımı, insanı tam anlamıyla rasyonel, iradeci ve bencil olarak tanımlar. İnsan, dışarıdan gelen bilgiyi değerlendirerek kendisi için hangisi daha yüksek fayda getireceğini analiz eder ve ona göre kararını verir (Bayrak, 2012:6). Bu varsayımlarla oluşturulan, geleneksel finans teorileri son yıllarda hem teorik temeller hem de ampirik bulgular açısından sorgulanmış, gerçeği yansıtmadıklarına dair eleştiriler almıştır (Gürünlü, 2011:33). Buna alternatif olarak davranışsal finans teorisi, bireylerin her zaman rasyonel olmadıklarını, bilgileri daima ‘doğru’ değerlendirmediklerini ve karar vermede her zaman en çok fayda sağlayacağına yönelmediklerini öne sürmektedir (Ricciardi, 2008:86; Lukaşov, 2004:35).

Özellikle son 15 yılda yatırımcıların rasyonel karar verme yöntemlerini araştıran bilim adamlarının çalışmalarında, insanların rasyonel bir varlık olarak algılanmasına dair geleneksel görüşü ile ilgili öğeleri irrasyonelizme adapte edilebilir hale getirme çabalarını izlemek de mümkündür (McGuckian, 2013:8). Ancak, şunu belirtmek gerekir ki, davranışsal finansın rasyonel davranışı veya ‘sezgisel’ karar verme süreçlerini tanımlama ya da yanlışlama gibi amacı yoktur. Davranışsal finans, davranışsal iktisatın bir alt disiplini olarak psikoloji ve sosyolojiden elde edilen bulguları finans teorilerine uygular (Mishkin, 2009: 2). Şekil:1’de görüldüğü gibi psikolojik karar verme süreçlerinin ve sosyolojik faktörlerin finansal piyasaya olan sistematik etkilerini anlamayı ve tahmin etmeyi amaçlar. Ayrıca, davranışsal finans, finansal karar alma süreçlerini iyileştirmek için psikolojik ve ekonomik ilkelerin uygulanması üzerinde de durur (Fırat ve Fettahoglu, 2011:153). Bu bağlamda, menkul kıymetler borsası ile insan psikolojisini ilişkilendiren ilk çalışma G.C. Selden’in 1912 yılında yayınladığı ‘Psychology of the Stock Market’ (Borsa Psikolojisi) olmuştur (Konstantinidis vd., 2012:19).

Davranışsal finans psikolojik ve sosyolojik faktörlerin finansal piyasaya olan etkisini incelerken temel varsayımı, insanların irrasyonel olması ve bireylerin karar verme davranışlarında bilişsel uyumsuzluklar ve psikolojik yanılgıların etkisinin olmasıdır (Bhatt ve Chauhan, 2014:359). Bu psikolojik yanılgılara bilişsel boyut, sezgisel önyargılar, bilişsel kısayollar denilmektedir.

Davranışsal finansın, bilişsel psikoloji ve arbitraj sınırları olmak üzere iki boyutu yatırımcı davranışlarını anlamlandırmada son derece önemlidir. Arbitraj sınırları, arbitraj kuvvetlerinin hangi koşullarda etkili olup olmayacağı konusunda tahminler ile ilgilidir. Bilişsel boyutu ise, insanların nasıl düşündüğünü açıklar. Bu bağlamda, insanların karar verme esnasında aşırı özgüven, ulaşılabilirlik vs. nedenlerden dolayı sistematik hatalar yapabildiklerine dair birçok çalışmalar bulunmaktadır. (Ritter, 2003: 430).

Şekil 1. Davranışsal finansın ilgi alanı



Kaynak: Bhatt, Babaraju K. & Chauhan, Apurva A. (2014). Behavioral Finance: A New Paradigm Of Finance.

Yatırımcı davranışlarını anlamlandırmada bilişsel psikolojinin katkıları son derece önemli olmuştur. Bilişsel psikoloji, insanın bir yandan dış dünyayı algılama ve zihninde tasarlama süreçlerini, bir yandan da o tasarımlara göre eylemlerini oluşturma süreçlerini araştırır. Algılama, öğrenme, hatırlama, düşünme, hayal etme, dışarıdan gelen verileri işleyerek bilgiye dönüştürme gibi zihinsel süreçler bilişsel psikolojinin konusudur. (<http://dryahyaoglu.blogspot.com/2013/12/bilisselpsikoloji.html#!/2013/12/bilissel-sikoloji.html>; erişim tarihi 11.10.2014).

Ayrıca, Leon Festinger tarafından ortaya koyulan Bilişsel uyumsuzluk kuramı da (1957) ‘Cognitive dissonance’ sosyal psikoloji ve bilişsel psikoloji alanlarında önemli iz bırakmıştır.

