

DAVRANIŞSAL FİNANS PERSPEKTİFİNDEN YATIRIMCI
DAVRANIŞLARI ÜZERİNE BİR İNCELEME

Müge ÇETİNER., Prof. Dr.

İstanbul Kültür Üni.,İ.İ.B.F

<https://orcid.org/0000-0003-1248-5335>

m.cetiner@iku.edu.tr

Hande AYHAN GÖKCEK., Dr.

<https://orcid.org/0000-0001-6349-3023>

drhandeayhan@gmail.com

Bilge TURP GÖLBAŞI., Dr. Öğretim Üyesi

İstanbul Aydın Üniv., UBY

<https://orcid.org/0000-0003-4386-7328>

bilgebilge79@gmail.com

ÖZET

Finans kararlarının davranışsal ve psikolojik nedenleri ile ilgilenen davranışsal finans, finansın çok disiplinli bir alt dalıdır. Bu araştırmanın ana amacı, davranışsal finans açısından, bireysel yatırımcıların yatırım yaparken sergiledikleri irrasyonel davranışları ve bu davranışların demografik değişkenlerle olan bağımlılıklarını incelemektir. Online anket uygulaması ile 128 kişiye ulaşılmış, kontrol sorusuna verilen olumsuz cevap nedeniyle 115 katılımcının cevapları analize dahil edilmiştir. Yatırımcıların, “aşırı güven”, “bilişsel çelişki”, “akılsal muhasebe”, “belirsizlikten kaçınma” ile “taklit ve sürü davranışları” boyutlarında tutumları değerlendirilmiştir. Demografik ve ölçek sorularının frekans, yüzde ve ortalama değerleri tespit edilmiş, güvenilirlik analizi (Cronbach’s Alpha), normal dağılım testi ve ki-kare bağımsızlık testi uygulanarak yorumlamaları yapılmıştır. Yapılan ki-kare bağımsızlık testi

sonuçları değerlendirildiğinde, akılsal muhasebe değişkeni ile yaş grupları ve cinsiyet arasında; belirsizlikten kaçınma değişkeni ile de yaş grupları ve gelir düzeyleri arasında anlamlı ilişki olduğu tespit edilirken, bu ilişkiler dışında kalan tüm kombinasyonlarda anlamlı ilişki tespit edilmemiştir.

Anahtar Kelimeler: Davranışsal Finans, Yatırımcı Davranışları, Yatırımcı Psikolojisi, Aşırı Güven, Bilişsel Çelişki, Akılsal Muhasebe, Belirsizlikten Kaçınma, Taklit ve Sürü Davranışları

JEL Kodları: G4, M00, Z33

AN INVESTIGATION ON INVESTOR BEHAVIORS FROM BEHAVIORAL FINANCE PERSPECTIVE

ABSTRACT

Behavioral finance is a multidisciplinary subfield of finance dealing with behavioral / psychological implications of financial decision making. The main aim of this study is to examine the behavior of irregular behavior of individual investors in terms of behavioral finance and their dependence on demographic variables. In this survey, 128 people were reached through the online questionnaire and because of negative answer to control question the answers of 115 participants were analyzed. Investors' attitudes towards "overconfidence", "cognitive dissonance", "mental accounting", "ambiguity aversion" and "Imitation and the herd behavior" were evaluated. The frequencies, percentages and mean values of the demographic and scale questions were determined, reliability analysis (Cronbach's Alpha), normal distribution test and chi-square independence test were applied and interpretations were made. When the chi-square independence test results were evaluated, while there is a significant relationship between the variables of mental accounting and age groups and gender; and the ambiguity aversion variable and age groups and income levels, no significant relationship was found in all combinations except those

relationships.

Keywords: Behavioral Finance, Investor Behaviors, Investor Psychology, Overconfidence, Cognitive Dissonance, Mental Accounting, Ambiguity Aversion, Imitation and The Herd Behavior.

JEL Codes: G4, M00, Z33

GİRİŞ

HomoEconomicus terimi iktisadi yaşamda insanın akılcı hareket etmesi anlamında kullanılmaktadır. Ancak, insan her zaman rasyonel bir varlık değildir. Bazı durumlarda insan davranışına yol açan faktörler sadece akıl ile açıklanamamakta, başka değişkenler de davranış sistemi içine dahil olmaktadır.

Geleneksel finans teorilerinin başında gelen ve Fama adlı araştırmacı tarafından bilim dünyasına kazandırılmış olan “Etkin Piyasalar” kavramı ile piyasada menkul kıymet fiyatları mevcut tüm bilgiyi yansıtır. Bu nedenle piyasadaki yatırımcılar diğerlerine kıyasla daha fazla getiri elde edemezler kabulü, uzun zaman geçerliliğini korumuştur. Finans bilimi kapsamında gerçekleştirilen akademik çalışmalarda insanın duygusal, psikolojik, sosyolojik ve davranışsal özelliklerine, yakın zamana kadar sıklıkla rastlanmadığını görmekteyiz. Daha sonra araştırmacılar sermaye piyasalarında yatırımcıların kimi zaman psikolojik ve sosyolojik nedenlerle irrasyonel davranışlar sergilemesi sonucunda etkinlikten uzaklaştıklarını gözlemlemişlerdir. Davranışsal finans alanı olarak tanımlanan ve psikoloji, sosyoloji ve finans bilimlerinin birlikte incelendiği bu araştırmalar, yatırımcıların etkinlikten uzaklaşma nedenleri üzerinde durmaktadır. Davranışsal finans ile ilgili olarak ortaya çıkan modeller, önceki yıllarda geliştirilmiş olan rasyonel finans teorileri, yatırımcıların aldıkları kararların irdelenmesi, yatırımcı davranışlarının analizi ya da piyasa anomalilerini açıklamaya yönelik olarak geliştirilmiştir. Bu çalışma ile amaçlanan, yatırımcıların finansal kararlar bazında, beş boyut açısından önyargılarını ölçmek ve bu boyutların, katılımcıların demografik özellikleriyle arasındaki bağımlılığı tanımlamaktır.

1. DAVRANIŞSAL FİNANS

Davranışsal finans, geleneksel finans teorilerinin aksine, yatırımcının getiri ve risk dengelemesinde rasyonel ve irrasyonel hareketlerinin araştırılması ile ortaya çıkmış bir kavram olup, 2002’de Nobel sahibi Daniel Kahneman ile literatüre girmiş ve kişilerin finansal karar alma süreçlerinde psikolojik, sosyolojik hatta antropolojik

etkilere göre davranış göstermeleri üzerine yapılandırılmış finans disiplindir. Temelinde psikoloji ve finans bilimi arasındaki bağlantıların incelenerek, yatırımcı davranışının altında yatan nedenler açıklanabilmektedir. Bir başka anlatımla davranışsal finans, piyasalar ve yatırımcı davranışı üzerinde psikolojinin etkisini araştırmakta ve aynı zamanda piyasanın etkinliğini açıklamaya hizmet etmektedir (Sewell, 2000). Kişiler davranışları sırasında sahip oldukları önyargılara ve algılarına göre finans piyasalarındaki hareketlerine yön verebilmekte ve çoğu zaman geleneksel finans varsayımlarını göz ardı ederek hareket etmektedirler. Örnek vermek gerekirse hem kontrolleri dışındaki deprem, sel vs. gibi olaylardan korunmak amaçlı sigorta yaptırarak riski azaltıp güveni tercih ederler hem de şans oyunlarına para yatırmaktan kaçınmayarak riski seçerler (Nofsinger, 2011).

