

**T.C.
SAKARYA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**İMKB'DE İŞLEM YAPAN BİREYSEL
YATIRIMCILARIN DAVRANIŞSAL FİNANS
AÇISINDAN İNCELENMESİ**

**DOKTORA TEZİ
Seyda FAİKOĞLU**

**Enstitü Ana Bilim Dalı : İşletme
Enstitü Bilim Dalı : Muhasebe ve Finansman**

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Erhan BİRGİLİ

OCAK - 2012

T.C.
SAKARYA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İMKB'DE İŞLEM YAPAN BİREYSEL
YATIRIMCILARIN DAVRANIŞSAL FİNANS
AÇISINDAN İNCELENMESİ


DOKTORA TEZİ
Seyda FAİKOĞLU

Enstitü Ana Bilim Dalı : İşletme
Enstitü Bilim Dalı : Muhasebe ve Finansman


Bu tez 30/01/2012 tarihinde aşağıdaki jüri tarafından oybirliği/oyçokluğu ile kabul edilmiştir.


Prof. Dr. Hilmi Kıriloğlu

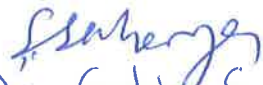
Jüri Başkanı
 Kabul
 Red
 Düzeltme


Prof. Dr. Erhan Birgili


Jüri Üyesi
 Kabul
 Red
 Düzeltme


Doç. Dr. Fuat Sekmen

Jüri Üyesi
 Kabul
 Red
 Düzeltme


Doç. Dr. Şakir Sakarya

Jüri Üyesi
 Kabul
 Red
 Düzeltme


Yrd. Doç. Dr. Mehmet Akif Öncü

Jüri Üyesi
 Kabul
 Red
 Düzeltme

BEYAN

Bu tezin bilimsel ahlak kurallarına uyulduğunu, başkalarının eserlerinden yararlanılması durumunda bilimsel kurallara uygun olarak atıfta bulunulduğunu, kullanılan verilerde herhangi bir tahrifat yapılmadığını, tezin herhangi bir kısmının bu üniversite veya diğer bir üniversitede tez çalışması olarak sunulmadığını beyan ederim.

Seyda FAİKOĞLU

30.01.2012

ÖNSÖZ

Bu çalışmanın yapılmasında, yoğun çalışma temposuna rağmen, bilgisi, tecrübesi ve dostça tavrı ile yardımlarını esirgemeyen danışman hocam Prof. Dr. Erhan BİRGİLİ'ye ayrıca Doç. Dr. Fuat Sekmen ve Yrd. Doç. Dr. Mehmet Saraç'a,

Öğrencilik hayatımın başından itibaren bilgileri, tecrübeleri ve önerileri ile katkıda bulunan bütün değerli hocalarıma ve arkadaşlarıma

Ayrıca, bugünlere ulaşmamda en büyük pay sahibi olan, haklarını ödeyemeyeceğim aileme, bu zorlu süreçte nazımı çeken eşime ve çocuklarıma, en içten teşekkürlerimi sunarım.

Seyda FAİKOĞLU

30.01.2012

İÇİNDEKİLER

KISALTMALAR	v
ŞEKİLLER LİSTESİ	vi
TABLolar LİSTESİ	vi
ÖZET	viii
SUMMARY	ix
GİRİŞ	1
BÖLÜM 1: MENKUL KIYMET BORSALARI, HİSSE SENEDİ	
YATIRIMCILARI ve HİSSE SENEDİ DEĞERLEMESİ	5
1.1. Menkul Kıymet Borsaları.....	5
1.1.1. Menkul Kıymet Borsalarının Temel Özellikleri ve Önemi	6
1.1.2. Dünya’da Borsanın Tarihi.....	6
1.1.3. Türkiye’de Borsanın Tarihi.....	6
1.1.4. Uluslararası Hisse Senedi Piyasası	7
1.1.5. Uluslararası Sıralamalar	7
1.1.6. İMKB’nin Özellikleri.....	8
1.2. Menkul Kıymet Borsalarının Oyuncuları.....	9
1.2.1. Kurumsal Yatırımcılar	10
1.2.2. Yabancı Hisse Senedi Yatırımcıları	12
1.2.3. Bireysel Yatırımcılar	16
1.3. Hisse Senedi Fiyat Hareketleri.....	22
1.4. Hisse Senedi Değerlemesi.....	26
1.4.1. Teknik Analiz.....	28
1.4.2. Temel Analiz.....	33
1.4.3. Etkin Piyasalar Hipotezi.....	41
BÖLÜM 2: DAVRANIŞSAL FİNANS ve DAVRANIŞSAL FİNANS	
MODELLERİ	49
2.1. Beklenen Fayda Teorisi	49
2.2. Kahneman ve Tversky Beklenti Teorisi.....	50
2.3. Davranışsal Finansın Tarihsel Gelişimi	55

2.4. Davranışsal Finans ile İlgili Kavramlar	58
2.4.1. Davranışsal Ekonomi	58
2.4.2. Bireysel Yatırımcı Davranışları	62
2.4.3. Psikolojik Önyargılar	66
2.4.4. Yatırımcı Psikolojisi	68
2.4.5. Gürültü ve Hikayelerin Yaygınlaşması	75
2.4.6 Anomaliler.....	78
2.4.6.1. Aşırı Reaksiyon Anomalisi	84
2.4.6.2. Eksik Reaksiyon Anomalisi	93
2.5. Davranışsal Finans Modelleri	97
2.5.1. Barberis, Shleifer ve Vishny Modeli.....	101
2.5.1.1. Barberis, Shleifer ve Vishny Modelinde Yer Alan Temsililik Davranışı	105
2.5.1.2. Barberis, Shleifer ve Vishny Modelinde Yer Alan Muhafazakarlık Davranışı	110
2.5.2. Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam Modeli	115
2.5.2.1. Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam Modelinde Yer Alan Aşırı Güven Davranışı	121
2.5.2.2. Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam Modelinde Yer Alan Kendine Atfetme Davranışı	126
2.5.3. Hong ve Stein'in Modeli, Haber Avcılığı ve Momentum Davranışı.....	128

BÖLÜM 3: İMKB'DE İŞLEM YAPAN BİREYSEL YATIRIMCILARIN

DAVRANIŞ BİÇİMLERİNE YÖNELİK BİR ARAŞTIRMA.....141

3.1. Araştırmanın Amacı	141
3.2. Araştırmanın Önemi.....	142
3.3. Araştırmanın Kapsam ve Kısıtları.....	143
3.4. Araştırma Sürecinin Belirlenmesi	144
3.5. Araştırmanın Hipotezleri.....	145
3.6. Araştırmanın Yöntemi.....	146
3.6.1. Araştırmanın Evren ve Örneklemi	147
3.6.2. Veri Toplama Tekniği.....	147
3.6.3. Araştırmada Kullanılan Modeller ve Değişkenleri	148

3.7. Araştırmaya Katılan Bireysel Yatırımcıların Demografik Özellikleri	149
3.8. Yatırımcı Davranışları İle İlgili Değerlendirmeler	155
3.9. Modellere Yönelik Açıklayıcı Faktör Analizi ile İlgili Testler.....	160
3.10. Farklılık Testleri.....	166
3.11. Davranışsal Finans Modelleri ile İlgili Doğrulayıcı Faktör Analizleri	172
3.11.1. Barberis ve Diğerlerinin Modeline (Model 1) İlişkin Bulgular	175
3.11.2. Daniel ve Diğerlerinin Modeline (Model 2) İlişkin Bulgular	179
3.11.3. Hong ve Stein'in Modeline (Model 3) İlişkin Bulgular.....	183
SONUÇ VE ÖNERİLER	188
KAYNAKÇA.....	192
EKLER	204
ÖZGEÇMİŞ	207

KISALTMALAR

İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
EPH	: Etkin Piyasalar Hipotezi
DFM	: Davranışsal Finans Modeli

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Barberis ve Diğerlerinin Muhafazakarlık ve Temsililik Davranışları Üzerine Kurulu Modeli.....	148
Şekil 2: Daniel ve Diğerlerinin Aşırı Güven ve Kendine Atfetme Davranışları Üzerine Kurulu Modeli.....	148
Şekil 3: Hong ve Stein'in Haber Avcılığı Davranışı ve Momentum Davranışı Üzerine Kurulu Modeli.....	149
Şekil 4: Model 1 İle İlgili Standartlaştırılmış Çözüm Değerleri.....	175
Şekil 5: Model 1 İle İlgili T-Değerleri.....	177
Şekil 6: Model 2 İle İlgili Standartlaştırılmış Çözüm Değerleri.....	180
Şekil 7: Model 2 İle İlgili T- Değerleri.....	182
Şekil 8: Model 3 İle İlgili Standartlaştırılmış Çözüm Değerleri.....	184
Şekil 9: Model 3 İle İlgili T- Değerleri.....	186

TABLolar LİSTESİ

Tablo 1: Bireysel Yatırımcıların Cinsiyete Göre Dağılımları.....	149
Tablo 2: Bireysel Yatırımcıların Yaş Gruplarına Göre Dağılımları	150
Tablo 3: Bireysel Yatırımcıların Medeni Durumlarına Göre Dağılımları	150
Tablo 4: Bireysel Yatırımcıların Eğitim Durumlarına Göre Dağılımları.....	150
Tablo 5: Bireysel Yatırımcıların Mesleki Durumlarına Göre Dağılımları.....	151
Tablo 6: Bireysel Yatırımcıların Hisse Senedi Alım- Satım Deneyim Sürelerine Göre Dağılımları.....	151
Tablo 7: Bireysel Yatırımcıların Hisse Senetlerini Ortalama Elde Tutma Sürelerine Göre Dağılımları.....	152
Tablo 8: Bireysel Yatırımcıların Portföyde Hisse Sayılarına Göre Dağılımları	152
Tablo 9: Bireysel Yatırımcıların Hisse Senedi Getirisi ve Enflasyon Oranı İlişkisine Göre Dağılımları.....	152
Tablo 10: Bireysel Yatırımcıların Hisse Senedi Yatırım Performanslarına Göre Dağılımları.....	153
Tablo 11: Bireysel Yatırımcıların Yatırım Kararlarında Kullandığı Bilgi Kaynağı Göre Dağılımları.....	153
Tablo 12: Bireysel Yatırımcıların Karar Alırken Dikkat Ettikleri Faktörlere Göre Dağılımları.....	154
Tablo 13: Bireysel Yatırımcıların Bilgi Düzeylerine Göre Dağılımları	154
Tablo 14: Bireysel Yatırımcıların Aylık Gelir Düzeylerine Göre Dağılımları	154
Tablo 15: Cevapların Frekans Dağılımları - Ortalamalarına İlişkin Genel Durum	155
Tablo 16: Model 1 ile ilgili Faktörlerin Soru Sayıları ve Güvenilirlik (α) Değerleri	161
Tablo 17: Model 1 ile ilgili Bireysel Yatırımcı Davranışı Faktörleri ve Faktör Yükleri	161
Tablo 18: Model 2 ile ilgili Faktörlerin Soru Sayıları ve Güvenilirlik (α) Değerleri	163
Tablo 19: Model 2 ile ilgili Faktörler ve Faktör Yükleri	163
Tablo 20: Model 3 ile ilgili Faktörlerin Soru Sayıları ve Güvenilirlik (α) Değerleri	164
Tablo 21: Model 3 ile ilgili Faktörler ve Faktör Yükleri	165
Tablo 22: Bireysel Yatırımcıların Davranışlarının Cinsiyet Özelliklerine Göre Farklılığı	166
Tablo 23: Bireysel Yatırımcıların Davranışlarının Yaş Özelliklerine Göre Farklılığı.	167

Tablo 24: Bireysel Yatırımcıların Davranışlarının Gelir Durumlarına Göre Farklılığı	168
Tablo 25: Bireysel Yatırımcıların Davranışlarının Bilgi Kaynaklarına Göre Farklılığı	169
Tablo 26: Bireysel Yatırımcıların Davranışlarının, Karar Verirken Dikkate Aldıkları Faktörlere Göre Farklılığı	169
Tablo 27: Bireysel Yatırımcıların Davranışlarının, Hisseleri Ortalama Elde Tutma Sürelerine Göre Farklılığı	170
Tablo 28: Bireysel Yatırımcıların Davranışlarının Portföydeki Hisse Sayısına Göre Farklılığı	171
Tablo 29: Bireysel Yatırımcıların Davranışlarının, Borsa Hakkındaki Bilgi Düzeylerine Göre Farklılığı	172
Tablo 30: Ölçüm Modelinin Uyumluluğunu Değerlendirme Yaklaşımları	174
Tablo 31: Model 1 İçin Ortaya Çıkan Uyum Ölçütleri	178
Tablo 32: Model 2 İçin Ortaya Çıkan Uyum Ölçütleri	183
Tablo 33: Model 3 İçin Ortaya Çıkan Uyum Ölçütleri	186