Bilişsel uyumsuzluk, bireyin inançları davranış eğilimleriyle uyummadığı durumu ifade eder. Bu kuramın bulgularına göre, uyumsuzluğun boyutu uyumsuz olan unsurların (örneğin bilgi, inanç, tutum) önemi veya değerine bağlıdır (Metin ve Camgoz, 2011:134). İnsan beyni ise, insanın tutumları ile davranışlarının uyumlu olmasını ister, aksi takdirde uyumsuzluğu kaldırmak ve tutarlılık sağlamak için insan bilişsel kısayollara başvurur.

#### **4. Davranışsal Finansa Temel Yatırımcı Davranışları**

Davranışsal finansa göre, yatırımcı üzerine etki eden çeşitli psikolojik ve sosyolojik faktörler sonucu farklı davranış eğilimleri ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla, davranışsal teorilerin birçoğu birbirinden oldukça farklı olan ve yatırımcı davranışı hakkında zıt sonuçları doğuran davranışsal kalıplara, önyargılara dayanmaktadır (Coval ve Shumway, 2001:1). Yapılan ampirik araştırmalar sonucu elde edilen bulgular çerçevesinde yatırımcı davranış şekillerinin başlıcalarını aşağıda sıralanmıştır. Aşağıda sıralanan davranış kalıpları çerçevesinde, ekonomik birimlerin rasyonel olamayan davranışlarının arakasındaki yatan etmenleri görerek aynı hatalara, yanlışlara düşmeden profesyonel yatırım, harcama yapması sağlanmaya çalışılmıştır.

##### **a) Temsil Sorunu (Representativeness)**

Temsil sorunu, yatırımcıların az sayıdaki bir örnek grubunun temsil gücünü, çok sayıda gözlem içeren örnek grubunun temsil gücüne denk görebilmesi ve bunun neticesinde de hatalı kararlar alması olarak ifade edilir. Örneğin yatırımcılar, yatırım yapmak arzusu içerisinde oldukları bir menkul kıymetin uzun dönemli getirilerini analiz etmek yerine, o anki başarı ortalamalarına daha çok önem vermektedirler.

Temsil eğilimi genel olarak bireylerin ellerinde olan bilgiden ya da gözlemledikleri örneklerle bakarak bütüne mal ettikleri yargılarla ilgilidir. Tecrübe ettikleri kadarını genele yaymaya eğilimli insanlar, oluşturdukları peşin yargılara göre karar verirler (Bayrak, 2012:10).

Söz konusu davranış şekli, aynı zamanda “kumarbazın yanlışlığı” olarak da ele alınabilir. Bir örnek ile ifade etmek istersek, para on kere havaya atılmış ve onunda da yazı gelmişse, on birinci atılıştta tura gelme ihtimalinin daha yüksek olduğu yanlışlığı içine düşülür.

##### **b) Aşırı Özgüven (Overconfidence)**

Yatırımcılar kendi kişisel yetenekleri konusunda aşırı güvene sahip olabilirler. Benzer bir şekilde girişimciler de kendine aşırı güven duygusuna sahiptirler. Aşırı güven yatırım kararlarının manupüle edilmesine neden olabilmektedir. Portföyde gereğinde az çeşitlendirmeye gitme bu tür manupülasyona örnek verilebilir. Yatırımcının kendisine ve verdiği kararlara aşırı güvenmesi riskin yeteri kadar dağıtımını engelleyebilmektedir (Taner ve Akkaya, 2005:49).

Aşırı güven eğilimine göre, şahıslar kendi hareketlerinin doğruluğunun onaylanmasını, kendilerinin sahip olduklarını düşündükleri üstün yeteneklerine atfetmektedirler. Onaylanmayanları ise dış gürlütü veya sabotaj olarak görürler. Eğer bir yatırımcı elde ettiği bilgiyi yorumlarken kendi yeteneklerini aşırı önemsiyorsa veya ortaya çıkan verilerden başkalarının almadığı sinyalleri alıyorsa, kendi yapabileceği bir tahmin hatasını yetersiz değerlendirecektir (Dağ, 2008:21).

Aşırı özgüvene sahip yatırımcılar, kendi yetenek ve bilgilerine aşırı derecede güvenir ve aldıkları kararları yeni bir bilgi geldiği durumda bile değiştirmeye hevesli değildir. Aşırı güvenle ilgili bir çalışmada, bir yılı kapsayan bir araştırmada, çok sık işlem yapan bireylerin aşırı güven eğilimi etkisiyle ortalama yıllık kazancı % 11,4, dikkatli, tedirgin davranarak az işlem yapanların kazancı % 18,5 iken, piyasa getirisi ise % 17,9 olarak bulunmuştur (<http://blog.milliyet.com.tr/tamamen-davranissal/Blog/?BlogNo=342716>; erişim tarihi 21.12.2014).