Davranışsal finans ile ilgili olarak literatüre bakıldığında yatırımcı tepkilerini açıklamaya yönelik olarak bilinen üç ayrı model karşımıza çıkmaktadır. Bunlardan ilki “temsili yatırımcı modeli” (representative model) olarak adlandırılmakta ve ana fikir olarak kişinin yeni bilgilere kapalı ve tutucu bir şekilde sahip olduğu bilgiyi arttırma çabasında olup değişen koşullara göre değişen kararlar almamasını içermektedir. Ayrıca yatırımcılar yakın geçmişteki verilere daha fazla değer verip, bunların uzun vadedeki sonuçlarına dikkat etmemektedirler(Barberis, Shleifer, & Vishny, 1998). İkinci model, Aşırı Güven, Kendine Atfetme, Yanlılık ve Hata modeli olarak adlandırılmakta olup, finansal kararların alınmasında yatırımcının yüksek özgüveni sonucunda, piyasadaki gelen bilgilere aşırı tepki vererek ya da tepkisiz kalarak, hisse senedi fiyatlarına reaksiyona yol açması şeklinde tanımlanabilir. Bu model kişinin halka açık bilgilere kıyasla, özel bilgiye daha çok değer vermesi sonucunda, hisse senedi fiyatlarına reaksiyon ve ertesinde de bu fiyatın düzelmesi aşamalarını öngörür (Daniel, Hirshleifer, & Subrahmanyam, 1998). Üçüncü model ise, birbirinden farklı yapısal özellikler gösteren yatırımcılar arasındaki interaktif ilişkilere dayanmakta olup, farklı profildeki yatırımcıların halka açık olan verilerin sınırlı bir kısmını analiz

edebilmelerini içerir (Hong & Stein, 1999). Her üç modelde de ortak özellik olarak piyasada etkin bir şekilde rasyonalitenin işlememesi ve bunun sonucu olarak yatırımcı davranışlarının hisse senedi fiyat değişimlerine etkisi üzerine araştırmalar yapılmıştır.

1.1. BELİRSİZLİK VE KARAR ALMA

İnsan davranışı, içgüdü ve reflekslerin dahil olduğu, bilinçaltı tarafından etkilenen, gerek algılar ve alışkanlıklar, gerekse bunların çevreye yansıtılması sırasında ortaya çıkan hareketler olarak tanımlanmaktadır. Piyasada var olan belirsizlik, önceki aşamada akılcı olarak nitelendirilebilecek bir hareketin daha sonraki süreçte akılcılıktan uzaklaşmasına neden olabilir, hatta belirsizlik ortamında kişi davranışlarının olumlu sonuçlara yol açması rasyonaliteden çok şans ile ilişkilendirilir. Özetle rasyonel davranış modelleri insan davranışını tam anlamıyla açıklayamazlar. Bunun nedeni de insanın ekonomik varlıktan ziyade psikolojik varlık olmasından kaynaklıdır. Sonuç olarak davranışın belirli bir formül içinde açıklanması olanaksızdır (Akyıldız, 2008).

Çevresel koşullar gerek fiziksel, gerekse sosyal anlamda son derece kaotik olduğundan belirsizlik düzeyi artmakta ve geleceğe yönelik karar alınması zorlaşmaktadır. Bu durumun doğal bir sonucu olarak bireylerin gelecek ile ilgili kararlarını kendilerini zorlamadan ve kolay yoldan alma eğilimleri vardır. Kişiler olasılıklar üzerinde düşündüklerinde yanlış yapmaya açık hale geldikleri bilişsel kısa yollar kullanabilirler (Tekin, 2018). Yatırımcılar duygusal bir başka deyişle zarardan ve pişman olmaktan kaçınma güdüsü taşıırken, öte yandan da bilişsel olarak yani karar alırken çabuk sonuca ulaşma eğilimi nedeniyle irrasyonel davranabilmektedir. Aşağıda bu eğilimlerin ana hatlarıyla gruplandırılması Şekil 1’de görülmektedir (Sefil & Çilingiroğlu, 2011).

<i>Bilişsel Eğilimler</i>
Çerçeveleme
Zihinsel Muhasebe
Belirsizlikten Kaçınma
Muhafazakarlık
Temsiliyet
Ulaşılabilirlik
Aşırı Güven
Doğrulama
Bilişsel Çelişki (Uyumsuzluk)
<i>Duygusal Eğilimler</i>
İyimserlik
Yatkınlık
Hakimiyet
Sahiplik
Statüko

Şekil 1. Temel Psikolojik Eğilimler

Yatırımcıların içgüdüsel olarak belirsizlik söz konusu olduğunda riskten kaçınma ve tanışık oldukları riskleri almaya yönelik eğilimleri bulunur. Çalışmamızda bilişsel yanılıklar içinde yer alan belirsizlikten kaçınma eğilimi (ambiguityaversion) ve buna bağlı olarak daha sonra beklenti teorisi üzerinde durulmaktadır. Belirsizlikten kaçınmaya yönelik ilk ampirik çalışma literatüre Ellsberg ile girmiştir. Burada ana fikir olarak tespit edilen nokta ise yatırımcılar, aşına oldukları ortamlarda örneğin kendi ülkelerinde yatırım yapmayı tercih eder ya da benzer mantıkla işyeri çalışanları, yabancı şirketlere yatırım yapmak yerine kendi şirketlerinin hisse senetlerini portföylerinde bulundurmaya daha yatkın olurlar (Ellsberg, 1961). Bir başka deyişle belirsizlikten kaçınma sonucunda, kişiler tahminde bulunamadıkları olasılıklara yönelik risklerdense, bilinen olasılıklara sahip riskler alır (Boyle, Uppal, & Wang,

2003). Risk ve belirsizlik birbirlerinden farklı kavramlardır. Risk ölçülebilir belirsizlik olarak adlandırılmakta olup kişilerin temel eğilimi, belirsizliği risk olarak görüp rasyonel olmayan davranışlar sergilemektir (Hirshleifer D. , 2001). Tüm bunlara ek olarak yatırımcıların doğuştan gelen, piyasadan iyi haber geldikçe satın alma ve kötü haber karşısında ise satma eğilimleri bulunmaktadır (Epstein & Schneider, 2005).

Belirsizlik altında karar alma sürecinde, Raiffa'ya göre kararın "iyi" olarak adlandırılması, mantıksallığın yanısıra kişinin kendi değer ve yönelimleri ile de ilişkilendirilmelidir. Raiffa'ya göre "Karar Bilimi" olarak adlandırılan süreçte, oyun teorisi, pazarlık teorisi, çelişki yönetimi, toplumsal riskler göz önüne alınmalıdır (Raiffa, 2002). Kahnemann ve Rippe alınan kararlardaki yanlılık ve hataları sınıflamışlardır (Kahneman & Riepe, 1998). Örnek vermek gerekirse muhakeme ve yanlılık hataları kişilerin şans, sezgiler, iyimserlik ve aşırı güven ya da bir başka anlatımla, insanların bildikleri konuları çok değerli bulmaları ve buna kendilerini inandırma eğiliminde olmalarından kaynaklı yanlışları ve tepkileri anlatır. İyimserlik ile ilgili, kişilerde şöyle bir inanç mevcuttur. Gelecekteki olayların öngörülebilir olması ve olaylar iyi sonuçlanırsa kendilerinden kaynaklı görme, kötü sonuçlanırsa şanssızlıkla ilişkilendirme gibi bir eğilim vardır.

1.2. BEKLENTİ TEORİSİ

Kahneman ve Tversky beklenti teorisi üzerine yaptıkları araştırmalarında özetle yatırımcıların bir dayanak noktası olarak uğradıkları ilk kaybı aldıklarını ve bu dayanak noktası değiştikçe kişilerin yatırım tercihlerinde de sapmalar olduğu sonucunu vurgulamışlardır (Kahneman & Tversky, 1979). Beklenti teorisi, yatırımcıların irrasyonel davrandıkları ve kayıplar üzerinde, aynı miktardaki kazançlardan daha çok durdukları, dolayısıyla ağırlıklı olarak riskten ve kayıptan uzak kalma yönünde karar verdikleri üzerine kuruludur (Tekin, 2016). Bu teoride insan faktörü ile, bireylerin sahip olduğu inançlar ve yargılara yönelik çıkarımlar söz konusu olup, kişilerin risk ve belirsizlik koşullarında karar verme süreçlerindeki

sapma nedenleri araştırılır. Kahneman ve Tversky'nin öğrenciler üzerinde gerçekleştirdikleri deneyler sonucundaki bulgularına göre, kişiler kayıpları uzak tutma amaçlı olarak risk alabilir ama kazanç olasılığı söz konusu ise riskten uzak durma eğilimi gösterirler. Bir başka ifadeyle karar, psikolojik etkiler sonucunda kazanç ve kayıpların potansiyel değerine yönelik olarak verilmektedir.

Bireyler genellikle alacakları kararları çaba göstermeden ve kolaylıkla almanın yollarını arama eğilimi gösterirler. Beklenti teorisinin temel iki varsayımına göre kararlar hem duygusal hem de bilişsel önyargılar sonucunda rasyonellik olgusundan uzaklaşabilmektedir. Teori, kişilerin inanışlarının ve seçimlerinin, ne olması gerektiği konusuna önem vermeyip, mevcut durumda ne olduğu konusunu irdeleyerek, karar verme ile ilgili davranış ve eğilimleri ölçer (Döm, 2003).