Tezin Başlığı: İMKB’de İşlem Yapan Bireysel Yatırımcıların Davranışsal Finans Modelleri Açısından İncelenmesi.	
Tezin Yazarı: Seyda FAİKOĞLU	Danışman: Prof. Dr. Erhan BİRGİLİ
Kabul Tarihi: 30.01.2012	Sayfa Sayısı : ix (ön kısım) + 203 (tez) + 3 (ekler)
Anabilimdalı: İşletme	Bilimdalı: Muhasebe ve Finansman
<p>Bu araştırmanın temel amacı, “İMKB’de işlem yapan bireysel yatırımcıların davranışlarını, davranışsal finansın üç modeli açısından değerlendirmektir”. Araştırmanın temel amacının yanı sıra konu bütünlüğü açısından çeşitli alt amaçlar oluşturulmuştur. Bu alt amaçlar; İMKB’de işlem yapan bireysel yatırımcıların finansal davranışlarını boyutlandırmak, demografik özellikler ile davranışsal finans modellerinde yer alan davranışlar arasındaki ilişkiyi incelemek ve farklılık testleri yapmak, uluslararası literatürde geçerliliği tartışılan davranışsal finansın üç modelini, yapısal eşitlik modellemesi ile Türkiye ölçeğinde test etmektir.</p> <p>Araştırmada nicel araştırma yöntemi kullanılmıştır. Veriler anket tekniği ile elde edilmiştir. Ankete katılan kişi sayısı 408 dir. Anket hisse senedi alım satımı yapan yatırımcıların en yoğun olduğu illerde uygulanmıştır. Verilerin analiz edilmesinde frekans ve yüzde hesaplamaları gibi betimleyici istatistiklerden, faktör analizleri, farklılık testleri ve yapısal eşitlik modellemesi (Doğrulayıcı Faktör Analizi) gibi kestirisel istatistiklerden yararlanılmıştır.</p> <p>Araştırma sonuçlarına göre Türkiye’deki hisse senedi alım satımı yapan bireysel yatırımcıların finansal davranışlarını oluşturan boyutlar literatürü destekler niteliktedir. Özellikle araştırmaya konu olan davranışsal finans modelleri konusunda bir değerlendirme yapılacak olursa üç modelin de iddia ettiği davranışların Türkiye’deki bireysel yatırımcılarda mevcut olduğu görülmektedir. Bununla birlikte, yapılan farklılık testleri sonucunda bireysel yatırımcıların gelir düzeylerine ve karar verirken dikkate aldıkları faktörlere göre hisse senedi alım satım davranışlarının farklılaştığı fakat diğer faktörler açısından herhangi bir farklılığın olmadığı görülmüştür. Yapısal eşitlik modellemesi sonuçları da, bireysel yatırımcıların, davranışlarını boyutlandırmada Barberis ve diğerlerinin, Daniel ve diğerlerinin, Hong ve Stein’in geliştirmiş olduğu modellerin Türkiye ölçeğinde geçerli olduğunu ortaya koymaktadır.</p>	
Anahtar kelimeler: Davranışsal Finans Modelleri, Bireysel Yatırımcı Davranışları, Hisse Senedi	

Title of the Thesis: Analyzing The Individual Investors Transacting in IMKB From the Perspective of Behavioral Finance Models

Author: Seyda FAİKOĞLU

Supervisor: Prof. Dr. Erhan BİRGİLİ

Date: 30.01.2012

Nu. of pages: ix (pre text) +203 (main body) +3 (app.)

Department: Business

Subfield: Accounting and Finance

The main objective of this study is to evaluate the behaviors of the individual investors transacting in IMKB-Turkey from the perspective of the three models of Behavioral Finance. In addition to the main objective of the study, some sub-objectives are constructed in order to maintain an overall entirety. The sub-objectives are; to dimension the behaviors of the individual investors transacting in IMKB, to analyze and to make contrasting tests on the relationship between the demographical features and the behaviors established in the models of Behavioral Finance and to test the validity of three models of behavioral finance in Turkey scale, which are discussed on the international basis, by using structural equality model.

The quantitative research model is used in this study. The data is obtained by questionnaire technique. The number of people who took the questionnaire is 408. The questionnaire is applied in the cities where stock market investors live most intensively. In the analysis of the data, descriptive statistics such as frequency and percentage calculations and statistics such as factor analysis, contrasting tests, and structural equality modeling (confirming factor analysis) are used.

According to the findings of the research; the dimensions constructing the behaviors of the individual investors transacting in Turkey are compatible with the literature. When especially the models of Behavioral Finance are taken into consideration it is seen that the behaviors put by all the three models are present at the individual investors in Turkey. Besides, as a result of the contrasting tests, it is seen that the transaction behaviors of the investors are differentiated according to their income level and the factors they consider in making decision whereas there are no such differentiation for the other factors. The results of the structural equality modeling show that the behavior dimensioning models developed by Barberis and others, Daniel and others and Hong and Stein are valid in Turkey scale.

Keywords: Behavioral Finance Models, Investor Behavior, Stock

GİRİŞ

Ekonomiyi bir bütün olarak ele alırsak; küçük veya büyük her türlü ekonomik faaliyetin, piyasaları ve de hisse senedi piyasalarını az veya çok etkilemekte olduğu görülmektedir. Ekonomik faaliyetler gibi ekonomik faaliyetler ve gelişmeler ile ilgili bilgilerin ve tahminlerin hatta söylentilerin dahi ekonomiyi farklı miktarlarda olumlu ya da olumsuz etkilediği söylenebilir. 21. yüzyıl ekonomisini oluşturan en önemli parçalardan birisi şirketlerin hisse senetlerinin alınıp satıldığı hisse senedi piyasalarıdır. Ekonomiyi etkileyen her türlü faktör, benzer şekilde, doğrudan ve dolaylı olarak kısa, orta veya uzun vadede hisse senedi fiyatlarını etkilemektedir. Piyasalarda, alım satım kararlarını verenler ve alım satım yapanlar insanlardır ve insanların kararları ve kararları sonucunda yaptıkları tercihler ekonomiyi şekillendirmektedir. Ekonominin şu andaki durumunu bir tabloya benzetirsek, tablo üzerinde yapılacak değişiklikleri, insanlar tercihleriyle belirleyecektir.

İnsanların ve ekonomistlerin büyük çoğunluğu, ekonomik krizleri öngörmekte başarısız olmaktadır. Bunun nedeni; insanların ekonomiyi anlamaya çalışırken insan psikolojisini ve davranışlarını dikkate almamasıdır. Makroekonomi ve finans mesleklerine mensup çoğu kişi, “rasyonel beklentiler” ve “etkin piyasalar” konusunda, en önemli dinamikleri bile dikkate almadan hareket edebilmektedir. Modele psikolojik ve davranışsal faktörleri dahil edememek, finansal ve ekonomik olayların gerçek kaynaklarını göremez hale getirebilmektedir. Klasik iktisat ve finans teorileri, düşünce örüntülerinde ve iş yapma tarzlarında oluşan ve dalgalanmalara neden olan değişikliklere yer vermemektedir. Hatta inanç ve güven kaybına dahi yer vermemekle konuyu ne kadar ihmal ettiklerini göstermektedirler. Ekonomiyi istikrara kavuşturma olasılığı bulunan ücret ve fiyat esnekliğini engelleyen adalet duygusuna da yer vermemektedirler. Ekonomiyi açıklayan davranışsal senaryolara sayısal kalıplarla yaklaşan klasik iktisat ve finans teorileri çoğu zaman tablonun bütünü açıklayamamakta ve çıkmaza girmektedir. Ekonominin nasıl hareket ettiğine ilişkin bu unsurların hiçbirine klasik açıklamalarda yer verilmemesi klasik yaklaşımlara olan güveni azaltarak, insanları davranışsal yaklaşımlara yönlendirmektedir (Akerlof ve Shiller, 2010:203).

Bu bağlamda, yatırımcıların davranışları, ekonomiyi ve borsayı şekillendirmektedir. Davranışsal finans alanında çeşitli çalışmalar yapmış Meir Statman'ın şu ifadesi

oldukça dikkat çekicidir; “Standart finansta insanlar rasyoneldir. Davranışsal finansta ise normal” (Özerol, 2011:9). Bu tespit piyasalardaki dalgalanmaları anlayabilmemiz açısından çok önemlidir. Piyasalar, J.P. Morgan’ın söylediği gibi “dalgalanır, dalgalanır”; çünkü normal insanların psikolojileri ve davranışları her zaman aynı devam etmez, dalgalanır.

Etkin piyasa kuramına göre de irrasyonel yatırımcılar piyasada mevcuttur ve tesadüfi olarak işlem yaptıkları için işlemlerinin etkileri karşılıklı olarak birbirlerini yok etmektedir. Yani etkin piyasa kuramına göre irrasyonel yatırımcılar hisse senedi fiyatlarını etkileyememektedir. Davranışsal finans yaklaşımı içerisinde önemli bir yere sahip olan Kahneman ve Tversky’nin (1979) beklenti teorisinin temel farkı işte tam bu noktada ortaya çıkmaktadır. Psikolojik bulgular insanların rasyonaliteden tesadüfi olarak değil aynı yönde sapma gösterdiğini ortaya koymaktadır. Pek çok bireysel yatırımcının işlemleri arasında yüksek korelasyon bulunmaktadır. Yatırımcılar, tesadüfi olarak değil, genellikle eş zamanlı ve aynı yönde işlem yapma davranışı göstermektedir (Döm, 2003:11). Davranışsal finansta yatırımcıların davranışları incelenerek ne gibi hataların yapıldığı ve bu hataların kararları nasıl etkilediği incelenmektedir.

Önümüzdeki yıllarda finans sisteminin çok köklü değişikliklere uğrayacağına ve çoğunluğun lehine gelişmeler yaşanacağına dair işaretler bulunmaktadır. Çünkü insanlar ve davranışları, değişmekte ve piyasaları da değiştirmektedir (Baldık, 2011:20).

Çalışmanın amacı: “İMKB’de işlem yapan bireysel yatırımcıların davranışlarını, davranışsal finansın üç modeli açısından değerlendirmektir”. Davranışsal finans literatüründe yer alan; Barberis ve diğ. (1998) modeli, muhafazakarlık ve temsililik davranışı gösteren yatırımcıların anomalilere neden olduğunu iddia etmektedir. Bu tez araştırmasında modelin iddia ettiği muhafazakarlık ve temsililik davranışlarının Türkiye’deki bireysel yatırımcılarda olup olmadığı ve ne oranda olduğu tespit edilmeye çalışılmıştır. Araştırmada ele alınan ikinci model olan; Daniel ve diğ. (1998), modelinde iddia edilen aşırı güven ve kendine atfetme davranışlarının da Türkiye’deki bireysel yatırımcılarda olup olmadığı ve ne oranda olduğu tespit edilmeye çalışılmıştır. Ayrıca incelenen üçüncü model olan; Hong ve Stein’in (1999) modelinin iddiası olan haber avcılığı ve momentum yatırımcılığı davranışları da ankette yer alan sorular ile ölçülmeye çalışılmıştır.

Hisse senedi piyasası üzerine yapılan ampirik çalışmalarda yatırımcılar için çeşitli sınıflandırmalar yapılmaktadır. En temel sınıflandırma, borsadaki yatırımcıların; bireysel yatırımcılar, kurumsal yatırımcılar ve yabancı yatırımcılar olarak üç sınıfa ayrılmasıdır. Borsada işlem yapan farklı yatırımcı gruplarının özellikleri, hangi davranışlarının farklılık gösterdiği, hangi davranışlarının da benzer olduğu piyasanın yapısını anlamak için gereklidir (Döm, 2003:157). Bu tez çalışması da; bireysel yatırımcıların özelliklerini, psikolojilerini ve davranışlarını ortaya çıkararak borsadaki yatırımcıları ve borsanın yapısını daha iyi anlamaya katkı sağlamaya çalışmaktadır.

Çalışmanın önemi: Günümüzde ülkelerin ve büyük ekonomilerin yapacağı yatırımların büyük bölümüne, çoğunlukla özel sektör yani bireysel yatırımcılar karar vermektedir. Bireysel yatırımcılar finansal parametrelerle kısıtlı oldukları halde, yatırımlarına inanmak zorundadırlar. Karar süreçleri dikkatle incelendiğinde, son tahlilde, sezgisel ve psikolojiktir. Dolayısıyla ekonomilerin ve ülkelerin geleceği yatırım kararlarını veren bireysel yatırımcıların ellerindedir ve bu da büyük ölçüde onların psikolojisine bağlıdır (Akerlof ve Shiller, 2010:176).

Davranışsal finans, en fazla bireysel yatırımcıların davranışlarına ve özelliklerine önem vermektedir. Çünkü bireysel yatırımcılar genel olarak kurumsal yatırımcılardan çok farklıdır. Onların pazarı algılamaları, risk ve getiriye yönelik düşünceleri kurumsal yatırımcılar gibi profesyonelce ve rasyonel değildir. Onların kararlarında psikolojik ve demografik özellikler son derece önemlidir (Karan, 2004:691).

Özellikle son yirmi yıllık dönemde, finans dünyasında, “davranışsal finans” (behavioral finance) giderek artan bir ilgi ve kabul görmektedir ve davranışsal finans alanında yapılan çalışmaların sayısı hızla artmaktadır. Davranışsal finansın temel noktası; yatırımcıların rasyonel olmayan davranışlarını incelemek ve irrasyonel işlemlerin psikoloji ile bağlantısını ortaya çıkarmaktır (Ülkü, 2001:101). Yatırımcıların bilgiye değil de, psikolojik faktörlere dayanan işlemlerinin anlaşılması, borsadaki fiyat hareketlerinin daha iyi anlaşılmasını sağlayacaktır.