Özellikle yatırım kararları olmak üzere bütün hatalı kararlara, aşırı güvenle gittikçe büyüyen aşırı iyimserlik neden olmaktadır. Hırslı, fevkaledede öz güvenli ve riski önemsemeyen yatırımcıların yatırım kararları ,2008 ABD kaynaklı küresel finansal krizin ortaya çıkmasında en büyük davranışsal etken olmuştur (Wargo, Baglini ve Nelson, 2009: 15).

##### **c) Çıpalama (Anchoring)**

Çıpalama, bilişsel psikolojide 1970’li yıllardan beri üzerine çalışılan bir kavram olup ilk olarak 2002 yılında Nobel ekonomi ödülünü kazanan Daniel Kahneman tarafından bilimsel anlamda kanıtlanmıştır. Çıpalama, temel olarak bireylerin önceden edindiği bilgilerden vardıkları sonuçlara

sıkı şekilde bağlanması ve yeni bilgilere rağmen önceden verdikleri kararlarını değiştirmede tutucu davranmalarını ifade eder. Mesela, bu davranış eğilimini gösteren bir analist önceden belirlediği hedef fiyatı, açıklanan yeni şirket veya sektör haberlerine göre revize ederken bu yeni verilere olması gerekenden daha zayıf tepki verecektir (Bayrak, 2012:12).

**d) Belirsizlikten Kaçınma (Aversion to Ambiguity)**

1961 yılında Daniel Ellsberg tarafından ortaya atılan bu kavram, literatürde Ellsberg Paradoksu olarak da bilinmektedir. Bireyler, sonuçlar kesin olmasa da, hangi sonucun hangi olasılıkla başlarına gelebileceğini bildikleri durumları, olasılıklar hakkında hiçbir fikirleri olmadıkları durumlara tercih ederler. Başka bir ifade ile, bireylerin öngörülemeyen olasılıklara sahip riskler yerine, bilinen olasılıkla sahip riskler almaya yatkınlıkları ağır basmaktadır. Sonuçta belirsizlikten kaçınma aslında bilinmeyenden korkmak anlamına gelmektedir (Sefil ve Çilinciroğlu, 2011:251).

İnsanların kendi çalıştıkları şirketin hisse senetlerini almaları, yatırım için daha çok kendi bölgelerindeki şirketlerin hisse senetlerini tercih etmeleri, uluslararası piyasaları kullanarak riski dağıtma şansı varken bundan yararlanmamaları belirsizlikten kaçınmanın ve tanıdık olanı tercih etmenin sonucudur (Gürsoy, 2012:874).

**e) Zarardan Kaçınma (Loss Aversion)**

Bu kavram ilk olarak 1979 yılında iki davranış bilimci, Kahneman ve Tversky'nin gerçekleştirdiği ve Nobel ekonomi ödülünü kazanmalarını sağlayan çalışmalarında ortaya atılmıştır. Zarardan kaçınma eğilimi, insanların aynı tutardaki zarar ve kârı karşılaştırdığında, zarara daha duyarlı olduğuna işaret etmektedir. Yani insanlar, bir miktar paranın kaybının acısını, aynı miktar paranın kazanımından elde edilen mutluluğa göre daha çok önemsemektedir (Simmons ve Novemsky, 2008: 3).

**f) Çerçeveleme (Framing Bias)**

1981 yılında Kahneman ve Tversky "The Framing of Decisions and the Psychology of Choice" isimli çalışmalarında aynı problem farklı şekillerde çerçvelendiğinde, karar alma algısını yöneten psikolojik prensiplerin ve çıktıların öngörülebilir değişiklikler gösterdiklerini ifade eden çerçeveleme etkisini ortaya atmışlardır (Sewell, 2010:2 akt Sefil, Çilinciroğlu).

Bilginin ifade edilme tarzından etkilenme eğilimi, genel olarak literatürde çerçeveleme/ ifade etme eğilimi olarak adlandırılmıştır. Belirli bir fikri insanlara sunulmuş şekli, çerçeveleme davranışı olarak tanımlanabilir. Bu etki, insanların buldukları durumlarından çok, değişiklikleri değerlendirme biçimleriyle ilgilidir (Döm, 2003 akt Taner ve Akkaya, 2005:50). Örneğin mesai saatleri içerisinde bir indirim genellikle yapılmayarak, gece yarısından sonra telefon görüşmelerinin ucuzladığının duyurulması veya bir hazır yemek kuruluşunun aynı iki münüden (veya pahalı olan münüden) alana bir diğer münüyü ücretsiz sunması bu tip davranış grubuna örnek verilebilir.

**g) Zihinsel Muhasebe (Mental accounting)**

Zihinsel muhasebe, bireylerin verdikleri finansal kararlara ilişkin sonuçları nasıl değerlendirdikleriyle ilgilenebilir. Bu konuda yapılan çalışmalar, her insanın belli bir miktar parayı aynı şekilde algılamadığını, her bireyin zihninde farklı farklı hesaplamalar yaptığını ve söz konusu para harcanırken paranın kaynağı ve hedeflerin de önem kazandığını göstermiştir.