1.3. YANLILIK VE HATALAR

Yanlılık ve hataların yönlendirmesi sonucu olarak insanların karar alma mekanizmaları, sosyolojik ve psikolojik faktörlerden doğrudan etkilenecek irrasyonel kararlar alınmasına neden olabilmektedir.

1.3.1. KENDİNİ YANILTMA

Literatürde David Hirshleifer tarafından gerçekleştirilen Yatırımcı Psikolojisi ve Varlık Fiyatlaması adlı çalışmada, Kendini Yanıltma (Self-Deception), Kestirme Çıkarım (Heuristics), Duygular ve Kendini Kontrol Etme (Emotions -Self Control), Sosyal Etkileşim (Social Interactions) olarak adlandırılan dört temel grupta yer alan kavramlar incelenmiştir (Hirshleifer D. , 2001). Çalışmada Kendini Yanıltma olarak adlandırılan süreç yedi farklı alt başlık altında incelenmiş olup bunlar sırasıyla, aşırı güven, aşırı iyimserlik, kendine atfetme, kendini doğrulama, öngörü yanılğısı, bilişsel çelişki ve son olarak da muhafazakarlık yanlılığı olarak adlandırılmaktadır. Aşağıda bu alt başlıklar kısaca tanımlanmıştır (Çitilci, 2012).

Aşırı güvenle ilgili olarak yatırımcıların yüksek güven duygusu taşıdıklarında tüm piyasa koşullarında pozitif getiri elde edebileceklerine olan inanışları anlaşılır. Davranışsal finans konusunda ağırlıklı olarak yer verilen ön yargı, kendine aşırı güven önyargısıdır. Bu önyargının finansal pazarların fonksiyonu ve yatırımcı davranışını temel alan ön kabulü, yatırımcıların kendi yetenek, bilgi ve tecrübelerine olan aşırı güvenleridir (Michailova, 2010). Aşırı iyimserlik ise herhangi bir durumun başarılı olma olasılığı ya da geleceğe yönelik beklenti ve güven şeklinde tanımlanmaktadır. Kendine atfetme, ise herhangi bir durumun kişinin öngördüğü şekilde olması halinde bunun sebebini kendine bağlaması, ancak sonuç tahmini dışında oluşursa buna neden olarak kendisi dışındaki faktörleri görme eğilimi olarak açıklanır. Kendini doğrulatmada insanların herhangi bir karar vermeden önce kendileri dışındaki kişilerden fikir alma, benzer düşüncelere sahip diğer insanlardan onaylayıcı görüş alma tercihleri söz konusudur. Öngörü yanlılığı ile kastedilen, kişilerin olayların yaşanması sonrasında ortaya çıkan sonuçları daha öncesinden biliyormuş gibi davranmaları eğilimidir. Bilişsel çelişkiye ana fikir ise kişilerin hem duygu, hem düşünce hem de davranışları ile ilgili dengede kalma çabası, eğer bu denge sağlanamıyorsa doğan çelişkinin verdiği rahatsızlıktır. Son olarak muhafazakarlık yanlılığı olarak adlandırılan süreçte insanlar ellerinde mevcut bulunan bilgiyi esas alıp, yeni bilgilere daha yavaş reaksiyon vermekte bu da yatırım kararlarında yetersizliğe yol açabilmektedir.

1.3.2. KESTİRME ÇIKARIM

Kişiler rasyonel kararlar alma hedefleri doğrultusunda hareket ederken çeşitli sınırlamalarla yüzleşmekte olduklarından çabuk karar verme gereksinimi içindedir. Karmaşık veri seti nedeniyle sapılan kısa yollar sonucunda hatalar yapılması oldukça muhtemeldir. Söz konusu kısa yolları; fark edilebilirlik, ulaşılabilirlik, sinyaller arası seçim, tahmin çabası, akılsal muhasebe ve temsil edicilik şeklinde gruplandırmak mümkündür (Aytekin & Aygün, 2016).

Fark edilebilirlik ile kastedilen kişilerin kararlarında daima ellerinde mevcut olan veriyi referans almayı tercih edip, yeni bilgiye tepki duyması olarak özetlenebilir(Frydman &Baolian, 2019 (forthcoming)). Ulaşılabilirlik kestirme çıkarımının temel mantığı kararın alınması için gerekli verinin algıda seçicilik ilkesine dayalı olarak oluşturulmasına dayanmaktadır. Sinyaller arası seçim ile tanımlanmak istenen ise kişilerin kararlarında en kolay akılda kalan veri sinyalinin etkinliğidir (Hirshleifer & Siew, 2003a).Tahmin çıpasındaysa ana fikir, yatırımcılar tahmin yaparken ilgili konuda kendince referans pozisyonu alarak buna göre tahminlerini yapmalarıdır (Kaustia, Alho, & Puttonen, 2008). Akılsal muhasebede kazanç ve kayıplarla ilgili veriler ayrı ayrı kategorize edilir (Ritter, 2003). Temsil edicilik ise, karar alınması sırasında kişilerin ufak grupları kendilerine referans alıp, bunların daha büyük gruplar için örnek teşkil edeceği esasına dayanır (Gongmeng, Kenneth, Nofsinger, & Rui, 2007).

1.3.3. DUYGULAR VE KENDİNİ KONTROL ETME

Duygular ve kendini kontrol etme kavramı duygu ve davranıştan doğmuş olup daima birbirleriyle ilişki içindedir. Duygular devreye girdiğinde karar alma mekanizmalarında zaman zaman rasyonellikten uzaklaşmaya neden olabilirler. Hirshleifer'in sınıflandırmasına göre duygular üç ana başlık altında incelenmektedir. Bunlar ruh hali, zaman tercihi ve kendini denetleme, belirsizlikten kaçma olarak gruplanmaktadır. Ruh hali, kişilerin hareketlerine ve davranışlarına, sonuçta da aldıkları kararlara doğrudan etki etmektedir. Zaman tercihi ve kendini denetleme kişinin, seçim yaparken bir başka ifadeyle karar alırken uzun vadedeki olayların değerini bugüne çekerek karar vermesidir. Son olarak, kişilerin belirsizlikten uzak durma içgüdüleri bulunmaktadır ki, bu zaman zaman rasyonel olamayan seçimler yapmalarına neden olabilmektedir (Loewenstein, 2000).

1.3.4. SOSYAL ETKİLEŞİM

Sosyal etkileşim, kişilerin birbirlerinden etkilenmesi ve kararlarını bu etkileşime göre değiştirmesidir. Bir başka ifadeyle insanlar grup dinamiğine göre hareket ederler ve çoğunluktan ayrılma göstermekten kaçınırlar. Bu durum literatürde sosyal etki kuramıyla açıklanmaktadır. Yapılan araştırmalarda sosyal etkileşim kavramı sosyal bulaşma ve sürü psikolojisi olarak iki alt başlık altında incelenmektedir. Sosyal bulaşma etkisi kişilerin üyesi oldukları grupların kararları doğru olmasa bile bu karara uyum gösterme eğilimi ile açıklanır. Kişiler deyim yerindeyse “çıkıntı olmamayı” tercih eder ve karardan sapma eğilimi göstermezler (Asch, 1951). Sosyal bulaşma etkisinin anket yoluyla araştırıldığı başka bir çalışmada ise kişilerin %50’den fazlasının iş arkadaşlarının davranışlarından etkilendiği ve finansal pazarlara ilişkin tutumların yatırımcıların birbiriyle etkileşimi sonucu değiştiği ispatlanmıştır (Shiller & Pound, 1989).

Sürü psikolojisi sosyal etkileşimin bir diğer alt başlığı olup içgüdüsel davranışları içermektedir. Grup dinamiği kapsamında sosyallikten kaynaklanan insan davranışları finansal piyasalara uyarlandığında sürü davranışı piyasa momentumu ile ifade edilebilir. Örneğin bir hisse senedi için piyasaya gelen bir haberden dolayı talep artarsa bu durum ivedilikle hisse senedinin fiyatına yansır, bunun doğal sonucu olarak yatırım yapanlar momentumu kaçırmamaya çalışarak sürü davranışı içinde alım veya satım davranışında bulunurlar. Yapılan akademik çalışmalarda bu sürü psikolojisi değişkeni, davranışçı finans kapsamı içinde anketler yapılarak, çeşitli analiz yöntemleriyle sınanmıştır. Bu çalışmalardan biri, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda faaliyet gösteren yatırımcıların sürü davranışları haftalık veri seti kullanarak incelendiğinde kurumsal yatırımcılar arasında belirli hisse senetlerinde pozitif tepki stratejisi ve sürü psikolojisinin etkili olduğu tespit edilmiştir (Okur, 2008).