Bu tez çalışması da; bireysel yatırımcıların özelliklerini, psikolojilerini ve davranışlarını ortaya çıkararak borsadaki yatırımcıları ve borsanın yapısını daha iyi anlamaya katkı sağlamaya çalışmaktadır. İMKB’de işlem yapan yatırımcıların büyük çoğunluğu bireysel yatırımcılardan oluşmaktadır. Türkiye borsasında işlem yapan bir milyon

bireysel yatırımcının nasıl işlem yaptığının anlaşılmasının fiyat hareketlerinin ve borsanın anlaşılmasına yardımcı olacağı düşünülmektedir.

Sosyal psikolojinin yatırımcıları da oldukça fazla ilgilendiren önemli bir tavsiyesi şudur; kişilerin farkında olmadan yaptıkları algılama ve karar verme hataları konusunda bilgilenmesi ve dikkatlerinin çekilmesi gerekmektedir. Böylece söz konusu hataların daha az tekrarlanmasına ve minimize edilmesine katkı sağlanacaktır (Ülkü, 2001:131). Bu kapsamda; davranışsal finansın üç modelinin iddia ettiği davranışların (muhafazakarlık, temsililik, aşırı güven, kendine atfetme, haber avcılığı ve momentum davranışları), İMKB’de işlem yapan bireysel yatırımcılarda olup olmadığı araştırılmalıdır. Cevaplanması gereken önemli sorulardan bazıları şunlardır; yatırımcıların kaç tanesinde hangi psikolojik yanılıklar etkili olmaktadır, en fazla hangi psikolojik durum veya durumlar yatırımcıların kararlarını etkilemektedir. Yatırımcıların algıma hataları en çok hangi durumlarda ve zamanlarda ortaya çıkmakta ve işlemlerini nasıl etkilemektedir. Bu tür soruların cevapları verildikçe yatırımcıların davranışları anlaşılabilir, borsanın daha dengeli ve etkili bir fiyatlandırma ortamına ulaşması düşünülebilir. Çalışmamız bu gibi sorulara cevap verebildiği ölçüde katkı sağlayacaktır.

Çalışmanın yöntemi: Araştırma amacının gerçekleştirilmesi için; sosyal bilimlerde en fazla kullanılan araştırma yöntemlerinden birisi olan nicel araştırma yöntemi kullanılmıştır. Nicel Araştırma, olgu ve olayları nesnelleştirerek gözlemlenebilir, ölçülebilir ve sayısal olarak ifade edilebilir bir şekilde ortaya koyan bir araştırma yöntemidir. Amaç: bireylerin toplumsal davranışlarını gözlem, deney ve test yoluyla nesnel bir şekilde ölçmek ve sayısal verilerle açıklamaktır (Yıldırım ve Şimşek, 2005).

Anket aracılığı ile toplanan veriler SPSS 18.0 ve LISREL 8.7 programları yardımıyla analiz edilmiştir. Yapılan frekans analizleri ile yatırımcıların demografik özellikleri ile ilgili bulgulara; faktör analizleri ile bireysel yatırımcıların davranış boyutları ile ilgili bulgulara, farklılık testleri ile demografik özelliklere göre bireysel yatırımcıların davranışlarında farklılık olup olmadığı ile ilgili bulgulara ve yapısal eşitlik modellemesi (doğrulamalı faktör analizi) ile davranışsal finansın üç modelinde yer alan davranış modellerinin Türkiye ölçeğindeki kabul edilebilirlik durumu ile ilgili bulgulara ulaşılmaya çalışılmıştır. Çalışmanın kısıtı İMKB’de işlem yapan bireysel yatırımcıların davranışlarını davranışsal finans modelleri açısından incelemesidir.

BÖLÜM 1: MENKUL KIYMET BORSALARI, HİSSE SENEDİ YATIRIMCILARI ve HİSSE SENEDİ DEĞERLEMESİ

Birinci bölümde tezin konusu, İMKB’de işlem yapan bireysel yatırımcıların davranışlarının davranışsal finans açısından incelenmesi olduğu için; menkul kıymet borsaları, İMKB, hisse senedi yatırımcı çeşitleri ve özellikle bireysel yatırımcılar üzerinde durulacaktır. Hisse senedi alımı ile ilgili risk, portföy oluşturulması ve yatırım stratejisi konuları ile ilgili bilgiler de birinci bölümde yer almaktadır. Ayrıca hisse senedi değerlendirme yöntemleri de birinci bölümün son kısmında ele alınmaktadır.

1.1. Menkul Kıymet Borsaları

Finans sistemi, ekonomik sistemin en önemli alt sistemi olarak nitelendirilmektedir. Bunun nedeni, çağdaş ekonomilerin en fazla gereksinim duyduğu fon transferi sürecinin merkezi olmasıdır (Afşar, 2007:188). Fon kullananlar ile fon arz edenler arasındaki fon akımlarını düzenleyen kurumlar, enstrümanlar (finansal ürünler) ve bunları düzenleyen hukuki ve idari yapı, “finansal piyasayı” meydana getirmektedir. Finansal piyasalar, fon kullanıcılarının fon gereksinimlerini karşılayabilmeleri, tasarruf sahiplerinin de tasarruflarını yatırımlara dönüştürerek en uygun geliri temin edebilmeleri için en uygun yerlerdir. Finansal piyasalar beş unsurdan oluşmaktadır; fon talep edenler (yatırımcılar), fon arz edenler (tasarruf sahipleri), yatırım ve finansman araçları, aracı kurumlar, hukuki ve idari yapı (Büker ve diğ., 2009:417).

Finans sisteminin en önemli parçalarından olan menkul kıymet borsaları hisse senedi ve tahvil gibi uzun vadeli yatırım araçlarının alınıp satıldığı pazarlardır. Menkul kıymet borsalarında şeffaf bir ortamda ve standart yöntemlerle fon akışı sağlandığından yatırımcılar çok kolay ve ucuz bir şekilde risk alabilmektedirler. Yatırımcıların kolaylıkla risk alabilmeleri ekonomilerin gelişmesi için en temel koşuldur (Karan, 2004:33). Menkul kıymetler borsası her türlü ikinci el menkul kıymetin alım satım işlemlerinin yapıldığı bir pazar yeridir. Bu pazarın en önemli ve büyük kesimi hisse senetleri pazarıdır (Sarıkamış, 2005:21-23).

1.1.1. Menkul Kıymet Borsalarının Temel Özellikleri ve Önemi

Hisse senedi piyasası, diğer tüm piyasalardan çabucak etkilenen spekülâtif bir piyasadır. Bu yapısı gereği, piyasaya girmeden önce alternatif piyasaların incelenmesi gereklidir. Borsanın bir diğer özelliği de grup hareketlerine çok uygun olmasıdır. Dow teorisine göre “trend” yaklaşımıyla açıklanan toplu hareket, bir bakıma sürü psikolojisidir. Buna göre eğer yatırımcılar işlerin iyi gitmeyeceğini düşünürlerse piyasanın yönü aşağı olmakta ve sizin elinizde piyasanın en yüksek kar beklentili sağlam şirketinin hisselerinin olması bir şey ifade etmemektedir (Özerol, 2011:132).

Şirketlerin halka açılması finansman gereksinimlerine çözüm getirmektedir. Halka açılan şirketlerin hisse senetlerinin borsada işlem görmesi, şirketin imajını yükseltmekte ve tanınma derecesini arttırmaktadır. Borsaya kote olmak şirketin ihtiyacı olan sermayeyi düşük maliyet ile elde etmesine yardımcı olmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2010:193).

1.1.2. Dünya’da Borsanın Tarihi

Borsanın geçmişinin, M.Ö. 180 yılında Roma’ya kadar uzandığı düşünülmektedir. Dünyada ilk borsa, 15. yüzyılda kurulmuştur. Dünyanın en büyük borsası olan New York Borsası 1792 yılında kurulmuştur (Ceylan, 2001:365). Avrupa’da ilk borsa 1487 yılında Anvers şehrinde kurulmuştur. 16. yüzyılda bunun yerini Amsterdam borsası almıştır. Daha sonra Londra menkul kıymetler borsasının temeli 1801 yılında atılmıştır (İMKB, 1994:6). Borsa faaliyetleri on sekiz ve on dokuzuncu yüzyıldan itibaren tüm dünyada gelişmeye başlamışlardır (Karan, 2004:34).

1.1.3. Türkiye’de Borsanın Tarihi

Türkiye’de 1866 yılında alacaklı devletlerin desteği ile İstanbul’da Dersaadet Tahvilat Borsası kurularak borsanın temelleri atılmıştır. Bu borsa, Cumhuriyet Dönemine kadar devam etmiştir. 1922 yılında çıkarılan yeni bir tüzük ile borsanın bugünkü sisteminin esasını oluşturan hükümler getirilmiştir. 1929 yılında çıkarılan kanun ile borsa yeniden düzenlenmiş ve İstanbul Menkul kıymetler Borsası adı altında çalışmaya başlamıştır. 1938 yılında İstanbul Menkul kıymetler Borsası kapatılarak Ankara’ya taşınmış ancak sakıncaları anlaşıldıktan sonra 1941 yılında borsa yeniden İstanbul’a nakledilmiştir (İMKB, 1994:7). İstanbul’da 17.yüzyıldan beri menkul kıymet alım satımı yapıldığının

tarihi kayıtları olmakla birlikte ilk menkul kıymet borsası Kırım Savaşını finanse etmek için çıkarılan ilk devlet tahvillerinin alınıp satılması için 1866'da kurulan "Dersaadet Tahvilat Borsası"dır (Kocaman, 1999:278). İMKB, 26 Aralık 1985 tarihinde faaliyete geçmiş, 3 Ocak 1986 tarihinde ilk işlemleri gerçekleştirmiştir (Karan, 2004:20).

1.1.4. Uluslararası Hisse Senedi Piyasası

Uluslararası menkul kıymet borsalarını geliştirmiş borsalar ve gelişmekte olan borsalar (emerging stock markets) şekilde sınıflandırmak mümkündür: Geliştirmiş borsalar sanayileşmiş ülkelerde faaliyet gösteren, uluslararası finans pazarını oluşturan büyük pazarlardır. Borsalar yeryüzünde şu merkezlerde toplanmışlardır; ABD Borsaları, Avrupa Borsaları ve Uzakdoğu Borsaları (Karan, 2004:34).

Geliştirmiş ülkelerdeki borsalarda, hisse fiyatları, çok fazla sayıda şirket olması ve kurumsal yatırımcıların piyasalarda yer alması nedeniyle fazla dalgalanma göstermemektedir. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin borsalarında ise zaman zaman keskin fiyat inişleri ve çıkışları yaşanabilmektedir (Büker ve diğ., 2009:516). Dünyadaki borsaların hemen hemen tümü, yerel piyasada aranan borsaya kayıt koşullarına uymak kaydıyla, yabancı senetlerin satışına olanak vermektedirler. Bazı büyük borsalarda kayıtlı sınır ötesi hisse senetleri oldukça yüksek sayılara ulaşmaktadır (Seyidoğlu, 1997:271).

1.1.5. Uluslararası Sıralamalar

2008 yılında 33 trilyon dolara düşen toplam piyasa değeri 2009 yılında %43 değer kazanarak 47 trilyon dolara yükselmiştir. 2009 yılında, toplam piyasa değerinin %72'si ilk 10 borsa tarafından oluşturulmuştur (Fikirkoca ve diğ., 2010:37).

2008 yılında %63 düşüş ile piyasa değeri 120 milyar dolara gerileyen İMKB 30. sırada yer almıştır. 2009 yılında %97 değer kazanan İMKB'nin piyasa değeri 236 milyar dolara yükselmiştir. Bu çıkış İMKB'nin sıralamadaki yerini 5 basamak yükselmiştir ve 25. sırada yer almasına neden olmuştur.

İMKB, toplam 315 adet şirket ile uluslararası borsalar içerisinde 31. sırada yer almaktadır. İşlem hacmini %21 artışla 316 milyar dolara yükselten İMKB, 2008 yılı

sıralamasına göre yerini 4 basamak yükseltmiş ve 2009 yılında 21. sırada yer almıştır (Fikirkoca ve diğ., 2010:39).

1.1.6. İMKB'nin Özellikleri

Ülkemizde İMKB'ye fon sunanları, bireysel yatırımcılar ve kurumsal yatırımcılar olarak temelde ikiye ayırabiliriz (Büker ve diğ., 2009:393). Ülkemizde tasarruf sahibi kişiler, tasarruflarını sahip oldukları kültür seviyesine ve yatırım alışkanlıklarına göre genellikle bankaya yatırmakta ve bir kısmıyla da hisse senedi satın almaktadır (Büker ve diğ., 2009:430). İMKB, kurulduğu yıldan bu yana yüksek endeks dalgalanmalarına sahne olagelmıştır (Sarıkamış, 2005:21-23).

İMKB'de işlem yapan yatırımcılar, yurtiçi ve yurtdışı yerleşik olarak iki gruba ayrılmıştır. Portföylerini 535 milyar TL'den 605 milyar TL'ye çıkaran yurtiçi yerleşik yatırımcıların toplam tasarruflar içindeki payı %84'tür. Yurtiçi yerleşikler tasarruflarının dörtte üçünü mevduat olarak bankacılık sektöründe, kalan dörtte birini de sermaye piyasasında değerlendirmektedir.