Zihinsel muhasebe kavramını açıklamak amacı ile bir kişinin gezi için yaptığı ödeme düşünülebilir. Yaz mevsiminde çıkacağı gezi için 5000 som ödeme yapan bir kişi, son anda karşılaştığı bir engel nedeniyle geziye gidemediğinde bu gezi için tekrar 5000 som ödemekten kaçınır. Çünkü zihninde gezi için ayırdığı 5000 somu ödediğinden, tekrar yapacağı ödeme maliyetini arttıracaktır. Buna rağmen gezi için ödeme yapmadan önce 5000 som kaybettiği durumda, söz konusu miktarı daha önce zihninde muhasebeleştirmediğinden, gezi için harcama yapmaktan çekinmeyecektir (Gürsoy, 2012:870-871).

Kredi kartlarının harcamaları artırıp artırmadığı üzerine bir araştırma yapılmıştır. Normalde rasyonel bir insan, bir şeye değer biçer ve o değeri ödemeyi göze almışsa, nakit veya kredi kartı olaması fark etmeksizin bedeli öder. Ancak , araştırma sonucunda deneklerin kredi kartıyla daha fazla alışveriş yaptıkları ve daha yüksek bedel ödemeyi göze aldıkları tespit edilmiştir (Özerol, 2011:145-146).

## h) Muhafazakarlık Eğilimi

Bu eğilime göre insanlar değişikliklere karşı ya direnç göstermektedirler veya değişime yavaş uyum sağlamaktadırlar. Yani, insanlar normal olarak kabul ettikleri durumlarda kendilerini güvende hissetmektedirler (Ritter, 2003:434 ).

Muhafazakârlık eğilimi yeni bilgilerin işlenme zorluğuyla yakından ilgilidir. Yatırımcılar karmaşık verilerle karşılaştıklarında zihinsel olarak strese girerek var olan inançlarına bağlı kalmayı tercih ederler. Muhafazakârlık eğilimine sahip yatırımcılar yeni bilgileri dikkate alsalar bile gösterecekleri tepki yavaş kalacaktır.

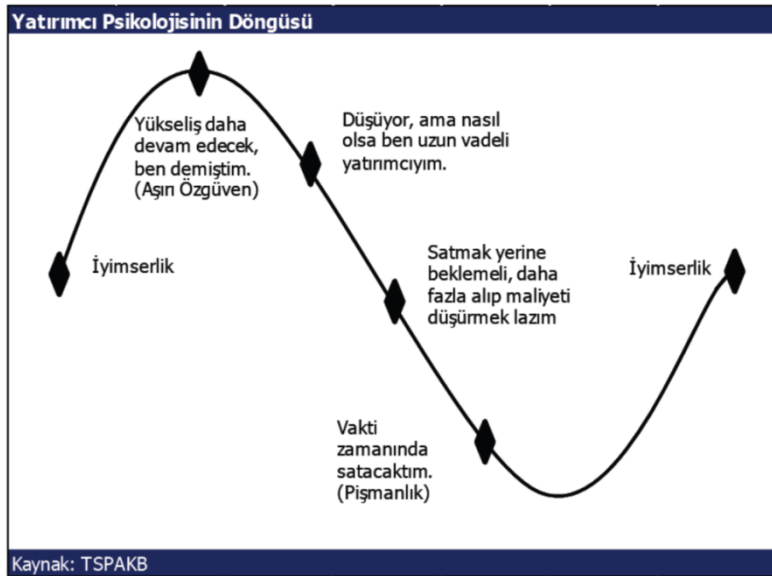
## i) Geri Görüş Eğilimi (Hindsight Bias)

Önceden tahmin edilmesi imkânsız olan bir olay gerçekleşse bile söz konusu olay gerçekleştiikten sonra “ben bunun böyle olacağını biliyordum” yanılıısına düşmelerine geri görüş eğilimi adı verilmektedir.

j) Söz konusu yanılı nedeni ile yatırımcılar normal üzeri kazanç elde ettiği dönemlerde yapmış olduğu tahminleri “olağan üstü” olarak yorumlamasına neden olurken, düşük performans göstermeleri sonucunda ise ya söz konusu sorumluluğu başkalarına atma ya da tarihi çarpıtarak yeniden yazma eğilimi içerisinde olacaktırlar. Bu davranış kalıbı şekil:2’de gösterilmiştir.