1.3.5. BİLİŞSEL ÇELİŞKİ

Yatırımcılar, rasyonel kararları ve düşünceleri ile aynı olmayan bilgileri görmezden gelirler, en aza indirgerler veya kabul etmezler. Bu durum bilişsel çelişkidir. Yatırımcılar doğrunun dışındaki bir şeye inandıklarında, kendi düşüncelerine yönelik tercih yaparlar (Küçük, 2014).

2. UYGULAMA

Araştırmanın bu bölümünde; veri toplama yöntemi, ölçümler, veri analizleri hakkında bilgiler, uygulanan anket analizleri paylaşılmaktadır. Analizleri yapmak için SPSS 22 paket programı kullanılmıştır.

2.1. VERİ TOPLAMA YÖNTEMİ

Araştırmanın bu bölümü veri toplamak için kullanılan yöntem ve araçları içermektedir. Çalışmanın odağı, son 5 yıl içinde hisse senedi, döviz, banka mevduatı gibi bir yatırım aracı ile yatırım yapmış deneyimli katılımcılardır. Dolayısıyla anketin ilk sorusu, katılımcıların belirtilen yatırım araçları yoluyla yatırım deneyimi yaşayıp yaşamadıklarıdır. "Hayır" cevabını verenler anketin "Teşekkür" sayfasına yönlendirilerek anket araştırması bu kullanıcılara yapılmadan sonlandırılmıştır. Ankete 128 kişi katılmıştır. Ankete katılan 13 kişinin herhangi bir yatırım deneyimi sahibi olmaması nedeniyle, 115 katılımcının cevapları araştırmaya dahil edilmiştir. Araştırma soruları ağırlıklı olarak Türkiye'de yaşayan kişilere yöneltilmiştir.

Çalışmamız çevrimiçi anket yapılarak gerçekleştirilmiştir. Araştırmalara göre, çevrimiçi anketler daha düşük maliyete, daha hızlı yanıt almaya ve daha geniş bir coğrafi erişime imkan verme açısından büyük avantajlara sahiptir (Ilieva, Baron, & Healey, 2002); (Green, Richard, & Neal, 2003). Çevrimiçi anketler mobil iletişim araçları ve elektronik posta yoluyla kullanıcılara gönderilmiştir. Genel olarak, araştırmalarda yapılan çevrimiçi anket sonuçlarına yanıt oranı %1 ila %3 arasında

değişmektedir (Aldás-Manzano, Carla, & Silvia, 2009); (Ha & Stoel, 2004); (Lee, 2009). Anket “googledrive” aracılığı ile hazırlanmıştır. Bu anket biçimi, tüketiciye dayalı araştırma yapan, izleme sonuçlarını temel istatistiksel analizlerde kullanan, dünyanın önde gelen bulut tabanlı anket platformudur.

2.2. ÖLÇÜMLER

Ankette, araştırmanın amaçlarına her boyutta ulaşılabilmesi için basit bir “evet / hayır” sorusu yerine, fikir derecelerini ortaya çıkarmayı sağlayan 5’li Likert ölçeği kullanılmıştır, bu bağlamda yapıları ölçmek için 5’li Likert ölçeğinden faydalanılmıştır (Collis & Hussey, 2013). Bunlar: 1-Kesinlikle Katılmıyorum, 2-Katılmıyorum, 3- Ne Katılıyorum / Ne Katılmıyorum, 4-Katılıyorum 5- Kesinlikle Katılıyorum seçenekleridir.

Anket formu iki bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde katılımcıların demografik özelliklerini araştıran sorulara yer verilmiştir. Katılımcıların demografik özellikleri olarak cinsiyet, yaş, eğitim ve gelir düzeyi, medeni hali belirlenmeye çalışılmıştır.

İkinci bölümde katılımcılara aşırı güven faktörü için iki soru, bilişsel çelişki için bir soru, akılsal muhasebe için dört soru, taklit ve sürü davranışları için iki soru, belirsizlikten kaçınma düzeylerini ölçmek için de iki soru yöneltilmiştir.

Değişken ölçeklerini oluşturmak için (Svenson, 1981); (Hirshleifer D. , 2001); (Hirshleifer & Shumway, 2003); (Hirshleifer & Siew, 2003b) adlı önde gelen davranışsal finans teorisyenlerinin araştırmalarından yararlanılmıştır. Ölçekler için insan davranışını sınırlayan ve yönlendiren faktörler hakkındaki araştırmalar dikkatlice incelenmiş; ortak hatalar (veya önyargılar) belirlenmiş ve bireysel yatırımcıların hatalarını bulabilecek biçimde anket hazırlanmıştır.

2.3. VERİLERİN FREKANS DAĞILIMLARININ ANALİZİ

Frekans dağılımları iki bölümde incelenmiştir. İlk bölümde katılımcıların demografik verilerine ilişkin, ikinci bölümde ise katılımcılardan beş ana boyutta cevapları alınan soruların frekansları, yüzdeleri, soruların hem tekli hem de kümülatif ortalama değerlerine değinilmiş ve yorumları yapılmıştır.

2.3.1. DEMOGRAFİK VERİLER

Araştırmaya katılanların, demografik özellikleri ile ilgili bilgiler Tablo 1’de verilmiştir. Çalışmada, anketi cevaplayan katılımcıların cinsiyeti, yaşı, eğitim durumu, gelir düzeyi ve medeni durumları incelenmiş ve özetlenmiştir.

Tablo 1. Katılımcıların Demografik Verilerinin Frekans Analizi

<i>Cinsiyet</i>	<i>Frekans</i>	<i>Yüzde (%)</i>	<i>Kümülatif Yüzde (%)</i>
kadın	47	40,9	40,9
erkek	68	59,1	100
Toplam	115	100	
<i>yaş</i>	<i>Frekans</i>	<i>Yüzde (%)</i>	<i>Kümülatif Yüzde (%)</i>
21-30 yaş	17	14,8	14,8
31-40 yaş	31	27	41,7
41 yaş ve üstü	67	58,3	100
Toplam	115	100	
<i>eğitim durumu</i>	<i>Frekans</i>	<i>Yüzde (%)</i>	<i>Kümülatif Yüzde (%)</i>
lise	7	6,1	6,1
lisans	51	44,3	50,4
lisans üstü	57	49,6	100
Toplam	115	100	
<i>gelir düzeyi</i>	<i>Frekans</i>	<i>Yüzde (%)</i>	<i>Kümülatif Yüzde (%)</i>
2.000 TL'den az	4	3,5	3,5
2.001-3.000 TL arası	6	5,2	8,7
3.001-4.000 TL arası	13	11,3	20
4.001-5.000 TL arası	20	17,4	37,4
5.001 TL ve üstü	72	62,6	100
Toplam	115	100	
<i>medeni durum</i>	<i>Frekans</i>	<i>Yüzde (%)</i>	<i>Kümülatif Yüzde (%)</i>
evli	61	53	53
bekar	54	47	100
Toplam	115	100	

Araştırmaya katılanların %59,1 ile 68 kişisi erkek, %40,9 ile 47 kişisi kadındır. Yine Tablo 1'den görüleceği gibi katılımcıların %58,3 en fazla frekansla, 67 kişinin 41 yaş ve üstü yaşında olduğu, onu %27 ile 31 kişinin 31-40 yaş aralığı ve %14,8 ile 17 kişinin 21-30 yaş aralığının oluşturduğu belirlenmiştir.

Eğitim durumlarına göre dağılımda lisans ve lisansüstü kişi sayısının yakınlığı göze çarpmakla birlikte, %49,6 ile 57 kişinin lisan üstü, %44,3 ile 51 kişinin lisans ve %6,1 ile 7 kişinin lise mezunu olduğu tespit edilmiştir.

Gelir düzeyleri incelendiğinde en fazla dağılımın 5.001 TL ve üstü değeri ile frekansının 72 kişi ve %62,6'lık dilimi kapsadığı görülmektedir. Onu, %17,4 ile 20 kişinin 4.001-5.000 TL gelir düzeyine, %11,3 ile 13 kişinin 3.001-4.000 TL gelir düzeyine, %5,2 ile 6 kişinin 2.001-3.000 TL gelir düzeyine ve %3,5 ile 4 kişinin 2.000 TL'den az bir gelir düzeyine sahip olduğu belirlenmiştir. Katılımcıların %53 ile 61 kişisi evli, %47 ile 54 kişisi bekadır.