Global krizin ardından, 2009 Kasım sonunda her bir kalemdede artış yaşanırken, en hızlı artış gösteren yatırım aracı hisse senetleridir. Yurtiçi yerleşiklerin portföylerinde buldukları hisse senedi yatırımları 2009 Kasım sonunda 39 milyar TL'dir. Yabancı yatırımcıların hisse senedi portföyleri 2009 yılında iki kat yükselerek 71 milyar TL olmuştur (Fikirkoca ve diğ., 2010:141).

2009 yılında, hisse senedi bulunan hesap sayısı bir önceki seneye göre çok değişmeyerek 1,1 milyon civarında kalmıştır. Yabancı yatırımcı tarafında ise hesap sayısı 7.454'e çıkmıştır.

Yabancı yatırımcı hesabındaki sayı ve oran olarak en yüksek artış, fon kategorisinde görülmüştür. Hisse senedine yatırım yapan fon sayısı 508 adet artarak 2.389'a ulaşmıştır. Yurtdışındaki aracı kuruluşları içeren yabancı tüzel kişilerin hesap sayıları, 2009 yılında %15 artarak 937'ye çıkmıştır (Fikirkoca ve diğ., 2010:142).

2009 yılı verileri, gelişmekte olan ülkelerdeki getirilerin gelişmiş ülkelere nazaran daha yüksek olduğunu göstermektedir. Endeks getirilerine bakıldığı zaman İMKB performansının çok dalgalı bir seyir izlediği görülmektedir. İMKB, 2007 yılında dolar

bazında %72 getirinin ardından 2008 yılında %63 değer kaybı ile en kötü performans gösteren borsalar arasında yer almıştır. 2009 yılındaki durum ise 2007 yılına benzer bir şekilde gelişmiş, İMKB'nin dolar bazındaki getirisi %102 olmuştur. Gelişmekte olan borsalar içerisinde Brezilya'dan sonra ikinci olan İMKB, tüm dünya borsaları arasında 6. sırada yer almıştır. AB üyesi ülkeler olan Macaristan, İspanya, Yunanistan ve İtalya'daki borsaların 2009 yılındaki getirileri ise %40'ın altında kalmıştır (Fikirkoça ve diğ., 2010:43).

1.2. Menkul Kıymet Borsalarının Oyuncuları

Hisse senedi piyasası üzerine yapılan ampirik çalışmalar göstermiştir ki; yatırımcılar için çeşitli sınıflandırmalar yapılabilir. En temel sınıflandırmada, borsadaki yatırımcılar; bireysel yatırımcılar, kurumsal yatırımcılar ve yabancı yatırımcılar olarak üç sınıfa ayrılabilir. Borsada işlem yapan farklı yatırımcı gruplarının özellikleri, hangi davranışlarının farklılık gösterdiği, hangi davranışlarının da benzer olduğu piyasanın yapısını anlamak için gereklidir (Döm, 2003:157). Bu tez çalışması da; bireysel yatırımcıların özelliklerini, psikolojilerini ve davranışlarını ortaya çıkararak borsadaki yatırımcıları ve borsanın yapısını daha iyi anlamaya katkı sağlamaya çalışmaktadır.

Hisse senedi yatırımcıları iki ana felsefe içerisinde hareket ederler. Kendi halinde küçük tasarruf sahibinin devamlı, uzun vadeli ve istikrarlı yatırımı ile mal varlığının bir bölümünü bu işe tahsis etmiş, riski seven spekülâtörün borsada oynaması farklı iki yatırım davranışıdır. İkinci grup yatırımcı hareketli, dinamik bir yapıya sahiptir. Bir ayağı da altın veya döviz piyasası gibi alternatif piyasalardadır. Hisse senetlerinin istikrarlı ya da durgun bir seyir takip ettiği sırada altın veya döviz piyasalarında hareketlenme görüldüğü takdirde bu tip yatırımcı derhal hisse senetlerini kısmen veya tamamen likidite edip, alternatif piyasalara koşacaktır (Karşlı, 1994:526).

Bazı yatırımcılar borsada uzun vadeli yatırımlar yaparken, bazıları da kısa zamanda büyük paralar kazanmak istemektedirler. Şüphesiz yatırımcıları keskin çizgilerle ayırmak her zaman mümkün değildir. Uzun vadeli yatırım yapmak isteyen bir yatırımcı, risklerini azaltmak amacı ile yatırım yaklaşımını değiştirebileceği gibi borsada kısa vadeli fırsat arayan yatırımcılar, uzun vadeli yatırımlar da yapabilirler. Ancak genel olarak bir borsada dört türlü oyuncu davranışı vardır: Yatırımcılar, spekülâtörler, arbitrajcılar ve riskten kaçınanlar (hedgers) dört farklı grup olarak ele alınabilir.

Yatırımcılar, uzun vadeli bir yatırım boyutu olan oyunculardır. Onlar menkul kıymetlerin değerlerini dikkate alarak yatırım kararlarını verirler. Yatırım araçları ucuzladığında satın alıp, pahalandığında satarlar. Günlük bilgilerden veya kısa vadeli pazar hareketlerinden yararlanarak para kazanmayı düşünmezler.

Spekülatörler pazarın hareket yönünü takip ederek para kazanan yatırımcılardır. Spekülatör, pazardan gelen haberleri çok yakından izler ve bu bilgilerden yararlanarak getirisini artırmak ister. Onlar mevcut fiyatlarla değil, fiyatların nereye kadar gidebileceğini hesaplarlar. Arbitrajcılar, menkul değerlerin gerçek değerlerinde olup olmadıklarını araştırarak, farklı pazarlarda birbirlerinden farklı fiyatlara sahip benzer menkul değerler belirleyerek onlara yatırım yapan yatırımcılardır. Arbitrajcılar bu fiyat farkından para kazanmaktadırlar (Karan, 2004:24-26).

Yatırımcılar, tercihlerini risk ve beklenen getiriye göre yapmaktadırlar ve her yatırımcının risk getiri profili farklıdır. Genel olarak riske karşı davranış olarak yatırımcılar üç farklı grupta ele alınmaktadır: Riskten kaçan yatırımcılar, riske karşı kayıtsız yatırımcılar, riski seven yatırımcılar (Büker ve diğ., 2009:68).

1.2.1. Kurumsal Yatırımcılar

Kurumsal yatırımcılar; belli bir amacı gerçekleştirmek için çalışan ve üçüncü kişiler adına hisse senetlerinin alım satımı ile uğraşan tüzel kişilerdir. Başlıca kurumsal yatırımcılar arasında; bankalar, sigorta işletmeleri, yatırım fonu, yatırım ortaklıkları, bireysel emeklilik şirketleri ve portföy yönetim şirketleri yer almaktadır. Kurumsal yatırımcılar riski dağıtmak amacıyla çeşitlendirmeye büyük önem vermektedirler. Çeşitlendirilmiş büyük kurumsal portföyleri, profesyonel yöneticiler yönetmektedir (Büker ve diğ., 2009:432).

Ülkemizde İMKB'ye fon sunanları, bireysel yatırımcılar ve kurumsal yatırımcılar olarak temelde ikiye ayırabiliriz (Büker ve diğ., 2009:393). Borsada kurumsal yatırımcıların pazar payının artması ve acemi yatırımcıların bu kurumsal yatırımcılar aracılığı ile yatırım yapmayı daha çok yeğlemeleri pazarda, acemi yatırımcıların neden olduğu büyük fiyat dalgalanmalarını en düşüğe indirmiştir (Sarıkamış, 2000:141-142).

Borsalardaki en büyük ve en etkili yatırımcılar kurumsal yatırımcılardır. Kurumsal yatırımcılar çok fazla bilgiyi toplayabilen ve ayrıntılı analizler yapabilen profesyonel

yatırımcılardır. Ellerindeki sermaye, insan ve teknoloji birikimini kullanarak borsaları etkileyebilmektedirler.

Uluslararası borsalar incelendiği zaman görülmüştür ki; büyük kurumsal yatırımcılar, genellikle, bireysel yatırımcıların davranışlarından farklı hareket etmektedir (Ekholm, 2006:138). Bazı uzmanlara göre; kurumsal yatırımcılar finansal sistemi ve borsaları aşırı dalgalandırmakta, dengesizleştirmekte ve piyasaya olan güveni azaltmaktadır. Sahip oldukları büyük sermaye gücünü kullanmaktan çekinmeyen ve hep daha fazla kar elde etmek için uğraşan yatırım şirketleri piyasa şartlarını etkileyerek, adeta piyasa iklimini bozarak karışıklıktan fayda sağlamaktadır. Bir kaç kurumsal yatırımcının; sürü halinde bir hisseyi talep etmesi fiyatı kat kat arttırabilmektedir. Bir kaç kurumsal yatırımcının sürü davranışı göstererek bir hisseyi satmaları da büyük bir fiyat düşüşüne yol açmaktadır (Döm, 2003:160). Kurumsal yatırımcıların sürü halinde hareket ederek bir hisseye, bir sektöre veya bir ülke borsasına yönelmeleri aşırı yükselmelere neden olurken, satışa başlamaları da aşırı düşüşlere neden olmakta hatta kriz çıkarmaktadır.

Çeşitli kurumsal yatırımcılar piyasaya önemli güç katmakta ve hisselerle ilgili alım-satım işlemlerinden büyük ölçüde para akışları sağlayabilmektedirler. Büyük miktarlar ile alım satım yapan kurumsal yatırımcıların hisse fiyatları üzerindeki etkilerinin çok fazla olduğu görülmektedir. Yatırım fonlarının nakit pozisyonlarında ulaştıkları tepe noktaları 1970, 1974, 1982 ve 1987 yılı sonlarındaki büyük borsa çöküşlerinde gerçekleşen düşük düzeylere tesadüf etmektedir. Tersine, piyasanın yükselme dönemlerinde, yatırım fonlarının nakit oranının, neredeyse değişmez biçimde, hep düşük düzeyde kaldığı görülmektedir (Malkiel, 2007:212-214).

Uluslararası borsalarda ve de İMKB’de kurumsal yatırımcılar çok büyük miktarlarda hisse senedini ellerinde tutmaktadır (Fikirkoca ve diğ., 2010:159). Borsadaki kurumsal yatırımcıların fiyat hareketleri üzerindeki etkisi bireysel yatırımcılardan fazladır çünkü kurumsal yatırımcıların kontrol ettiği para miktarı daha fazladır. Büyük miktarda alım satım yapan kurumsal yöneticilerin alım yönünde sürü davranışı göstermesi hisse fiyatının kısa sürede yükselmesine, satış yönünde sürü davranışı göstermesi hisse fiyatının kısa sürede düşmesine yol açmaktadır (Döm, 2003:159). Zaman zaman, birkaç büyük kurumsal yatırımcının hareketleri, küçük borsaları örneğin İMKB’yi endeks bazında etkileyebilmektedir.

1.2.2. Yabancı Hisse Senedi Yatırımcıları

Finansal küreselleşme ile birlikte yabancı yatırımcıların varlığı özellikle gelişmekte olan borsalarda artmıştır. Yabancı yatırımcıların piyasalara girmesinin faydaları ve sakıncaları bulunmaktadır. Yabancı yatırımcıların, bir piyasada varlığının sağladığı faydalar şunlardır: Piyasada likidite ve risk paylaşımı artar, uzun vadede piyasanın oynaklığı azalır, yabancıların istekleri doğrultusunda piyasaya daha kaliteli ve nitelikli bilgi akışı sağlanır.

Yabancı yatırımcıların, neden olduğu sakıncalar ise şunlardır: Yabancılar, hızlı kazançlar elde etmek istedikleri için piyasaya ani giriş ve çıkışlar artar; zaman zaman yabancılar piyasayı istikrarsızlaştırır, gelişmekte olan borsalarda işlem hacimleri yüksek olan yabancılar düşük likiditeden ötürü, zaman zaman, fiyat baskısına neden olabilmektedir (Elmas, 2011:3).

Yabancı yatırımcılar, yerli yatırımcılar kadar ülke ekonomisini, borsayı ve şirketleri yakından tanımadıkları ve yaşayarak öğrenmedikleri için dezavantajlıdır. Bazı yabancı yatırımcıların, yabancı oldukları borsa ve şirketler hakkında çok fazla bilgi toplayarak bu dezavantajı ortadan kaldırdığı da görülmektedir. Yabancı yatırımcılar, yerli yatırımcılara kıyasla az bilgili olmaları nedeniyle, fiyat hareketlerine göre işlem yapmaktadır. Yabancılar yükseliş ve düşüş dönemlerinde daha fazla işlem yapmaktadır. Örneğin; yabancılar son aylarda artmakta olan hisseleri almakta, son aylarda düşmekte olan hisseleri de satmaktadır (Döm, 2003:164).

Uluslararası yatırımcıların gelişmekte olan ülkelere ilgisi özellikle son yıllarda artış göstermiştir. Bunun temel nedeni; bu ülkelerin finansal piyasaları ile gelişmiş ülkelerin finansal piyasaları arasındaki düşük korelasyon ve buna bağlı olarak riski dağıtmaya imkan sağlamasıdır. Ayrıca yüksek ekonomik büyüme, hisse getirilerini arttırarak yabancı yatırımcıları Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere çekmektedir (Baklacı, 2009:38).