## Doğrulama Eğilimi (Confirmation Bias)

Şekil 2. Yatırımcı Psikolojisinin Döngüsü



Kaynak: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği Raporu (<http://www.tspakb.org.tr/tr/LinkClick.aspx?fileticket=10hnh11GcDk%3D&tabid=40&mid=529>; erişim tarihi 10.11.2014)

Doğrulama eğilimi, bireylerin inançları ile örtüşen fikirleri kabullenirken, inançları ile çelişen fikirleri yalanlamayla ilgilidir. Bireyler çoğu zaman kendi inançlarını ve fikirlerini destekleyen bilgileri araştırma, inançları ile çelişen fikirleri ise göz ardı etme eğilimi içerisinde. Örneğin, doğrulama eğilimi sergileyen bir yatırımcı, yatırım yapmış olduğu menkul kıymetlerin değer kaybetmesi durumunda bile söz konusu menkul kıymetleri satmakta isteksiz olabilir. Çünkü menkul kıymeti satması durumunda bu durum, yatırımcının güvenini kaybetmesine neden olacak olan bir hata yaptığını kabul etmesi anlamına gelecektir (Pompian, Michael, 2006:103).

Ayrıca yatırımcıların önceden kendi inançları ile örtüşen bilgileri kabullenme eğiliminden farklı olarak, önceden tahmin edilmesi imkânsız olan bir olay gerçekleşse dahi söz konusu olay gerçekleştiikten sonra “ben bunun böyle olacağını biliyordum” yanılıısına düşmelerine de neden olacaktır. Söz konusu yanılı nedeni ile yatırımcılar normal üzeri kazanç elde ettiği dönemlerde yapmış olduğu tahminleri “olağan üstü” olarak atfetmesine neden olurken, düşük performans



göstermeleri sonucunda ise ya söz konusu sorumluluğu başkalarına atma ya da tarihi çarptırarak yeniden yazma eğilimi içerisinde olacaklardır.

Söz konusu eğilim sonucu yatırımcıların çeşitlendirilmemiş portföyler kurmalarına, portföylerine üzerinde hakimiyet kurabileceğini sandıkları hisse senetleri katmalarına böylece de üstlendikleri riski düşürememelerine neden olacaktır (Pompian, age:199).

#### **k) Sürü Davranışı (Herding Behaviour)**

Geleneksel finans teorisine göre, yatırımcılar piyasada işlem yaptıkça piyasa ile ilgili bilgi elde ederler. Zamanla finansal varlığın piyasa değeri uzun vadeli gerçek değere yaklaşır. Yani, yatırımcılar gelen bilgiye göre işlem yapmakta ve bu sayede bilgiler doğru olarak fiyatlara yansımaktadır. Bu da uzun vadede finansal piyasaları güçlü etkinliğe kavuşturacaktır.

Ancak yatırımcının bilgiyi kendi analiz edip hareket etmesi yerine başkalarının işlemlerine taklit etmesi durumunda söz konusu teorisin ileri sürdüğü sonuç gerçekleşmez. Bu durumda ortaya çıkan hareket şekli, sürü davranışıdır. Özellikle finansal krizlerin yayılması ve piyasa balonlarının oluşmasında sürü davranışının önemli etkisi olduğu düşünülmektedir (Gürsoy, 2012:881).

Sürü davranışı, bireylerin başkalarının davranışlarından etkilenecek kendi fikirlerini değiştirmesi ve çoğunluğun yönünde hareket etmesini anlatır. Finansal anlamda sürü davranışının önkoşulu, yatırımcıların yatırım kararlarını bir grup yatırımcının kararlarına göre değiştirmeleri ihtiyacıdır (Decamps ve Lovo, 2002:9).

Sürü davranışı rasyonel ve irrasyonel olarak ikiye ayrılmaktadır. Rasyonel sürü davranışı, yatırımcıların potansiyel yatırım araçları ile ilgili olarak yeterli bilgiye sahip olmamaları ya da sahip oldukları bilginin doğruluğuna ilişkin şüpheleri olması durumunda, diğer yatırımcıların davranışlarını taklit etmeleri durumunda ortaya çıkmaktadır (Altay, 2008:31).

Rasyonel sürü davranışının nedenleri:

- Diğer yatırımcılar yatırımın getirisi hakkındaki bilgiyi benden daha iyi analiz edebilir düşüncesi.

- Performansın ödüllendirildiği durumlarda başarılıları taklit etme eğilimi,

- Uyum gösterme güdüsü, yaşanabilecek pişmanlık durumuna karşı bireysel bir tutum olabilir.

İrrasyonel sürü davranışı ise yatırımcıların bilgisel nedenlerden kaynaklanmayan sosyal baskı, moda ve sosyal fikir birliği şeklinde ortaya çıkan davranışsal özellikleri nedeniyle bireysel kararlarını göz ardı ederek diğer yatırımcıların davranışlarını taklit etmeleridir. Diğer yatırımcıların davranışlarından etkilenecek psikolojik önyargıların oluşması ve yatırım analizi yöntemleri uygulayarak yatırım kararı vermek yerine sürü davranışının sergilenmesi piyasa fiyatlarının olması gerekenden farklı yerde oluşmasına yol açabilmektedir (Döm, 2003; akt. Çoban, 2009:76).