2.4. GÜVENİLİRLİK ANALİZİ

Güvenilirlik analizi yapılırken Alpha modeli kullanılmıştır. Cronbach's Alpha değeri 0,70 ve üstü olduğu durumlarda ölçek güvenilir kabul edilir. Ancak, soru sayısı az olduğunda bu sınır 0,60 ve üstü olarak kabul edilebilir (Sipahi, Yurtkoru, & Çinko, 2010). Ölçekte bulunan 11 soru güvenilirlik analizine tabi tutulduğunda Cronbach's Alpha değerinin 0,630 olduğu tespit edilmiş olup, ölçeğin güvenilir olduğuna karar verilmiştir.

Tablo 2. Ölçek Güvenilirlik Analizi Cronbach's Alpha Değeri

Cronbach's Alpha	Soru Sayısı
,630	11

2.5. NORMALLİK TESTİ (KOLMOGOROV-SMİRNOV VE SHAPIRO-WİLK)

Normallik testi, analizi yapılacak değişkenlere uygulanacak testin tipini belirlediğinden dolayı önem taşımaktadır. Genel olarak, sosyal bilimlerde iki test yapılmakta olup, bunlar Kolmogorov-Smirnov ve Shapiro-Wilk testleridir. Test sonuçlarına göre anlamlılık değerlerinin 0,05'den büyük olması halinde verinin normal dağıldığına karar verilir. Ayrıca Çarpıklık ve basıklık (skewness, kurtosis) katsayıları kendi standart hatalarına bölüldüğünde sonuç -2 ile 2 aralığında ise verinin normal dağıldığı söylenebilir. Çarpıklık ve basıklık değerleri -2 ve 2 aralığında yer almamaktadır.

Tablo 3'deki Kolmogorov-Smirnov ve Shapiro-Wilk test sonuçlarına göre soruların hepsinde anlamlılık değerleri 0,05'den küçük (Küçük, 2014) olduğundan verinin normal dağılımlı olmadığına karar verilmiş olup, bir sonraki aşamada parametrik olmayan testlerden ki-kare (χ^2) bağımsızlık testi ile devam edilmiştir. çarpıklık ve basıklık değerleri -2 ve 2 aralığında yer almamaktadır.

Tablo 3. Normallik Testi Sonuçları

	Kolmogorov-Smirnov			Shapiro-Wilk		
	İstatistik	df	Anlamlılık	İstatistik	df	Anlamlılık
Aşırı Güven 1	,225	115	,000	,896	115	,000
Aşırı Güven 2	,194	115	,000	,896	115	,000
Bilişsel Çelişki	,301	115	,000	,856	115	,000
Akılsal Muhasebe 1	,255	115	,000	,872	115	,000
Akılsal Muhasebe 2	,295	115	,000	,860	115	,000
Akılsal Muhasebe 3	,243	115	,000	,825	115	,000
Akılsal Muhasebe 4	,307	115	,000	,835	115	,000
Belirsizlikten Kaçma 1	,229	115	,000	,882	115	,000
Belirsizlikten Kaçma 2	,246	115	,000	,877	115	,000
Taklit ve Sürü Dav. 1	,248	115	,000	,837	115	,000
Taklit ve Sürü Dav. 2	,230	115	,000	,838	115	,000

2.6. Kİ-KARE (X^2) BAĞIMSIZLIK TESTİ

Bu bölümde SPSS programı ile ölçülen ki-kare bağımsızlık testi ve sonuçlarına yer verilmiştir. Araştırmanın tüm değişkenlerinin cinsiyet, yaş, eğitim düzeyi, gelir düzeyi ve medeni durumu arasında ilişki olup olmadığı çapraz tablolar ile ölçülmüştür. Bu testler, değişkenlerin normal dağılmadığı varsayımı altında yapılırlar. Bu aşamada önce araştırmada ölçülen tüm değişkenler ile tüm demografik gruplar arasındaki ilişkilere bakılmıştır, ardından bu ilişkilerin istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığı değerlendirilmiştir ve son olarak elde edilen değerlerden anlamlı olan sonuçlar çalışmaya eklenmiştir.

Araştırmanın hipotezleri şu şekildedir:

H0a: Aşırı Güven ile cinsiyet arasında ilişki yoktur.

H1a: Aşırı Güven ile cinsiyet arasında ilişki vardır.

H0b: Aşırı Güven ile yaş arasında ilişki yoktur.

H1b: Aşırı Güven ile yaş arasında ilişki vardır.

H0c: Aşırı Güven ile eğitim düzeyi arasında ilişki yoktur.

H1c: Aşırı Güven ile eğitim düzeyi arasında ilişki vardır.

H0d: Aşırı Güven ile gelir düzeyi arasında ilişki yoktur.

H1d: Aşırı Güven ile gelir düzeyi arasında ilişki vardır.

H0d: Aşırı Güven ile medeni durum arasında ilişki yoktur.

H1d: Aşırı Güven ile medeni durum arasında ilişki vardır.

H0e: Bilişsel Çelişki ile cinsiyet arasında ilişki yoktur.

H1e: Bilişsel Çelişki ile cinsiyet arasında ilişki vardır.

H0f: Bilişsel Çelişki ile yaş arasında ilişki yoktur.

H1f: Bilişsel Çelişki ile yaş arasında ilişki vardır.

H0g: Bilişsel Çelişki ile eğitim düzeyi arasında ilişki yoktur.

H1g: Bilişsel Çelişki ile eğitim düzeyi arasında ilişki vardır.

H0g: Bilişsel Çelişki ile gelir düzeyi arasında ilişki yoktur.

H1g: Bilişsel Çelişki ile gelir düzeyi arasında ilişki vardır.

H0g: Bilişsel Çelişki ile medeni durum arasında ilişki yoktur.

H1g: Bilişsel Çelişki ile medeni durum arasında ilişki vardır.

H0h: Taklit ve Sürü Davranışları ile cinsiyet arasında ilişki yoktur.

H1h: Taklit ve Sürü Davranışları ile cinsiyet arasında ilişki vardır.

H0i: Taklit ve Sürü Davranışları ile yaş arasında ilişki yoktur.

H1i: Taklit ve Sürü Davranışları ile yaş arasında ilişki vardır.

H0j: Taklit ve Sürü Davranışları ile eğitim düzeyi arasında ilişki yoktur.

H1j: Taklit ve Sürü Davranışları ile eğitim düzeyi arasında ilişki vardır.

H0k: Taklit ve Sürü Davranışları ile gelir düzeyi arasında ilişki yoktur.

H1k: Taklit ve Sürü Davranışları ile gelir düzeyi arasında ilişki vardır.

H0m: Taklit ve Sürü Davranışları ile medeni durum arasında ilişki yoktur.

H1m: Taklit ve Sürü Davranışları ile medeni durum arasında ilişki vardır.

H0n: Akılsal Muhasebe ile cinsiyet arasında ilişki yoktur.

H1n: Akılsal Muhasebe ile cinsiyet arasında ilişki vardır.

H0p: Akılsal Muhasebe ile yaş arasında ilişki yoktur.

H1p: Akılsal Muhasebe ile yaş arasında ilişki vardır.

H0r: Akılsal Muhasebe ile eğitim düzeyi arasında ilişki yoktur.

H1r: Akılsal Muhasebe ile eğitim düzeyi arasında ilişki vardır.

H0s: Akılsal Muhasebe ile gelir düzeyi arasında ilişki yoktur.

H1s: Akılsal Muhasebe ile gelir düzeyi arasında ilişki vardır.

H0t: Akılsal Muhasebe ile medeni durum arasında ilişki yoktur.

H1t: Akılsal Muhasebe ile medeni durum arasında ilişki vardır.

H0u: Belirsizlikten Kaçınma ile cinsiyet arasında ilişki yoktur.

H1u: Belirsizlikten Kaçınma ile cinsiyet arasında ilişki vardır.

H0v: Belirsizlikten Kaçınma ile yaş arasında ilişki yoktur.

H1v: Belirsizlikten Kaçınma ile yaş arasında ilişki vardır.

H0y: Belirsizlikten Kaçınma ile eğitim düzeyi arasında ilişki yoktur.