Japonya'da yatırım yapan yabancıların hisse senedi yatırımlarını inceleyen Kang ve Stulz (1997), yabancıların büyük ölçekli, yüksek aktif karlılık oranına sahip, düşük DD/PD oranına sahip şirketlerin hisse senetlerini satın aldıklarını tespit etmiştir. Amerikalı yatırımcıların diğer ülkelerdeki hisse tercihlerini inceleyen Edison ve

Warnock (2004) de; Amerikalı yatırımcıların, büyük ve aktif karlılığı yüksek olan şirketleri tercih ettiklerini belirlemiştir. Ayrıca hisse senedi tercihlerinde bölgesel farklılıklar görülmüştür. Amerikalı yatırımcıların, Asya'daki yatırımlarında kar payı dağıtmayan hisselerden uzak dururken, Latin Amerika'da özellikle büyüme hisselerini tercih ettiği tespit edilmiştir (Kandır, 2008:201-202).

Literatürde yabancı yatırımcıların, hisse senetlerini, fiyat artışını takiben aldıklarını ve fiyat düşüşünü takiben de sattıklarını öne süren görüşler bulunmaktadır (pozitif geri besleme hipotezi). Diğer bir görüş ise yabancıların daha fazla bilgi sahibi olduğu ve fiyatları istedikleri zaman yönlendirdikleri şeklindedir (Akar, 2008:186).

Yabancı yatırımcıların yatırım kararlarıyla ilgili; iki farklı temel ampirik bulgu oluşmuştur. Ampirik bulguların önemli bir kısmı, yabancı yatırımcıların, önceki dönem getirilerini inceleyerek pozitif geri bildirim stratejisi uyguladıklarını saptamıştır. Bazı araştırmacılar, rasyonel olmayan pozitif geri bildirim stratejisinin borsalarda oynaklığı arttırdığını ve borsaların dengesini bozduğunu ileri sürmektedir. Bir grup araştırmacı da geri bildirim dayalı işlemlerin borsa düşerken daha fazla olduğunu iddia etmektedir.

İkinci grupta yer alan ampirik çalışmalar ise; yabancı yatırımcıların işlemlerinin, ileri dönemlerdeki hisse getirileri üzerinde güçlü bir etkiye neden olarak yani fiyat baskısı oluşturarak dalgalanmalara ve krizlere yol açtığını iddia etmektedir (Baklacı, 2009:38-39).

Pozitif geri besleme hipotezi (positive feedback hypothesis) yatırımcıların hisse senetlerini fiyat artışını takiben aldıklarını ve fiyat düşüşünü takiben de sattıklarını öne süren hipotezdir. Choe, Kho ve Stulz (1999), yabancıların genellikle pozitif geri besleme hipotezine uygun davranış sergilediğini ve bu davranışın da piyasada dengensizliğe sebep olduğunu öne sürmüştür (Akar, 2008:186).

Yabancı yatırımcılar, yerli yatırımcılara kıyasla az bilgili olmaları nedeniyle, fiyat hareketlerine göre işlem yapmaktadır. Yabancılar yükseliş ve düşüş dönemlerinde daha fazla işlem yapmaktadır. Amerikan borsalarında işlem yapan yabancılar özellikle kısa dönem geçmiş fiyat hareketlerini takip etmektedir (Döm, 2003:164).

Akar (2008), İMKB üzerine yapmış olduğu çalışmasında yabancıların da fiyatlara göre işlem yaptığını yani fiyatlardan bağımsız hareket etmediğini ortaya koymuştur (Akar, 2008:191).

Özellikle Türkiye gibi tasarruf açığı bulunan ekonomilerde dönen yatırımların büyük bölümünün yabancı kaynaklı olması istenmekte ve yabancı yatırımcıların borsaya gelmesi çeşitli yollarla teşvik edilmektedir. Borsadaki alım satımlar yerel para cinsinden yapıldığına göre, ülkede hisse senedi yatırımı yapmış olan yabancı yatırımcıların döviz getirip bu dövizleri yerel paraya çevirdikleri, daha sonra da yerli para ile hisse senedi yatırımı yaptıkları açıktır. Bu durumda yabancı yatırımcılar açık pozisyon taşımakta ve yerel paranın devalüasyonu riski, yatırım yaptıkları şirketin ticari riski ve ülkedeki enflasyon riskini taşımaktadır (Özerol, 2011:122-123).

Gelişmekte olan finansal piyasalar yabancı yatırımcılar için daima farklı bir yatırım alternatifi olmaktadır. Bunun en önemli nedeni gelişmekte olan borsaların yabancı yatırımcılar için çeşitlendirme aracı olmasıdır. Bu şekilde yabancı yatırımcılar piyasa bazında çeşitlendirme yapabilmektedir. İMKB de önemli bir gelişmekte olan borsa olarak yabancı yatırımcıların ilgisini çekmektedir. 1989 yılında yapılan düzenleme ile yabancı yatırımcıların İMKB’de işlem yapmasına izin verilmiş ve elde ettikleri karları kendi ülkelerine geri götürmelerinin önündeki engeller kaldırılmıştır. Bu tarihten itibaren yabancı yatırımcıların İMKB’ye olan ilgisi hızla artmıştır (Akar, 2008:185).

İMKB’de işlem yapan yabancı yatırımcıların sayısı az olmakla beraber hisse senetlerinin 2009 yılı itibari ile yaklaşık % 62’si yabancı yatırımcıların elindedir. Özellikle kurumsal yabancı yatırımcılar çok büyük miktarlarda hisseyi ellerinde bulundurmaktadır. Bireysel yabancı yatırımcıların da kişi başına düşen hisse senedi miktarı yerli bireysel yatırımcıların kişi başına sahip olduğu hisse senedi miktarının oldukça üstündedir. Yabancı bireysel yatırımcıların çok büyük sermaye ile hareket ettiği görülmektedir (Fikirkoça ve diğ., 2010:159). 2011 yılı itibari ile İMKB’deki hisse senetlerinin % 63’ü yabancı yatırımcıların elinde bulunmaktadır.

Yabancıların Türk hisse senedi piyasasındaki etkisi dikkat çekicidir. Çünkü yabancı yatırımcıların toplam saklama tutarı içindeki payı son beş yıl içerisinde zaman zaman % 70’in üzerine çıkmıştır (Baklacı, 2009:39). İMKB-100 ile yabancı yatırımcı portföy değerleri arasında yakın bir ilişki bulunmaktadır (Fikirkoça ve diğ., 2010:162).

Yabancı yatırımcıların, Türkiye Sermaye Piyasasına olan ilgisinin son yıllarda arttığı görülmektedir. 2000 yılı sonunda %40 seviyesinde olan yabancı yatırımcıların saklama payı, 2007'de %72 ile en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Küresel krizin ardından, bu oran 2008 sonunda %67'ye kadar gerilemiş, 2009'da yılın ilk aylarında %63'e inmiş, yılı ise %67 seviyesinde kapatmıştır.

Yabancı yatırımcılar 2003 yılında toplam işlemlerin sadece %9'unu gerçekleştirirken, 2008 yılında işlem hacmindeki payları %27'ye kadar yükselmiş, ancak 2009'da tekrar %14'e gerilemiştir. Saklama payları ile işlem hacmi payları ele alındığında, yerli yatırımcıların hisse senetlerinin sadece üçte birini ellerinde tutarken, likiditenin %85'ini sağladıkları görülmektedir (Fikirkoca ve diğ., 2010:159).

Kandır (2008), yaptığı araştırmasında İMKB'de işlem yapan yabancı yatırımcıları incelemiştir. Araştırma bulgularına göre; İMKB'de işlem yapan yabancı yatırımcılar şirketlerin satış hacmi, karlılık ölçütleri ve ihracat gelirlerine dikkat etmektedir. Yani yabancı yatırımcılar, Türk şirketlerinde, büyüklük, finansal performans ve ihracat gibi konulara önem vermektedir. Ayrıca yabancıların hisse tercihi yaparken şirketlerin uzun vadede finansal sıkıntıya düşme olasılığına fazla önem vermedikleri ve karlılık gibi kısa vadeli ölçütlere daha fazla önem verdikleri tespit edilmiştir (Kandır, 2008:206).

2009 yılında İMKB-100 endeksi dolar bazında %101 değer kazanırken yabancı yatırımcılar %90, yerli yatırımcılar da %123 oranında kazanç sağlamışlardır. Bu oranlar her iki grub için son 10 yıllık rekor seviyededir.

Yabancı yatırımcıların 2002 yılından itibaren ortalama elde tutma süresi düzenli olarak gerilemiş, 250-300 günden, 2005 yılında 204 güne kadar inmiştir. 2006-2007 yılları arasında elde tutma süresi yeniden artarak ortalama 277 güne çıkmıştır. Kriz yılı olan 2008 yılında tekrar 231 güne düşen yabancı yatırımcıların ortalama elde tutma süresi, 2009 yılında 322 gün olan rekor seviyeye ulaşmıştır.

Öte yandan, yerli yatırımcıların portföylerini yabancıardan çok daha hızlı değiştirdikleri görülmektedir. 2000-2002 yılları arasında ortalama 25 günde bir portföy değiştiren yerli yatırımcıların, elde tutma süresi 2004 yılından itibaren düzenli olarak artmıştır. 2009 yılında ise bu sayı 28 güne düşmüştür. Yerli yatırımcılar ortalama ayda bir portföylerini değiştirmektedir (Fikirkoca ve diğ., 2010:166).

Baklacı (2009) yılındaki çalışmasında; İMKB'deki hisse getirileri ile yabancı yatırımcı işlemleri arasındaki karşılıklı etkileşimi incelemiştir. Bu araştırmanın sonuçlarına göre; yabancıların işlemleri ile hisse getirileri arasında çarpıcı bir etkileşim bulunmaktadır. Yabancıların net portföy alımları ile hisse getirileri arasında hem gecikmeli hem de eşzamanlı karşılıklı etkileşim bulunmaktadır. Getiriler yabancıların alımlarını etkilemektedir. İMKB'de geribildirim etkisi, fiyat baskısı etkisine göre çok daha yoğun olarak yaşanmaktadır. Ayrıca yabancıların İMKB 100 endeks getirilerini etkilediği de araştırmada ortaya konulmuştur (Baklacı, 2009:51-52).

1.2.3. Bireysel Yatırımcılar

Ülkemizde İMKB'ye fon sunanları, bireysel yatırımcılar ve kurumsal yatırımcılar olarak temelde ikiye ayırabiliriz (Büker ve diğ., 2009:393). Bu tez çalışması da; bireysel yatırımcıların özelliklerini, psikolojilerini ve davranışlarını ortaya çıkararak borsadaki yatırımcıları ve borsanın yapısını daha iyi anlamaya katkı sağlamaya çalışmaktadır. İMKB'de işlem yapan yatırımcıların büyük çoğunluğu bireysel yatırımcılardan oluşmaktadır. Türkiye borsasında işlem yapan bir milyon bireysel yatırımcının nasıl işlem yaptığının anlaşılmasının fiyat hareketlerinin anlaşılmasına yardımcı olacağı düşünülmektedir.

Davranışsal finans, en fazla bireysel yatırımcıların davranışlarına ve özelliklerine önem vermektedir. Çünkü, bireysel yatırımcılar genel olarak kurumsal yatırımcılardan çok farklıdır. Onların pazarı algılamaları, risk ve getiriye yönelik düşünceleri kurumsal yatırımcılar gibi profesyonelce ve rasyonel değildir. Onların kararlarında psikolojik ve demografik özellikler son derece önemlidir (Karan, 2004:691).

Günümüzde ülkelerin ve büyük ekonomilerin yapacağı yatırımların büyük bölümüne, çoğunlukla özel sektör yani bireysel yatırımcılar karar vermektedir. Bireysel yatırımcılar finansal parametrelerle kısıtlı oldukları halde, yatırımlarına inanmak zorundadırlar. Karar süreçleri dikkatle incelendiğinde son tahlilde sezgisel ve psikolojiktir. Dolayısıyla ekonomilerin ve ülkelerin geleceği yatırım kararlarını veren bireysel yatırımcıların ellerindedir ve bu da büyük ölçüde onların psikolojisine bağlıdır (Akerlof ve Shiller, 2010:176).

Bireysel yatırımcılar, genel olarak kendi nam ve hesaplarına işlem yapan göreceli olarak

küçük çapta işlem yapan yatırımcılardır. Bu yatırımcılar portföy yönetimine daha çok bir hobi olarak başlamışlar ve profesyonel bir destek olmadan ya da çok az bir destekle kendi fonlarını yönetmeye çalışmaktadırlar (Karan, 2004:698).

Uygarlıkların geçmişi incelendiğinde görülmektedir ki; krizlerin ve çöküşlerin bir takım psikolojik sebepleri bulunmaktadır. İnsanlar içgüdüsel olarak otoritelerin kendileri yerine düşünmesine müsaade etmekte ve de içinde buldukları gruba uyum göstermektedirler. Bu tespitler borsalar ve borsalarda işlem yapan bireysel yatırımcıların davranışları için de geçerlidir. Geçmişteki borsa dalgalanmaları ve krizleri incelendiğinde görülür ki; pek çok bireysel yatırımcı, sürü psikolojisi ile hareket etmektedir ve uzmanların yönlendirmeleri ile işlem yapmaktadır. Yatırımcılar dikkatli davranarak içgüdüsel sürü davranışını azaltabilirler ve irrasyonel işlemlerden uzak durarak kazançlar elde edebilirler (Leeb ve Starthy, 2007:72-73).