#### **Sonuç ve öneriler**

20. yüzyılın sonlarına doğru finans üzerinde yapılan çalışmalarla, geleneksel finansal modellerinin finans piyasalarının işleyişini ve fiyat hareketlerini açıklamakta yetersiz kaldığı elde edilen bulgularla saptanmıştır. Psikoloji, sosyoloji ve finansın birlikte harmanladığı bu yeni yaklaşıma davranışsal finans (behavioral finance) denilmektedir. Davranışsal finansın en önemli temel taşı, geleneksel finans teorisinin aksine, insanların yatırımlarını yaparken tam olarak rasyonel davranmadığı varsayımdır. Özellikle bireysel yatırımcıların birçoğu, psikolojik önyargı ve yönlendirmelerle hareket etmekte, bilişsel zaaf (kendine aşırı güven, piyasadaki gelişmelere yalnızca belli bir çerçeveden bakma, kendi düşüncelerimizi doğrulayan olayları dikkate alma, kendi fikrini bir kenara bırakıp başkalarını takip etme vb.) sahipleri olup piyasaların etkinliği sınırlıdır. Dolayısıyla yatırım kararları rasyonel ve bilgiye dayalı olarak alınmak yerine, oldukça sezgilere ve hislere dayalı bir düşünceyle şekillendirilmektedirler. Tam rasyonel olmayan bu davranışlar neticesinde de piyasalarda, bilgiye dayalı öngörülerden oldukça farklı sapmalar ve tutarsız hareketlilikler gözlenmektedir.

Sonuç olarak:

1-Davranışsal finans modelleri, sayısal bulgu ve araştırmalar sonucu oluşturulmuştur. Bununla birlikte, geleneksel etkin piyasalar kuramına alternatif olabilecek her kesimin kabul ettiği net bir davranışsal finans modeli kabul görmemiştir.

2-Davranışsal finans yaklaşımından elde edilen bulgular ışığında, özellikle bireysel yatırımcıların kararlarındaki psikolojik önyargılarını öngörebilme, neden harcama, yatırım yaptığının bilincinin anlaşılmasıyla, piyasaların dalgalanmalardan, aşırı fiyatlamalardan uzak dengeli bir yapıya kavuşturulması, düzenleyici ve denetleyici üst kurumlar tarafından yapılacak düzenlemeler ve müdahalelerle sağlanabilecektir.

3-Ülkelerin ve ekonomik birim olarak bireylerinde cari açığının en önemli sebeplerinden biri ,aşırı harcama sonucu oluşan tasarruf azlığıdır. Bu açıdan bakıldığında, kredi kartlarının psikolojik olarak harcamalara teşvik etmesi olgusu çerçevesinde ekonomik birimlerin birtakım eğitim, çalıştay ve seminerlerle bilgiye dayalı profesyonel yatırımcı olmaya motive edilip yönlendirilmesi zorunludur.

4-Ekonomik birimlerin rasyonel olmayan yatırımlardan korunmaları için bilinçli finans okur yazarlığı eğitimleri, davranışsal finans bulguları çerçevesinde şekillendirilerek yürütülebilir. Böylelikle,sınırlı ülke kaynakları daha sağlıklı ve tutarlı yatırımlara yönlendirilebilecektir.

5-Klasik ekonomi kuramlarında yer alan ve kısmen geçerliliğini yitirmiş olan etkin piyasalar kuramının izini taşıyan mevcut ilkesel yaklaşımların, yeniden gözden geçirilerek revize edilmesi zorunludur. Böylece, finansal krizlerin, fiyat ve piyasa balonlarının oluşum aşamaları erken teşhisle anlaşılabilir ve gerekli önlemler zamanında alınabilecektir.

6-Ülke ekonomilerinin kalkınmasında sermaye piyasalarının varlığı ve etkin piyasalar çerçevesinde çalışması gerektiği bilinen bir gerçektir. Bununla birlikte, özellikle gelişmekte olan ülkelerdeki tam sağlıklı olmayan kurumsal ve yasal sermaye piyasası yapı ve işleyişi mevsimsel anomalleri ve aşırı fiyat vololiteleri beraberinde getirmektedir. Davranışsal finans perspektifinden olaya bakıldığında, yatırımcı davranışlarını doğrudan etkileyen sermaye piyasasının profesyonel yatırımcı algısı, yatırımcıyı koruma, kamuoyunu aydınlatma, bilgilendirmenin kullanımı ve cezayı müeyyidelerin yaptırımı tekrar gözden geçirilmelidir.