H1y: Belirsizlikten Kaçınma ile eğitim düzeyi arasında ilişki vardır.

H0z: Belirsizlikten Kaçınma ile gelir düzeyi arasında ilişki yoktur.

H1z: Belirsizlikten Kaçınma ile gelir düzeyi arasında ilişki vardır.

H0x: Belirsizlikten Kaçınma ile medeni durum arasında ilişki yoktur.

H1x: Belirsizlikten Kaçınma ile medeni durum arasında ilişki vardır.

Analiz sonuçlarında demografik gruplar ile arasında anlamlı ilişki bulunmayan değişkenler şunlardır: Aşırı güven, bilişsel çelişki ve taklit ve sürü davranışları değişkenleri ile tüm demografik gruplar arası anlamlı ilişki bulunmazken; akılsal muhasebe değişkeni ile eğitim düzeyi, gelir düzeyi ve medeni durum demografik grupları arasında; belirsizlikten kaçınma değişkeni ile de cinsiyet, eğitim durumu ve medeni durum demografik grupları arasında anlamlı ilişki görülmediği için bu sonuçlar araştırmaya eklenmemiştir. Tüm değişkenler ile demografik gruplar arasında anlamlı ilişki bulunan sonuçlar ise Tablo 4’de gösterilmiştir.

Tablo 4. Değişkenler ile Demografik Gruplar Arası Ki-kare Farklılık Tablosu

Farklılıklar	Pearson ki-kare	df	Anlamlılık
Akılsal Muhasebe ile Yaş Grubu	29.734 ^a	16	.019
Akılsal Muhasebe ile Cinsiyet Grubu	18.491 ^a	8	.018
Belirsizlikten Kaçınma ile Yaş Grubu	29.442 ^a	14	.009
Belirsizlikten Kaçınma ile Gelir Düzeyi	41.658 ^a	28	.047

Tablo 4’ten akılsal muhasebe değişkeni ile yaş grupları ve cinsiyet arasında; belirsizlikten kaçınma değişkeni ile de yaş grupları ve gelir düzeyleri arasında ilişki olduğu görülmektedir.

Hipotezlerden, H1p, H1n, H1v ve H1z kabul edilmiş olup, diğer tüm hipotezler için ilişkinin bulunmadığını ifade eden hipotezler kabul edilmiştir.

Kadın yatırımcılar erkek yatırımcılardan, genç yatırımcılar ise yaşlı yatırımcılardan akılsal muhasebe açısından farklı düşünmektedir. Genç yatırımcılar yaşlı yatırımcılardan, geliri yüksek yatırımcılar geliri düşük yatırımcılardan

belirsizlikten kaçınma açısından farklı düşünmektedir.

2.7. FREKANS ANALİZİ

Tablo 5 ve Tablo 6’da, yatırım kararlarındaki “Aşırı Güven” ile ilgili yargılar ve katılımcıların bu yargılara verdikleri cevapların frekans ve yüzde dağılımları gösterilmiştir. Ayrıca her değişkene ait ortalama değer ve o boyutta değerlendirilen tüm değişkenlerin ortalama değeri de hesaplanmıştır.

Yargı 1: Düşüşlerde dahi kazandıran hisse senetlerini bulurum (Ortalama: 2,47).

Tablo 5. “Aşırı Güven” boyutu 1. Değişken

Aşırı güven 1	Frekans	Yüzde (%)	Kümülatif Yüzde (%)
Kesinlikle katılmıyorum	22	19,1	19,1
Katılmıyorum	42	36,5	55,7
Ne katılıyorum/ Ne katılmıyorum	31	27	82,6
Katılıyorum	15	13	95,7
Kesinlikle katılıyorum	5	4,3	100
Toplam	115	100	

Yargı 2: Hisse senedi seçiminde yeteneklerim, ortalama yatırımcının üzerindedir(Ortalama: 2,95).

Aşırı Güven ile ilgili değişkenlerin toplamdaki ortalama değeri ise 2,71 olarak tespit edilmiştir. Yatırımcıların aşırı güven yanılığını ölçmek için, 1. yargı dolaylı bir açıklama iken, yatırımcıların hisse senedini alma kabiliyeti doğrudan yargı 2’de verilmiştir.

Tablo 6. “Aşırı Güven” faktörü 2. Değişken

Aşırı güven 2	Frekans	Yüzde (%)	Kümülatif Yüzde (%)
Kesinlikle katılmıyorum	5	4,3	4,3
Katılmıyorum	36	31,3	35,7
Ne katılıyorum/ Ne katılmıyorum	39	33,9	69,6
Katılıyorum	30	26,1	95,7
Kesinlikle katılıyorum	5	4,3	100
Toplam	115	100	

Sonuç olarak, 1. yargıdaki doğrudan sorgulama ile, % 17,3'ü hisse senedi seçme kabiliyetine sahip olduklarını belirtirken, 2. yargıdaki doğrudan yöneltilen soruyla güven faktörü %30,4'e çıkmıştır. Yüzdelerde görüldüğü gibi, katılımcılar 2. yargıya verdikleri cevaplardan daha emin görünmektedirler.

Tablo 7'de, yatırım kararlarındaki "Bilişsel Çelişki" ile ilgili bir yargı ve katılımcıların bu yargıya verdikleri cevapların frekans, yüzde dağılımları ve ortalama değeri gösterilmiştir.

Yargı 3: Kriz zamanları çok öngörülemediği için bu zamanlarda zarar eden yatırımlar yapmak, kişinin beceriksiz olduğu anlamına gelmez (Ortalama: 3,63).

Tablo 7."Bilişsel Çelişki" faktörü sorusu

Bilişsel çelişki	<i>Frekans</i>	<i>Yüzde (%)</i>	<i>Kümülatif Yüzde (%)</i>
Kesinlikle katılmıyorum	1	0,9	0,9
Katılmıyorum	16	13,9	14,8
Ne katılıyorum/ Ne katılmıyorum	24	20,9	35,7
Katılıyorum	58	50,4	86,1
Kesinlikle katılıyorum	16	13,9	100
Toplam	115	100	

Tablo 7'de ortalama değere bakıldığında 3,63 ile katılımcıların çelişkilerini gidermek adına bilişsel bir yol izledikleri görülmektedir. Kriz dönemlerinde yaşanan yatırım zararlarının atfı kendi rasyonel davranışlarına değil, kriz zamanlarının öngörülememesi üzerinedir ve böylelikle bilişsel çelişki azaltılmış olmaktadır. Bu şekilde düşünenlerin oranı %64,3'tür.

Tablo 8, 9, 10 ve 11'de yatırım kararlarındaki "Akılsal Muhasebe" ile ilgili yargılar ve katılımcıların bu yargılara verdikleri cevapların frekans, yüzde dağılımları, ortalama değerleri ve değişkenlerin toplamdaki ortalama değeri gösterilmiştir.

Yargı 4: Hisse senedinin fiyatı alınan fiyatın altına düşerse, satmak için alınan

fiyata dönmesi beklenmelidir (Ortalama: 2,64).

Tablo 8. “Akılsal Muhasebe” faktörü 1. değişken

Akılsal muhasebe 1	Frekans	Yüzde (%)	Kümülatif Yüzde (%)
Kesinlikle katılmıyorum	12	10,4	10,4
Katılmıyorum	47	40,9	51,3
Ne katılıyorum/ Ne katılmıyorum	27	23,5	74,8
Katılıyorum	28	24,3	99,1
Kesinlikle katılıyorum	1	0,9	100
Toplam	115	100	

Yargı 5: Yatırımlarımızı, düşündüğümüz enstrümanlara eşit olarak dağıtıp çeşitlendirme yapmamız gerekir (Ortalama: 3,69).

Tablo 9. “Akılsal Muhasebe” faktörü 2. değişken

Akılsal muhasebe 2	Frekans	Yüzde (%)	Kümülatif Yüzde (%)
Katılmıyorum	19	16,5	16,5
Ne katılıyorum/ Ne katılmıyorum	18	15,7	32,2
Katılıyorum	58	50,4	82,6
Kesinlikle katılıyorum	20	17,4	100
Toplam	115	100	

Yargı 6: Yatırımlarımdaki kayıplar sonucu oluşan üzüntü beni, kazançlar sonucu oluşan sevinçten daha çok etkiler (Ortalama: 3,51).