Bireysel yatırımcılar genellikle daha küçük tutarlarda yatırım yaparlar ve yatırımları ile ilgili bazı sınırlamaları olabilmektedir. Bunların başlıcaları şunlardır; birincisi bireysel yatırımcıların bazıları yatırımlarını hemen paraya çevirmek isterken, bazıları daha uzun vadeli yatırım yapmaktadırlar. İkincisi; yatırımcıların yatırımlarının başkaları tarafından yönetilmelerini kabul edebilmeleri ve bu konular ile ilgili yasal çerçeve zaman zaman önemli bir sınırlama olmaktadır. Son olarak; yatırımların yönlendirilmesinde vergi faktörü her zaman önemlidir (Karan, 2004:700).

Pek çok bireysel yatırımcı, yeterli miktarda araştırma yapmadan, fiyatları çok yükselmiş popüler hisseleri satın almakta ve genellikle de zarar etmektedir (Lynch ve Rothchild, 2002:355). Finans piyasalarının tarihi sürüyü takip edenlerin en karlı fırsatları kaçırdıklarını göstermektedir. Borsada en büyük karları elde edenler de kendisini sürüden ayıranlar, duygularını kontrol altına alanlar ve açık görüşlü olanlardır. Kısacası bir yatırımcının kendisini piyasadaki sürü hareketinden ayırması, zenginliğine sebep olacaktır (Leeb ve Strathy, 2007:74).

Yatırımcılar ve de özelde bireysel yatırımcılar, tercihlerini risk ve beklenen getiriye göre yapmaktadırlar ve her yatırımcının risk getiri profili farklıdır. Genel olarak riske karşı davranış olarak yatırımcılar üç farklı grupta ele alınmaktadır. Bu üç grup kısaca; riskten kaçan yatırımcılar, riske karşı kayıtsız yatırımcılar ve riski seven yatırımcılar

olarak adlandırılabilir. Yatırımcıların çoğunluğu riskten kaçan yatırımcılardan oluşmaktadır (Büker ve diğ., 2009:68).

Bireysel yatırımcıların çoğu genel olarak ayrıntılı analiz yapmayan ve uzmanların görüşlerini dinleyerek çeşitlendirme yapan vasat yatırımcılardır (Leeb ve Strathy, 2007:74).

Aktif bireysel yatırımcılar, hayatları boyunca kendi servetlerini kazanan kişilerdir. Pasif bireysel yatırımcılar ise pasif olarak servet sahibi olan kişilerdir. Miras yoluyla veya kendi sermayelerini riske atmadan başkalarının sermayelerini kullanarak servet sahibi olan yatırımcılardır (Karan, 2004:715).

Bireysel yatırımcıların tasarrufları, sermaye piyasasına kaynak teşkil etmesi bakımından en geniş fon kaynağı durumundadır. Ülkemizde tasarruf sahibi kişiler, tasarruflarını sahip oldukları kültür seviyesine ve yatırım alışkanlıklarına göre genellikle bankaya yatırmakta ve bir kısmıyla da hisse senedi satın almaktadır. İşletmeler ellerindeki atıl fonları genellikle kendi yatırımlarında kullanmakta iseler de, zaman zaman menkul kıymet alımı gerçekleştirmektedirler. Bu açıdan hisse senedi alıp satan işletmeler de bireysel yatırımcı olarak kabul edilebilmektedirler (Büker ve diğ., 2009:430).

Cootner'in (1962), hipotezine göre; borsada iki tür yatırımcı bulunmaktadır. Birinci grupta acemi yatırımcılar, yer almaktadır. Acemi yatırımcılar, analizi iyi yapamamakta ve adeta zar atarak seçim yapmaktadır. Gerçek değeri iyi hesaplayamazlar. İkinci grupta ise "profesyonel yatırımcılar" yer alır. Bu yatırımcılar acemilerden önce bilgileri elde ederler, hatta onların ulaşamayacakları bilgilere de sahip olurlar gerçek değeri hesaplayabilme bilgi ve becerisine sahiptirler. Hisse senetlerinin fiyat hareketlerinin başlangıcında hiçbir davranışta bulunmazlar ancak fiyat belirli bir seviyenin altına indiğinde alım, fiyat belirli bir seviyenin üzerine çıktığında da satış yaparlar. Böylece hisse senedi fiyatlarının gerçek değere doğru düşmesi veya yükselmesine neden olmaktadır (Sarıkamış, 2000:139-140).

Bireysel yatırımcıların gelecekteki büyüme tahminleri, çoğunlukla geçmişteki büyüme oranlarının gelecekte de devam edeceği şeklindedir. Ancak gerçekte hisselerin büyüme oranları uzun vadede piyasa ortalamasına yaklaşmaktadır. Bu nedenle geçmişte hızlı büyüme göstermiş hisselerin büyüme oranları düşerek ortalamaya yaklaşırken bireysel

yatırımcıların tahminleri de tutmamaktadır (Lakonishok ve diğ., 1994:1575). Bireysel yatırımcılar analize az zaman ayırdıkları için en kolay ulaşılabilen veriler olan geçmiş büyüme ve fiyat verilerini incelemekte ve genellikle de süregelen trendin devam edeceğini zannetmektedirler. Özellikle aşırı fiyat artışlarının temel nedenlerinden birisi, hızlı büyüyen şirketlerin gelecekte de aynı hızla büyüyeceğini düşünen bireysel yatırımcıların alımlarıdır denilebilir.

Hangi yatırımların tercih edileceği ve portföy tipi yatırımcının kişisel ve sosyal durumuna bağlıdır. Gençlerle yaşlılar aynı yönde tercih göstermeyeceklerdir. Gençler daha çok risk karşılığında daha çok kazanç isteyebilirler. Yaşlılar ise daha az kazançla razı olup daha rahat uyumayı tercih edebilirler. Varlıklı bireysel yatırımcılar, hisse senetlerine ayırdıkları fonları daha kolayca riskli menkul kıymetlere yatırabilirler. Bir emekli memurun ise fazla riskten hoşlanmaması normal karşılanmalıdır. Kültür düzeyi yüksek bireysel yatırımcıların tercihleriyle diğerlerinin tercihleri de çok farklı olacaktır. Geleceğe güvenle bakan yatırımcıların, yatırım tercihleri ile gelecek hakkında tedirgin kişilerin tercihleri pek çok açıdan farklılıklar gösterecektir (Karlı, 1990:434).

İMKB açısından bireysel yatırımcıların durumu incelendiğinde; 2009 yılında, hisse senedi portföyleri %127 yükselerek 24,5 milyar TL'ye yükselen yerli bireysel yatırımcılar, toplamdaki paylarını da iki puan arttırarak %20'ye çıkarmışlardır. Yerli bireylerin hisse senedi portföyü toplam yerli yatırımcı portföyünün %60'ına denk gelmektedir. Uzun vadeli bakıldığında, önemli bir paya sahip olan yerli bireysel yatırımcıların sayısı düzenli artmasına rağmen, toplam portföydeki ağırlığının benzer oranda artmadığı dikkat çekmektedir. 2004 yılında senetlerin %33'ünü ellerinde bulunduran bu grubun payı 2006'da %21'e gerilemiş, 2007'de de %16'lık payla en düşük seviyeye inmiştir. 2009'da bu oran tekrar %20'ye çıksa da 2004 yılı ve öncesi seviyesine ulaşamamıştır (Fikirkoca ve diğ., 2010:145).

Ulusal pazarda işlem gören şirketlere yatırım yapan bireysel yatırımcıların, %69'u İMKB-30 endeksi kapsamındaki şirketleri tercih etmektedir. İMKB-100 senetlerinde bu pay %90'a çıkmaktadır. Sektör bazında yatırımcı dağılımı incelenirken, bir yatırımcının birden fazla sektördeki şirketlere yatırım yaptığını hatırlatmak faydalı olacaktır. Buna göre, toplam portföyün %25'ini oluşturan sınai şirketlerine, yatırımcıların %58'i yatırım yapmıştır. %63 pay ile en fazla yatırımcı çeken hisseler mali sektörde yer alan

şirketlerdir. Bankaların ağırlıkta olduğu bu şirketler İMKB ulusal pazardaki şirket portföylerinin %57'sini oluşturmuştur. Portföyün %17'sini oluşturan hizmet şirketlerine ise tüm yatırımcıların %28'i yatırım yapmıştır.

Yerli ve yabancı ayırımına bakıldığında, yerli yatırımcıların %58'inin sanayi sektöründeki şirketlere yatırım yaptığı görülmektedir. Mali sektördeki şirketler ise, yerli yatırımcıların %62'sinin ilgisini çekerken, her 4 yabancı yatırımcıdan üçü bu şirketlere yatırım yapmıştır. Yabancı yatırımcılar portföylerinin yarısını bankalara ayırmaktadır (Fikirkoça ve diğ., 2010:158).

Bireysel yatırımcılar gerçek hayatta kurumsal yatırımcılardan çok farklıdırlar. Sermaye piyasası teorisinde açıklanan rasyonel yatırımcı tipinden farklılık göstermektedir. Bireysel yatırımcıların riski algılamak açısından bazı özellikleri şunlardır (Karan, 2004:699).

1. Kurumsal yatırımcılar açısından risk, getirilerin standart sapması olarak değerlendirilirken, bireysel yatırımcı riski para kaybetmek veya rahatsız edici birşey yapmak olarak tanımlamaktadır.
2. Bireysel yatırımcıların çoğunda bilinmeyenden korkma özelliği vardır. Onlar bilmedikleri bir araçla ilgili olumsuz haberleri abartırlar.
3. Bireysel yatırımcıların birçoğu daha önce zarar ettiği bir senede ya da bir araca yatırım yapmaktan korkarlar.
4. Portföy yatırımlarında aynı zamanda zıt pozisyonlar alarak riskten kaçınma yaklaşımı genellikle bireysel yatırımcılar arasında kaygı oluşturur. Onlar herkesin ilgilendiği popüler araçlara yatırım yaparak riski azaltabileceklerini düşünürler.
5. Yatırımcılar, geçmişte olmuş risklerle gelecekteki potansiyel riskleri birbirine karıştırmak eğilimindedir. Geçmişte çok iyi bir performansı olan bir senedin gelecekte de aynı performansı göstereceğini, dolayısı ile riskinin az olacağını düşünürler.

Amatör bireysel yatırımcıların pek çoğu karmaşık verileri ayrıntılı olarak analiz etmemektedir ve uzmanların tavsiyelerini dinleyerek hareket etmektedir. Bu nedenle vasat bir bireysel yatırımcının piyasa ortalamasının üzerinde getiri elde etmesine pek rastlanmamaktadır (Leeb ve Strathy, 2007:74). Hisseleri analiz için ayrılan vakit

arttıkça, taklit ederek işlem yapma davranışının azalması beklenebilir.

Piyasalarda üç grup yatırımcı olduğu söylenebilir: Pasif yatırımcılar, aktif yatırımcılar ve iki gruba da girmeyen orta yönlü yatırımcılar. Pasif yatırımcılar genellikle danışmanlarının tavsiye ettiği hisseleri alırlar. Hayatları boyunca kendi servetlerini kazanan kişiler ise çoğunlukla aktif yatırımcı olmaktadır. Onların risk toleransları emniyet ihtiyaçlarının üzerindedir. Onlar risk toleranslarına uygun olarak yatırımlarını kontrol etmeyi tercih ederler. Kendi işlerini kurup büyüten küçük işadamları, tıp cerrahları, bağımsız muhasebeci ve avukatlar ve diğer girişimciler bu gruptadır.

Aktif yatırımcılar; kendi profesyonel bilgilerine çok güvendikleri için danışmanlarına yetki devri yapmak istemezler ve büyük risk almayı sevdiklerinden yatırımlarında fazla çeşitleme yaptırmazlar. Dengeli kişiliğe sahip olup hiç bir gruba girmeyenler, orta yönlü yatırımcılardır. Her bir grubun aşırıya kaçmayan özelliklerini taşırlar, orta düzeyde risk alırlar (Karan, 2004:701-703).

Ekonomik parametreler, her enstrümanda aynı etkiyi yapmamaktadır. Benzer şekilde, her değişken, her bireysel yatırımcıda aynı etkiyi yapmayacaktır, aynı düşünce ve beklentilere itmeyecektir. Ancak yine de model yatırımcıları düşünmek ve iktisat teorisindeki “rasyonel insanı” baz almak çok da yanıltıcı olmayacaktır (Özerol, 2011:134).

Bireysel yatırımcılar menkul değeri iki nedenle satar. Bu nedenlerden birincisi acil nakit ihtiyacının belirmesidir. İkinci neden ise piyasada portföyündeki bir hisse senedinden daha yüksek verim veren, ancak, riskini artırmayan başka bir hisse senedinin bulunmasıdır. Hisse senedine yatırım yapan bireyin piyasadaki fiyat dalgalanmalarından yararlanarak sermaye kazancı elde etme isteği değil dönemsel gelir elde etme amacını taşıyan bir yatırımcı olduğu varsayımı doğrudur. Bu varsayım doğrultusunda da borsada hisse senetleri işlem gören şirketler yatırımcıları doyuracak düzeyde kâr payı dağıtmaya ve şirketin riskini artırıcı işlemlerden kaçınmaya özen gösterirler. Şüphesiz borsada fiyat değişmelerinden yararlanarak kısa sürede sermaye kazancı elde etmek isteyen yatırımcılar da bulunacaktır. Ancak bu tür yatırımcılar, borsada işlem gören hisse senetleri sahiplerinin küçük bir yüzdesini oluştururlar.