#### Kaynak

1. Altay, E.(2008). Bankacılık ve Finansal Piyasalar, BDDK ,Cilt:2, Sayı:1.
2. Ayan, T.Y. Akay A.(Eylül-2013).Tahmine Dayalı Portföy Optimizasyonu: Modern Portföy Teorisinde Risk ve Beklenen Getiri Kavramlarına Alternatif Bir Yaklaşım, *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*,Özel Sayı,Sayfa:119-131.
3. Bai, Z., Liu, H., & Wong, W.K. (2006). *Making Markowitz's Portfolio Optimization Theory Practically Useful*.
4. Barbergs, N. ve Thaler, R., (2002). "A Survey of Behavioral Finance.",nber.org, no: 9222.
5. Bhatt, Babaraju K. ve Chauhan, Apurva A. ( February-2014). *Behavioral Finance: A New Paradigm Of Finance*. International Journal of Application or Innovation in Engineering & Management (IJAIEM), volume 3, Issue 2,ISSN 2319 – 4847.
6. Black, F.(1986). Noise. *The Journal of Finance*, Vol XLI, No3,Sayfa: 529-543.
7. Bayrak, Oben Kurtuluş(Ağustos-2012). *Davranışsal Finans*,Sermaye Piyasasında Gündem,Sayı:120,ISSN 1304-8155,Sayfa: 6-17.
8. Cihangir M., Karaçizmeli Güzeler A., Sabuncu İ.( 2008). *Optimal Portföy Seçiminde Konno-Yamazaki Modeli Yaklaşımı ve İMKB Mali Sektör Hisse Senetlerine Uygulanması*, Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 10/3,Sayfa:125-142.
9. Coval Joshua D., Tylar Shumway, (2001). "Do Behavioral Biases Affect Prices?", Harvard Business School, Working Paper.
10. Çoban, Ali Türkay (2009).İmkb'de Sürü Davranışının Test Edilmesi, *Yüksek Lisans Tezi*, Adana.

11. Dağ, Zehra Betül (2008). Davranışsal Finans (Behavioral Finance). Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. *Tezsiz Yüksek Lisans Programı*. Dönem Projesi, Ankara, Sayfa:21-35.
12. Decamps J.P., Stefano Lovo, “Risk Aversion and Herd Behavior in Financial Markets”. <http://ssrn.com/abstract=301962>.
13. Demirtaş, Ö., GÜNGÖR, Z.(2004). Portföy Yönetimi ve Portföy Seçimine Yönelik Uygulama. *Havacılık ve Uzay Teknolojileri Dergisi*, 1/4, Sayfa: 103-109.
14. Doğukanlı, Hatice ve Ergün, Bahadır (2011). *Davranışsal Finans Etkin Piyasalara Karşı: Aşırı Tepki Hipotezinin İmkb’de Araştırılması*. Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt 20, Sayı 1, Sayfa:321-336
15. Döm S, (2003). Yatırımcı Psikolojisi, Değişim Kitapevi, İstanbul.
- Ege, İlhan; Topaloğlu, Emre Esat ve Dilek COŞKUN (Ekim-2012). *Davranışsal Finans ve Anomaliler: Ocak Ayı Anomalisinin İMKB’de Test Edilmesi*, Muhasebe ve Finansman Dergisi ,s.175.
16. Ercan M. K., (2009). *Modern Portföy Teorisi*. [http:// www.makelecioglu.com/sitebuilder/MAK/mpt.ppt](http://www.makelecioglu.com/sitebuilder/MAK/mpt.ppt) (Erişim Tarihi: 01.08.2012)
17. Erdem, M. S. (2014). Avrupa-Asya Hisse Senedi Pazarlarında Zayıf Formda Pazar Etkinliği ve Takvim Anomalileri, *2nd International Symposium on Accounting and Finance*, Sayfa:1087-1106.
18. Fırat, Duygu ve Fettahoglu, Sibel (2011). Investors’ Purchasing Behaviour via a Behavioural Finance Approach, *International Journal of Business and Management*, Vol. 6, No. 7; July 2011. [www.ccsenet.org/ijbm](http://www.ccsenet.org/ijbm)
19. Gürsoy, Cudi Tuncer(2012). Finansal Yönetim İlkeleri, Beta Basım, İstanbul.
20. Gürünlü, Meltem (Temmuz-2011). Finansal Piyasaların Etkinliği Teorisinden Davranışsal Finansa: Finans Teorisinin Evrimi, *Maliye Finans Yazıları*, Yıl:25, Sayı:92, Sayfa:31-50.
21. Hede, Peter Dybdahl (2012). Behavioural Finance. Peter Dybdahl Hede&bookboon.com (Ventus Publishing ApS)
22. Itzhak Giloba, Eva Giloba – Schechtman, “Mental Accounting and the Absentminded Driver”, [http://www.tau.ac.il/igilboa/pdf/Gilboas\\_Mental\\_Accounting\\_and\\_Absentmindedness.pdf](http://www.tau.ac.il/igilboa/pdf/Gilboas_Mental_Accounting_and_Absentmindedness.pdf) = Çevrimiçi, 18.06.2009, s. 2.
23. Jurevičienė, Daiva ve Ivanova, Olga (2013). *Behavioural Finance: Theory And Survey*. Mokslas – Lietuvos Ateitis Science – Future Of Lithuania. ISSN 2029-2341 print / ISSN 2029-2252 online 2013 5(1): 53–58 doi:10.3846/mla.2013.08
24. Kahneman, Daniel ve Tversky, Amos (March-1979). *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*. *Econometrica*, Vol. 47, No:2, pp:263-292.
25. Kendirli, Selçuk ve Konak, Fatih (2014). Calendar Anomalies In The Shanghai Stock Exchange, *Manas Journal of Social Studies* Vol.: 3 ,No: 3 2014, pp:77-85.
26. Kıyılar, M. (1998). Etkin Pazar Kuramının İMKB’de Test Edilmesi. *Yönetim*, Sayı :29, Sayfa: 34-51.
27. Konstantinidis, Anastasios; Katarachia, Androniki; Borovas, George ve Maria Eleni Voutsas (2012). *From Efficient Market Hypothesis To Behavioural Finance: Can Behavioural Finance Be The New Dominant Model For Investing?*, *Scientific Bulletin – Economic Sciences*, Vol. 11/ Issue 2.
28. Lukaşov, Andrey (2004). Поведенческие корпоративные финансы и дивидендная политика фирмы. *Управление корпоративными финансами №2/2004*.
29. McGuckian, Fergus (2013). Behavioural Finance and Financial Markets: Micro, Macro, and Corporate. *Università Politecnica Delle Marche Facoltà Di Economia*, PhD Thesis in Financial and Insurance Markets.
30. Metin, Irem ve Camgoz, Selin Metin (June-2011). *The Advances in the History of Cognitive Dissonance Theory*, *International Journal of Humanities and Social Science* Vol. 1 No. 6, pp. 131-136.
31. Mishkin, Frederic S. (2009), “Is Monetary Policy Effective During Financial Crises?”, **NBER Working Paper**, No. 14678, pp.1–15.