Tablo 10. “Akılsal Muhasebe” faktörü 3. değişken

Akılsal muhasebe 3	Frekans	Yüzde (%)	Kümülatif Yüzde (%)
Kesinlikle katılmıyorum	2	1,7	1,7
Katılmıyorum	16	13,9	15,7
Ne katılıyorum/ Ne katılmıyorum	29	25,2	40,9
Katılıyorum	57	49,6	90,4
Kesinlikle katılıyorum	11	9,6	100
Toplam	115	100	

Yargı 7: Daha az riskli olduğu için tahvil ve bonodaki kayıp, aynı orandaki hisse senedindeki kayba göre insanı daha çok üzer (Ortalama: 2,98).

Tablo 11. “Akılsal Muhasebe” faktörü 4. değişken

Akılsal muhasebe 4	<i>Frekans</i>	<i>Yüzde (%)</i>	<i>Kümülatif Yüzde (%)</i>
Katılmıyorum	44	38,3	38,3
Ne katılıyorum/ Ne katılmıyorum	33	28,7	67
Katılıyorum	34	29,6	96,5
Kesinlikle katılıyorum	4	3,5	100
Toplam	115	100	

Akılsal Muhasebe ile ilgili yargıların toplamdaki ortalama değeri ise 3,20 olarak tespit edilmiştir. Yatırımcıların, akılsal muhasebe ile ilgili tüm yargılara verdikleri cevapların yüzdelerine bakıldığında, bir mantık çerçevesi içerisinde olduklarını ve daha sonra bu boyut ile ilişkilendirilebilecek bir boyut olan belirsizlikten kaçındıklarını ifade etmek istemişlerdir.

Tablo 12 ve 13’de yatırım kararlarındaki “Belirsizlikten Kaçınma” ile ilgili yargılar ve katılımcıların bu yargılara verdikleri cevapların frekans, yüzde dağılımları, ortalama değerleri ve soruların toplamdaki ortalama değeri gösterilmiştir.

Yargı 8: Bazı bankalar ve finans kuruluşları bataabilir, bankalara para yatırmak dahi tehlikelidir (Ortalama: 2,99).

Tablo 12. “Belirsizlikten Kaçınma” faktörü 1. değişken

Belirsizlikten kaçınma 1	<i>Frekans</i>	<i>Yüzde (%)</i>	<i>Kümülatif Yüzde (%)</i>
Kesinlikle katılmıyorum	5	4,3	4,3
Katılmıyorum	43	37,4	41,7
Ne katılıyorum/ Ne katılmıyorum	29	25,2	67
Katılıyorum	24	20,9	87,8
Kesinlikle katılıyorum	14	12,2	100
Toplam	115	100	

Yargı 9: Uzun vadeye bakıldığında bono ve tahvil, borsa ortalamasından daha çok kazandırır (Ortalama: 2,89).

Tablo 13. “Belirsizlikten Kaçınma” faktörü 2. değişken

Belirsizlikten kaçınma 2	<i>Frekans</i>	<i>Yüzde (%)</i>	<i>Kümülatif Yüzde (%)</i>
Kesinlikle katılmıyorum	6	5,2	5,2
Katılmıyorum	45	39,1	44,3
Ne katılıyorum/ Ne katılmıyorum	26	22,6	67
Katılıyorum	32	27,8	94,8
Kesinlikle katılıyorum	6	5,2	100
Toplam	115	100	

Belirsizlikten Kaçınma ile ilgili yargıların toplamdaki ortalama değeri ise 2,94 olarak tespit edilmiştir.

İnsanlar genel olarak belirsizliklerden hoşlanmazlar ve özellikle bilgi eksikliği olduğunda belirsizlikten hoşlanmazlar. Dahası, belirsizliği bir risk olarak algırlarlar.

Tablo 12’de görüleceği gibi katılımcıların %41,7’si bankalara güvenmekte ama bir o kadar da ona yakın bir oran olan %33,1’i yatırım kurumlarının, yatırımları için bir belirsizlik olduğunu ifade etmekte ve %25,2’si kararsız olduğunu belirtmektedir.

Tablo 14 ve 15’de yatırım kararlarındaki “Taklit ve Sürü Davranışları” ile ilgili yargılar ve katılımcıların bu yargılara verdikleri cevapların frekans, yüzde dağılımları, ortalama değerleri ve soruların toplamdaki ortalama değeri gösterilmiştir.

Yargı 10: Başarılı olmuş yatırımcıların, yatırım taktiklerini taklit etmek en başarılı yatırım taktiğidir (Ortalama: 3,00).

Tablo 14. “Taklit ve Sürü Davranışları” faktörü 1.değişken

Taklit ve sürü davranışları 1	<i>Frekans</i>	<i>Yüzde (%)</i>	<i>Kümülatif Yüzde (%)</i>
Katılmıyorum	33	28,7	28,7
Ne katılıyorum/ Ne katılmıyorum	51	44,3	73
Katılıyorum	29	25,2	98,3
Kesinlikle katılıyorum	2	1,7	100
Toplam	115	100	

Yargı 11: Borsada yabancı/kurumsal yatırımcıları takip eden kazanır(Ortalama: 3,20).

Tablo 15. “Taklit ve Sürü Davranışları” faktörü 2.değişken

Taklit ve sürü davranışları 2	Frekans	Yüzde (%)	Kümülatif Yüzde (%)
Kesinlikle katılmıyorum	2	1,7	1,7
Katılmıyorum	21	18,3	20
Ne katılıyorum/ Ne katılmıyorum	45	39,1	59,1
Katılıyorum	46	40	99,1
Kesinlikle katılıyorum	1	0,9	100
Toplam	115	100	

Taklit ve Sürü davranışları ile ilgili yargıların toplamdaki ortalama değeri ise 3,10 olarak tespit edilmiştir. Sırasıyla tespit edilen 3 ve 3,20 ortalama değerleri bu yargılarla ilgili yorumu zorlaştırmakta olup, ikinci yargıdaki “kesinlikle katılıyorum” ve “katılıyorum” cevaplarının yüzde toplamı %40,9 ile katılımcıların, yabancı ve kurumsal yatırımcıların davranışlarını taklit ettiği izlenimi vermektedir.

SONUÇ

Bu çalışmanın ana amacı, bireysel yatırımcıların nasıl davrandığını ve finansal kararları nasıl aldığını keşfetmektir. Ayrıca, bu davranışların demografik özelliklerle olan ilişkilerini tespit etmek amaçlanmıştır. Davranışsal finans alanında çalışmalarıyla tanınan D.Heirshleifer, H.Siew, T.Shumway ve O.Svenson temel alınarak hazırlanan ölçekte, “aşırı güven”, “bilişsel çelişki”, “akılsal muhasebe”, “belirsizlikten kaçınma” ve “taklit ve sürü davranışları”ndan oluşan beş boyut ile yatırımcıların tutumları değerlendirilmiştir. Sonuçlara göre, katılımcılar doğrudan sorulan “aşırı güven” sorusuna, dolaylı yoldan sorulan soruya oranla kendilerine daha çok güvenmektedirler. Yatırımcıların “bilişsel çelişki” ile ilgili tutumları beklenen gibi tespit edilmiş, yaşanan çelişkiyi gidermeye çalışanların oranı %64,3’tür. Akılsal muhasebe ölçeğinden elde edilen sonuçlara göre, yatırımcılar, %59,2 oranında finansal kayıpların, sevinçlere göre kendilerini daha fazla etkilediğini, %67,8

yüzdeyle, yatırımların farklı enstrümanlara dağıtılması gerektiğini, %38,3 oranında katılımcı, yatırımın risk oranıyla yaşanan üzüntünün ilişkili olmadığını düşünmektedir. Yatırımcılar, %41,7 oranı ile banka ve finansal kurumlara güvenmekte olup, %33,1 oranıyla tehlikeli olduğunu düşünenlerin sayısının yadsınamayacak kadar fazla olduğu tespit edilmiştir. Taklit ve sürü davranışı ölçeğine verilen cevaplara göre, başarılı olmuş bir yatırımcıyı takip etmekte %44,3 oranında kararsız olan yatırımcılar, yabancı veya kurumsal yatırımcıları takip etme konusunda %40,9 oranında birleşmektedirler.