Amatör yatırımcıların borsayı “kâr satışları” yapılacak bir yer olarak algılamaları

borsada spekülasyon yapmak için var olan profesyonellerin işine yaramakta ve bu özel ve tüzel kişiler borsadaki fiyat dalgalanmalarından büyük paralar kazanmaktadır (Sarıkamış, 2005:21-23).

Hisse senedi yatırımcılarının sermaye piyasası araçları hakkındaki bilgi eksikliği bilinçsiz yatırımlara yol açmakta ve bunun sonucunda da yatırımcılar mağdur olabilmektedirler (Karasioğlu ve Çam, 2007: 87).

Ülkemizde borsa yatırımcılarının profili incelendiğinde, gelişmiş piyasalarda rastlanan kurumsal yatırımcı ağırlığının aksine, Türkiye’de borsanın büyük ölçüde bireysel temelli olduğu görülmektedir. Yani, insanlar yatırım işini kendilerine meslek olarak edinmiş ve bu yönde akademik ve meslekî eğitim almış kişilere emanet etmek yerine, kendileri idare etmeye çalışmakta ve doğru, ya da yanlış, yatırım kararlarını kendileri vermektedirler. Ancak, finans literatürü, bu yatırımcıların büyük çoğunluğunun finans bilgisinden yoksun olduğunu kabul etmektedir. Yapılan araştırmalar, Türkiye’de borsanın gelişmiş piyasalarda olduğu gibi tasarrufların uzun vadeli değerlendirilerek emekliliğe yönelik bir fon oluşturulmasına hizmet eden bir yatırım aracı olarak değil, genellikle kısa vadeli, risk ve zarar potansiyeli oldukça göz ardı edilen ve yüksek getiri potansiyeli üzerine oynanan bir kumar olarak algılandığını göstermektedir (Akbulut ve Kaderli, 2009:213).

1.3. Hisse Senedi Fiyat Hareketleri

Hisse senedi fiyatlarının hisse senedi ile ilgili elde edilebilir bütün bilgileri yansıttığı varsayımı altında, hisse senedi fiyatları, şirketler için yatırım-üretim kararlarının, yatırımcılar için ise, yatırım yapılacak hisse senedi seçimine ilişkin kararların verilmesini sağlayan sinyallerdir (Küçükkocaoğlu ve Küçüksözen, 2005:160).

Modern finans anlayışı, menkul kıymet fiyatının her zaman, gelecekte sağlayacağı nakit akışlarının bugünkü değerleri toplamına eşit olduğunu varsaymaktadır. Bu varsayım altında herhangi bir yatırımdan olağanüstü getiri sağlanması olasılığı her zaman sıfır olacaktır (Taner ve Akkaya, 2005:47).

Hisse senedi getirileriyle kamuya açık makro ekonomik ve finansal veriler arasında doğrusal olmayan ilişkiler bulunmaktadır. Bu nedenle yatırımcılar ekonomik ve finansal verileri yakından takip etmelidir (McMillan, 2003:570).

Aktif bir yatırım beklenen getirilerin tahmini ile başlar. Pek çok analizi bu getirilerin şirketlerin gelecekteki kârlılığı tarafından sürükleneceği konusunda görüş birliği içindedirler. Fakat bir şirketin finansal tablolarından yatırımların getirisini tahmin etmek isteyen bir yatırımcı birkaç pek zor görevle karşılaşır. Açık bir öncelik finansal sonuçlarla yatırım getirileri arasında doğru bir bağlantının nasıl kurulacağıdır. Böyle bir bağlantının bir örneği fiyat-kazanç oranıdır, ancak genel kullanımda çok sayıda teknikler bulunmaktadır (Şamiloğlu, 2005:120).

Genel olarak, ideal bir piyasada fiyatlar kaynak tahsisi için doğru sinyallerdir. Yatırımcılar ve şirketler fiyatı dikkate alarak işlem yapmaktadır (Küçükkocaoğlu ve Küçüksözen, 2005:160).

Borsalarda oluşan fiyatın denge fiyatı yani söz konusu hissenin gerçek fiyatı olduğu düşünülmektedir. Fiyatlar, çok sayıda yatırımcının şirketle ilgili bilgilere göre belirlemiş oldukları değeri yansıtmaktadır. Pazara yeni bilgiler ulaştığında, bu bilgiler yatırımcılar tarafından satın alınır ve bu bilgilere göre yeni fiyat oluşur (Okka, 2009:300).

Hisse senetleri piyasasında yatırımcıların kararlarını etkileyen en önemli gösterge hisse senetlerinin getirisidir. Hisse senedi getirisini tahmin etmeye yönelik olarak literatürde, temel analiz, teknik analiz, rassal yürüyüş (random walk) ve etkin piyasalar yaklaşımları kullanılmaktadır (Kalaycı ve Karataş, 2005:146).

Hisse senetlerinin, yatırımcısı için değeri bütün sermaye yatırımlarında olduğu gibi bunların ileride sağlayacağı getiriye göre belirlenir. Yatırım aracı hisse senedi ise gelecekteki kar dağıtımları ve fiyat değişimleri konusunda tahminler yapıldıktan sonra tahminlere göre şimdiki değer hesaplanmaktadır (Hatipoğlu, 1993:42).

Yatırımcılar, hisse senedinin taşıdığı risk sebebiyle, piyasadaki risksiz getiri oranının üzerinde yeterince bir risk primi almadan riske maruz kalmak ve hisse senedine yatırım yapmak istemeyeceklerdir. Bununla beraber, geçmiş hisse senedi getirileri incelendiği zaman negatif getiriler veya düşük getirilere rastlanabilmektedir. Getiri oranının negatif olmasının en büyük sebebi hisselerdeki sermaye kaybı olabilmektedir. Şirketlerin hisse senetlerinin farklı beklenen getiri oranlarına sahip olmasının başlıca üç sebebi vardır. Bunlar; risk, likidite ve piyasadaki arz talep durumu (Erdoğan, 1990:252).

Yatırımcılar, büyüme sağlayan hisse senetlerini (growth stocks) öncelikle sermaye kazancı beklentisi ile almaktadırlar. Diğer taraftan gelir sağlayan hisse senetlerini (income stocks) ise genellikle nakit kar payları için satın almaktadırlar (Brealey ve diğ., 1997:135). Hisse senetlerinin getirisini hesaplamak oldukça zordur. Genellikle geçmiş rakamlardan hareket edilmektedir. Özellikle şirketin büyüme oranına yönelik tahminler yapılmaktadır (Hatipoğlu,1993:279). Hisse senedi sahiplerine nakit ödemeler iki şekilde olmaktadır; Nakit kar payı ödemeleri ve sermaye kazançlarıdır (Brealey ve diğ., 1997:122).

Hisse senedi fiyatlarındaki spekülasyon hareketleri ve dalgalanmalar nadir rastlanan olaylar değildir pek çok ülke borsasında defalarca görülmüştür. Hisse senedine mi, yoksa başka yatırım araçlarına mı sahip olunacağı ağırlıklı olarak kişilerin bağlı oldukları sosyal gruplar tarafından belirlenir. Sosyal grupların kendi içinde bile, kimin neye sahip olacağı, fiyat değişikliklerine bağlı olarak çarpıcı değişimler gösterebilmektedir (Akerlof ve Shiller, 2010:168).

Yatırımcıların bir kısmı, aktif olarak; genel ekonomi, finansal sistem ve şirketler ile ilgili haberleri ve gelişmeleri takip etmektedir. Nofsinger (2001), yaptığı araştırmasında şirket haberlerinin şirketin hisse fiyatına etki ettiğini, genel ekonomi ile ilgili haberlerin ise borsadaki şirketlerin hemen hemen hepsinin fiyatına etki ettiğini ortaya koymuştur. Şirket ile ilgili iyi haberler artışa dolayısı ile satışa yol açarken, şirket ile ilgili kötü haberler düşüşe dolayısı ile hisseyi elde tutmaya neden olmaktadır (Döm, 2003:98).

Kısa vadede, örneğin; birkaç ay boyunca hatta birkaç sene boyunca şirketin başarısı ile borsadaki hisse senedi fiyatının hiç ilgisi olmayabilir. Ancak uzun vadede şirketin başarısı ile borsadaki hisse senedinin başarısı arasında yüzde yüz doğru orantı vardır (Lynch ve Rothchild, 2002:352).

Uygulamada şirketler fiilen ne kadar yatırım yapacaklarına karar verirken yatırımın ardında yatan psikolojik faktörler de önemli bir rol oynamaktadır ve yatırım kararını etkilemektedir. Yatırımlardan beklenen nakit akışları, şirketin hesaplanan sermaye maliyeti, borsanın yatırıma göstereceği tepkilerin tahmini ve diğer risklerin etkileri hisse fiyatını etkilemektedir. Bütün bunlara ek olarak; şirketin deneyimlerden öğrenme fırsatları, sözleşmeler yapma ve dağıtım kanalları oluşturma fırsatları, diğer yatırımların sinerjileri, şirketin itibarı ve piyasa talebi gibi bir dizi başka faktörler de etkili

olmaktadır. Bu tür faktörleri ve etkilerini sayılara dökmenin basit bir yöntemi bulunmamaktadır ve zaman almaktadır. Yatırımcıların ise genellikle mevcut bilgilere dayanarak hızlı kararlar almaları ve ardından zaman kaybetmeden harekete geçmeleri gerekmektedir (Akerlof ve Shiller, 2010:176).

Hisse senedinin pazar fiyatının, şirketin sahip olduğu potansiyelin piyasaya yansımaya veya genel ekonomik yapı ve şirkete özgü kamuoyuna açıklanan bilgilerin fiyatlara yansımaya oluşması beklenir. Bütün bu unsurların yanı sıra oluşan fiyatlarda yatırımcı beklentilerinin ve suni fiyat oluşturma gayretlerinin de büyük bir payı vardır (Yalçın ve diğ., 2005:177).

Bir hissenin fiyatı, uzun süre, şirketin kazançlarının işaret ettiği seviyenin fazla üzerinde seyredemez. Hisse fiyatı, eninde sonunda, şirket kazançlarından etkilenecektir ve kazançların işaret ettiği fiyata inecektir. Çünkü hisse senedinin fiyatı, yatırımcıların beklentileri ile veya yönlendirilmeleri ile bir süreliğine hak ettiği seviyeleri fazlaca aşabilir ancak böyle bir durum şirket karlarının gerçekliği ile, hemen hemen her zaman, düzeltmeye uğramaktadır (Lynch ve Rothchild, 2002:356).

Bir hisse senedinin değeri % 30 veya % 50 düşmüş olabilir ancak bu durum hissenin fiyatının bir yüzde % 50 daha düşmeyeceği anlamına gelmemektedir. Bir hissenin fiyatının ne kadar düşeceği önceden asla tahmin edilememektedir (Lynch ve Rothchild, 2002:363).

Hisse senedi fiyat hareketlerinin analiz edilmesinde incelenen önemli faktörlerden birisi de yatırımcı davranışları ve yatırımcı profilidir. Çünkü, borsada işlem yapan yatırımcıların kalitesi arttıkça, o borsada işleyişin ve fiyat oluşumunun daha etkin ve verimli bir biçimde gerçekleşeceği aşikârdır (Akbulut ve Kaderli, 2009:212).

Borsadaki bir firmanın hisse senedi fiyatındaki dalgalanmalar genelde; ülkedeki ekonominin genel yapısına, ilgili firmanın ekonomik yapısına ve ilgili firmanın göstermiş olduğu performansa bağlıdır (Karasioğlu ve Çam, 2007:87).

Ekonomide bir sektör, ya da bir sektör içinde bazı firmalar diğerlerine nazaran daha hızlı bir gelişme sağlarsa, sermaye o tarafa akmak ister. Başarılı şirketlerin menkul kıymetlerine olan talep arttıkça fiyatları yükselir ve söz konusu şirketlerin sermaye temin etmeleri kolaylaşır (Bolak, 1994:49).

Yükselen faizler siyasi istikrarsızlık yerel paranın hızlı değer kaybı devalüasyon beklentisi, her türlü kriz ya da kriz beklentisi spekülasyona açık bir durum oluşturarak hisse senedi fiyatlarına olumsuz etki edecektir. Öte yandan istikrar, düşük faiz hadleri, ekonomideki olumlu gelişmeler, kurun dengeli hareket etmesi, faizlerin durağan olması hisse senedi fiyatlarını olumlu etkileyecektir (Özerol, 2011:133). Hem işletme ile ilgili hem de makro ekonomi ile ilgili her türlü olumlu veya olumsuz haber, bilgi, söylenti, tahmin, açıklama vb. veriler hisse senetlerinin fiyatını farklı şekillerde ve büyüklüklerde etkilemektedir.