32. Nofsinger, John R. (2010), **The Psychology of Investing**, The Prentice Hall Series in Finance 4.bs., Prentice-Hall.
33. Pompian, Michael M.(2006).Behavioral Finance and Wealth Manegement: How to Build Optimal Portfolios That Account for Investor Biases, *John Wiley and Sons Yayın Evi*, New Jersey,
34. Özerol,Hakan(2011).Davranışsal Finans,Elma Yayınevi,İş ve Yönetim Serisi:49,1.basım Kasım 2011,İstanbul.
35. Ricciardi, Victor (2014). Handbook Of Finance: Volume 2: Investment Management And Financial Management, Chapter: The Psychology of Risk: The Behavioral Finance Perspective, Publisher: John Wiley & Sons, Editors: Frank J. Fabozzi, pp.85-111
36. Ritter J. R.(2003).Behavioral Finance,*Pacific Basin Finance Journal* vol.11.
37. Ritter, Jay R. (2003). *Behavioral Finance*. Pacific-Basin Finance Journal Vol. 11, No. 4, (September 2003) pp. 429-437. <http://bear.cba.ufl.edu/ritter>
38. Sefil, Sinem ve Çilingiroğlu Hakkı Kutay (2011). Davranışsal Finansın Temelleri: Karar Vermenin Bilişsel Ve Duygusal Eğilimleri. *Istanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi* Yıl:10 , Sayı:19,s.247-268
- 39.Sewell, M. (2010). “Behavioral Finance”, [www.behaviouralfinance.net/behaviouralfinance.pdf](http://www.behaviouralfinance.net/behaviouralfinance.pdf)
40. Taner, Berna ve Akkaya, Cenk(Ocak-2005).atırımcı Psikolojisi ve Davranışsal Finans Yaklaşımı,MUFAD,Sayı:25, Sayfa:49-52.
41. Tomak, Serpil (2010). Girişimci Hevristikleri: Bir Kavramsal Çözümleme,*Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 10(2).
42. Tosun, Ö., Oruç, E. (2010). Portföy Büyüklüğünün Portföy Riski Üzerine Etkileri: İMKB-30 Üzerinde Test Edilmesi. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 15/2,Sayfa:479-493.
43. Wargo, Donald T. & Norman Baglini & Kate Nelson (2009), “The Global Financial Crisis—Caused by Greed, Moral Meltdown and Public Policy Disasters”, **Forum on Public Policy**, Oxford Roundtable, Oxford, Vol. No. 1, pp.1–24.
44. <http://dryahyaoglu.blogspot.com/2013/12/bilisselpsikoloji.html#!/2013/12/bilissel-sikoloji.html>; erişim tarihi 11.10.2014
45. Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği Raporu (<http://www.tspakb.org.tr/tr/LinkClick.aspx?fileticket=10hnh11GcDk%3D&tabid=40&mid=529>; erişim tarihi 10.11.2014)
46. <http://blog.milliyet.com.tr/tamamen-davranissal/Blog/?BlogNo=342716>; erişim tarihi 21.12.2014