Ölçeğin güvenilirlik analizi için Alpha modeli kullanılmış olup, 0,630 Cronbach's Alpha değeri ile soru sayısı ile bağlantısı kurularak güvenilir olduğu sonucuna varılmıştır. Normal dağılım testi yapılmıştır. Bulunan sonuçlara göre verilerin normal dağılım göstermediği görülmüş ve bu anlamda ilişkiler, parametrik olmayan ki-kare bağımsızlık testi ile ölçülmüş ve yorumlamaları yapılmıştır. Yapılan ki-kare bağımsızlık testi sonuçları değerlendirildiğinde, akılsal muhasebe değişkeni ile yaş grupları ve cinsiyet arasında; belirsizlikten kaçınma değişkeni ile de yaş grupları ve gelir düzeyleri arasında anlamlı ilişki olduğu tespit edilirken, bu ilişkiler dışında kalan tüm kombinasyonlarda anlamlı ilişki tespit edilmemiştir.

Yalnız başına davranışsal finans, insanı sosyolojik ve psikolojik faktörlerle değerlendirmektedir. Araştırmamızda bulunan sonuçlar neticesinde önerimiz, yatırımcıların önce etkin piyasa değişkenlerini değerlendirmeleri, sonra davranışsal finans değişkenlerini de hesaba katarak yatırım yapmalarınıdır.

Sonuç olarak, bu irrasyonel karar problemlerinin üstesinden gelmek güçtür, çünkü bireyler bunları "hata" olarak görmemektedirler. Bulgular, sadece kısıtlı bir örnekleme dayalıdır ve daha yüksek örnekleme ve literatürde yer alan diğer yatırımcı davranışı boyutlarıyla detaylı olarak araştırılabilir.

KAYNAKÇA

Akyıldız, H. (2008). Tartışılan Boyutlarıyla Homo Economicus. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 13(2), s. 29-40.

Aldás-Manzano, J., Carla, R.-M., & Silvia, S.-B. (2009). Exploring individual personality factors as drivers of M-shopping acceptance. *Industrial Management & Data Systems*, 109(6), 739-757.

Asch, S. (1951). *Effects of Group Pressure upon the Modification and Distortion of Judgement*. Pittsburgh: Carnegie Press.

Aytekin, Y. E., & Aygün, M. (2016). Finansta Yeni Bir Alan:Davranışsal Finans. *Yüzyüncü Yıl Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*(2), s. 149-151.

Barberis, N., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). A Model of Investor Sentiment. *Journal of Financial Economics*, 49(3), s. 307-343.

Boyle, P., Uppal, R., & Wang, T. (2003). *Ambiguity Aversion and the Puzzle of Own-Company Stock in Pension Plans*.

Çitilci, A. T. (2012). Piyasa Profesyonellerinin Yatırım kararlarındaki Davranış Boyutu: Bir Araştırma. 37-52. Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Doktora Tezi.

Collis, J., & Hussey, R. (2013). *Business research: A practical guide for undergraduate and postgraduate students*. Macmillan International Higher Education.

Daniel, K., Hirshleifer, D., & Subrahmanyam, A. (1998). Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions. *Journal of Finance*, 53(6), s. 1-47.

Döm, S. (2003). *Yatırımcı Psikolojisi*. Değişim Yayınları.

Ellsberg, D. (1961). Risk, Ambiguity, and the Savage Axioms. *Quarterly Journal of Economics*, 75(4), s. 643-669.

Epstein, L., & Schneider, M. (2005). *Learning Under Ambiguity*. University of Rochester . Academic Research Working Paper.

Frydman, C., & Baolian, W. (2019 (forthcoming)). The Impact of Saliance on Investor Behavior:Evidence from a Natural Experiment. *Journal of Finance*, s. 1-84. <https://ssrn.com/abstract=3017406> adresinden alındı

Gongmeng, C., Kenneth, K., Nofsinger, J., & Rui, O. (2007). Trading Performance, Disposition Effect, Overconfidence, Representativeness Bias, and Experience of Emerging Market Investors. *Journal of Behavioral Decision Making*, 20, s. 425-451. doi:10.1002/bdm.561

Green, P. E., R. M., & Neal, a. W. (2003). The journal of marketing research: Its initiation, growth, and knowledge dissemination. *Journal of Marketing Research*, 40(1), 1-9.

Ha, Y., & Stoel, a. L. (2004). Internet apparel shopping behaviors: the influence of general innovativeness. *International Journal of Retail & Distribution Management*, 32(8), 377-385.

Hirshleifer, D. (2001). Investor Psychology and Asset Pricing. *Journal of Finance*, 56(4), s. 1533-1597.

Hirshleifer, D., & Shumway, T. (2003). Good Day Sunsh ine: Stock Returns and the Weather. *Journal of Finance*, 58(3), 1009-1032.

Hirshleifer, D., & Siew, H. (2003a). Limited Attention, Information Disclosure, and Financial Reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 36, s. 337-386.

Hirshleifer, D., & Siew, H. T. (2003b). Herd Behavior and Cascading in Capital Markets: A Review and Synthesis. *European Financial Management*, 9(1), 25-66.

Hong, H., & Stein, J. (1999). A Unified Theory of Underreaction, Momentum Trading and Overreaction in Asset Markets. *Journal of Finance*, LIV(6), s. 2143-2184.

Ilieva, J., Baron, S., & Healey, N. M. (2002). Online surveys in marketing research: Pros and cons. *International Journal of Market Research*, 44(3), 361-379.

Kahneman, D., & Riepe, M. (1998). Aspects of Investor Psychology: Beliefs, Preferences and Biases Investment Advisors Should Know About. *The Journal of Portfolio Management*, 24, s. 52-65.

Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk. *Econometrica*, 47(2), s. 263-291.

Kaustia, M., Alho, E., & Puttonen, V. (2008). How Much Does Expertise Reduce Behavioral Biases? The Case of Anchoring Effects in Stock Return Estimates. *Financial Management*, s. 391-411. doi:https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2008.00018.x

Küçük, A. (2014). Bireysel yatırımcıların finansal yatırım kararına yönlendiren faktörlerin davranışsal finans açısından ele alınması: Osmaniye Örneği. *Akademik Çalışmalar ve Araştırmalar Dergisi*, 6(11), 104-122.

Lee, M.-C. (2009). Factors influencing the adoption of internet banking: An integration of TAM and TPB with perceived risk and perceived benefit. *Electronic commerce research and applications*, 8(3), 130-141.

Loewenstein, G. (2000). Emotions in Economic Theory and Economic Behavior. *The American Economic Review*, 90(2), s. 426-432.

Michailova, J. (2010). *Development of the Overconfidence Measurement Instrument for the Economic Experiment*. MPRA Paper. <https://www.researchgate.net> adresinden alındı

Nofsinger, J. R. (2011). *The Psychology of Investing* (4. Baskı b.). New Jersey: Prentice Hall.

Okur, M. (2008). *The Investment Behaviour of Institutional Investors in Stock Exchange Markets: Evidence from Istanbul Stock Exchange*. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Raiffa, H. (2002). Decision Analysis: A Personal Account of How It Got Started and Evolved. *Operation Research*, 50(1), s. 179-185.

Ritter, J. R. (2003). Behavioral Finance. *Pasific-Basin Journal*, 11(4), s. 429-437. doi:[https://doi.org/10.1016/S0927-538X\(03\)00048-9](https://doi.org/10.1016/S0927-538X(03)00048-9)

Sefil, S., & Çilingiroğlu, H. (2011). Davranışsal Finansın Temelleri: Karar Vermenin Bilişsel ve Duygusal Eğilimleri. *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*(19), s. 247-268.

Sewell, M. (2000). *Behavioral Finance*. London: University College.

Shiller, R., & Pound, J. (1989). Survey Evidence on the Diffusion of Interest and Information Among Investors. *Journal of Economic and Organization*, s. 12.

Sipahi, B., Yurtkoru, E. S., & Çinko, M. (2010). *Sosyal Bilimlerde Spss İle Veri Analizi* (3. b.). İstanbul: Beta Basım A.Ş.

Svenson, O. (1981). Are we all less risky and more skillful than our fellow drivers. *Acta psychologica*, 47(2), 143-148.

Tekin, B. (2016). Beklenen Fayda ve Beklenti Teorileri Bağlamında Geleneksel Finans - Davranışsal Finans Ayırımı. *Journal of Accounting Finance and Auditing Studies*, 2(4), s. 75-107.

Tekin, B. (2018). Bilişsel Önyargı ve Hevristik Bağlamında Finansın İnsani Boyutu Olarak 'Davranışsal Finans': Bir Literatür İncelemesi ve Derleme Çalışması. *Uluslararası İnsan Çalışmaları Dergisi*, 1(2), s. 35-62.