Hisse senedinin fiyatını etkileyen faktörlerden birisi de şirket ile ilgili beklenmedik gelişmelerdir. Beklenmedik olumsuz gelişmeler hisse fiyatını düşürürken, beklenmedik olumlu haberler ise hisse fiyatını yükseltmektedir. Yatırımcılar bu tür durumları yakından takip ederek fayda sağlayabilmektedirler (Lynch ve Rothchild, 2002:321).

1.4. Hisse Senedi Değerlemesi

Hisse senetlerinin değerlerinin belirlenmesi ve tahmin edilmesi oldukça karmaşık bir süreçtir (Karan, 2004:307). Genellikle menkul değer fiyatlarının açıklanması ve tahmin edilmesi için klasik değerlendirme yöntemleri kullanılmaktadır. Fakat bunların sermaye pazarında egemen olan fiyat mekanizmalarını yorumlamada yetersiz oldukları görülmüştür. Uygulamaya dayalı olarak yapılan çalışmalarda finansal pazar verilerinin doğrusal olmayanları da içerdiği görülür (Fettahoğlu, 2009:237).

Bir yatırımın değerini, tayin eden üç faktör vardır. Bunlar; yatırımdan beklenen nakit akımlarının zamanları ve miktarları, nakit akımlarının riskliliği ve yatırımcının istediği getiri oranıdır (Türko, 2002:58).

Gerçek değer hesaplamaları, hisse senedi ile ilgili bilgiler kullanılarak yapılır. Bu bilgilerin gelişimi düzenli değildir ve gelen bilgilerin hisse senedi değerini hangi yönde etkileyeceği, bu bilgiler analizcilerin eline ulaşmadan önce bilinemez. Bu nedenle, pazarda hisse senetleri fiyatları, gerçek değerlerdeki değişimlerle ilgili bilgilerin gelişimine göre belirleneceği ve pazar fiyatları da gerçek değerlerdeki değişimlere uyum sağlayacakları için tesadüfi değişimler olarak karşımıza çıkmaktadır (Sarıkamış, 2000:142).

Piyasa etkinliğinin zayıfladığı veya olmadığı durumlarda akıllı yatırımcıların amacı; gereği gibi değerlendirilmeyen yani düşük değerlendirilmiş hisseleri bulup yatırım yapmak, hisseler hak ettiği değere ulaştıkça satıp kar elde etmektir (Okka, 2009:300).

Hisse senedini alan yatırımcılar, şirketin karından temettü payı alırlar ve hisseyi satsalrarsa da sermaye kazancı sağlarlar. Pazar fiyatları, alım satım işlemlerinin sonucunda oluşur. Pazarda belirlenen fiyatların hisse senetlerinin gerçek değerini yansıtıp yansıtmadığı çokça tartışılan bir konudur. Yatırımcı ödediği fiyatın adil ve uygun olduğunu, kendisine beklediği getiriyi sağlamasını ister. Gerçekten rasyonel hareket eden alıcılar ve satıcılar, hisse senetlerine değer biçerken, hisselerin beklenen getirisine ve risk derecesine bakmaktadır (Okka, 2009:299).

Hisse senedini değerlendirebilmek için gelecek senelerde dağıtılacak kar paylarının ve senedin satılması planlanan tarihteki fiyatının tahmin edilmesi gerekmektedir (Bolak, 2000:182).

Hisse senedi değerlemesi, tahvil değerlemesine göre daha karmaşık bir yapıya sahiptir. Bunun nedenleri şunlardır; hisse senetlerinden gelecekte elde edilecek nakit akımları kesin olarak belirli değildir. Hisse senetlerinde vade söz konusu değildir ve hissedarların bekledikleri getiri oranının dikkate alınarak hesaplama yapmak çok daha fazla belirsizlik içermektedir (Ercan ve Ban,2005:117).

Her finansal varlığın bir gerçek değeri vardır. Gerçek değer, finansal varlığın sahip olması gereken değeridir, diğer bir deyişle “ederi” dir. Piyasadaki fiyat, pazar koşullarına göre, bu gerçek değer etrafında dalgalanır. Pazar koşullarının etkisiyle ve bazı özel zamanlarda pazar fiyatı gerçek değerden uzaklaşmaktadır (Sarıkamış, 2000:137).

İyi bir yatırım gerçek değeri pazar değeri altında olan bir varlıktır. Bu nedenle, bir hisse senedine veya bir firmaya yatırım yapanlar o firmanın gerçek değerini öğrenmek isterler. Bir gayri menkulu değerlemek için ihtiyaç duyulan bilgi ile bir finansal varlık için duyulan ihtiyaç farklıdır. Bir varlığın değeri o varlığa para ödeyerek almak isteyenlere bağlıdır. Yatırımcıların bu isteği belirli bir ölçüde onun belirli olayları algılama yeteneğine, psikolojik ve duygusal nedenlere bağlı olabilmekte ve bundan dolayı değerlendirme olgusuna bir pozitif bilim gibi yaklaşabilmek mümkün değildir.

Ancak bilimsel yaklaşım bir varlığın değerinin o varlıktan ileride elde edilebilecek nakit akışına bağlı olduğunu ortaya koymaktadır (Karan, 2004:338).

Ekonomiyi sürükleyen şirketlerin bir kısmı yeni servet oluştururken, şüphesiz diğerleri mevcut servetlerini bilerek veya bilmeyerek aşındırmaktadır. Şirketlerin servetlerinin aşındırılması veya artırılması ile ilgili ekonomik faktörlerin keşfi, şirket yöneticileri ve yatırımcılar için şirketlerin değerinin hesaplanması noktasında, her geçen gün daha da önemli hale gelmektedir (Kara, 2005:2).

Bilgi, dünya ekonomisinin belirleyici ve en önemli kaynağı olmuştur. Temel ekonomik kaynağın bilgi olacağı bir bilgi toplumuna girilmiştir. Bu yeni bilgi ekonomisinde bilgi ve yetenekli çalışanlar, böylece, entelektüel sermaye rekabet üstünlüğünün temel belirleyicisi olmaktadır. Geleneksel şirketler faaliyetlerini fiziksel ve finansal sermaye üzerine yürütürken, modern şirketler bilgi üzerine kurmuşlardır Hisse senetlerinin fiyatlarında entelektüel sermayenin de dahil olduğu unutulmamalıdır (Şamiloğlu, 2006:79).

Bir hisse senediyle ilgili bilgileri, gerçek değerini tahmin etmek için yorumlamak çok güçtür. Bir hisse senedinin değerini tanımlayan en önemli belirleyicilerin, büyümesinin boyutu ve bunun gelecekte devam edeceği süre olduğunu görülmektedir. Bunların önceden kestirilmesi çok zordur ama üstün bir zekâ ve karar verme yeteneğine sahip birinin, bu belirleyici bilgileri performansa dönüştüreceği geniş bir alan vardır (Malkiel, 2007:205-214).

1.4.1. Teknik Analiz

Dow teorisine dayanan teknik analiz, geçmişte oluşmuş fiyat ve işlem miktarlarına bakarak yarını tahmin etmeye çalışmaktadır. Modern teknik analizin kurucusu olarak nitelendirilen Charles Dow'un The Wall Street Journal gazetesinde 1900 – 1902 yılları arasında yayınlanan makalelerinden derlenerek ortaya çıkarılan Dow Teorisi, teknik analiz metotlarının en eskisi ve hakkında en çok araştırma yapılmış olanıdır (Karan, 2004:503).

Teknik analizin ve Dow Teorisinin kurucusu kabul edilen Charles Dow, hisse senedi fiyatlarının kısa dönem hareketleri ile ilgilenmez. Amaç piyasa ana trendindeki değişimi önceden haber vermek diğer bir ifade ile durgunluk veya refah dönemlerine ilişkin

tahminde bulunmaktır. Dow teorisine göre hisse senetlerinin büyük çoğunluğu piyasanın trendi doğrultusunda hareket etmektedir. Dow teorisinin dayandığı iki ilkedir birincisi; endeksler, bütün yatırımcıların tüm karar ve duyguları da dâhil her şeyi içerir ve yansıtırlar. İkinci ilke ise piyasadaki fiyat hareketlerinde üç tip trend vardır; uzun ana trend, orta vadeli trend ve kısa vadeli trend (Şahin, 1992:13-15).

Charles Dow tarafından kurulan Dow Teorisi 1922 yılında Peter Hamilton tarafından geliştirilmiştir. 1932 yılında da Robert Rhea, “Dow Theory” adlı çok daha tamamlayıcı ve düzenli bir çalışma hazırlamıştır. Yayınlanmış bu çalışmaların ışığında, Dow Teorisinin altı temel varsayımı ortaya çıkmıştır (Karan, 2004:505).

1. Ortalamalar her faktörü kapsamaktadır,
2. Borsadaki tüm hareketler trendleri izlemektedir,
3. Ortalamalar birbirini teyit etmelidir,
4. İşlem miktarı trendi izlemelidir,
5. Ana trendin üç aşaması vardır,
6. Geri dönüş sinyali verinceye kadar bir trend geçerlidir.

Uzun süren ana trendin içinde; senedin genel yönü oluşur ve bu aşama üç dört yıl sürebilir. Bu trendler ile daha çok uzun dönemli yatırımcılar ilgilenmektedir. Bu aşama boyunca işlem miktarı yatırımcı psikolojisinden etkilenmektedir. Kötümser psikolojinin hakim olduğu dönemlerde işlem miktarı düşük gerçekleşirken, iyimser psikolojinin hakim olduğu dönemlerde işlem miktarı yükselmektedir. Uzun dönemli trendlerin sonunda satın alma veya satma panikleri incelenmesi gereken dikkat çekici konulardır. Uzun trend boyunca kısa süreli ara trendler de görülmektedir. Ara trendler düzeltmeler olarak görülmektedir. Ara trendler bir kaç hafta veya birkaç ay sürebilir. Ana trendin içinde bir de spekülâtorlerin etkisi ile oluşan, fiyatların genel trendini etkilemeyen, günlük hareketler de gözlemlenmektedir.

Dow teorisine göre “trend” yaklaşımıyla açıklanan toplu hareket, bir bakıma sürü psikolojisidir. Buna göre eğer yatırımcılar işlerin iyi gitmeyeceğini düşünürlerse

piyasanın yönü aşağı olur ve sizin elinizde piyasanın en yüksek kar beklentili sağlam şirketinin hisselerinin olması bir şey ifade etmez (Özerol, 2011:132).

Bu teoriye göre hisse senetlerinden elde edilecek kazanç, kimsenin tek başına yönlendiremediği denge fiyatlarına bağlıdır. Ancak bilginin herkese aynı anda ulaşmaması, herkesin risk karşısındaki davranışının farklı olması, psikolojik durumlar gibi nedenler ile fiyatlar zaman zaman dengeden saparak dalgalanmaktadır.

Gelecekte beklenenler ve gelecekteki belirsizlik fiyat dalgalanmalarının temel nedenleridir. Ancak fiyatlar kısa süre içinde dalgalanırken, uzun dönemde denge fiyatları doğrultusunda bir trend izlemektedirler (Karan, 2004:504).

Charles Dow'un; "piyasa hareketlerine yatırımcıların sürü psikolojisi hakimdir. Piyasalarda iki tür yatırımcı vardır, piyasa yapımcılar ve onları takip edenler" sözü, borsaların dalgalı fiyat hareketlerini ve hisse senedi yatırımcılarının psikolojisini özetlemektedir (Özerol, 2011:147).

Teknik analizcilerin amacı kısa sürede sermaye (hisse senedinin alış ile satış fiyatı arasındaki fark) kazancı sağlamaktır. Teknik analizciler bir sektörde uzman olmamaları sebebi ile çeşitli sektörlerde analiz yapabilmektedirler (İMKB, 1994:165).

Teknik analize göre bir hisseye ilişkin değerlemede bulunurken ekonomik faktörlerin incelenmesi zorunlu değildir. Dolayısıyla teknik analizci temel analizcinin yaptığı analizleri yapmaz, buna karşın hisse senedinin borsadaki geçmiş performansını, piyasadaki fiyat ve işlem miktarı hareketlerini analiz eder. Diğer bir ifade ile teknik analizci temel verilere göz gezdirir fakat konsantrasyon alanı o hisse senedinin fiyatı, işlem miktarı hareketleri, trendi kısaca onun arz ve talebidir. Yani teknik analizci için önemli olan, firmanın ne yaptığı değil o firmaya ait hisse senedinin borsadaki performansıdır. Arz ve talebe göre oluşan hisse senedi fiyatları, piyasanın ve özelde hisselerin trendini yani fiyat hareketlerinin nereye gittiğini işaret eder. Teknik analizcinin amacı fiyatların trendindeki değişimi, trend değişiminden önce belirlemek ve ona göre yatırım kararı vermektir. Yani fiyatların yükseldiği ve düşüş eğilimine gireceği tepe noktalarda satıp, fiyatların düştüğü ve yükseliş trendinin başlayacağı dip noktalarda alım yapmaktır (Şahin,1992:1-3).

Alım satımı az olan hisseler anormal fiyat değişikliğine uğramaya mahkûmdur. Yani bu hisseler manipülasyona (suni fiyat oynamalarına) açık olduklarından teknik analizin incelediği hisseler arasında değildir. Teknik analizin üç önemli varsayımı; fiyatlar her şey göz önüne alınarak gerçekleşmektedir, senet fiyatları akımlar içerisinde hareket etmektedir ve tarih tekerrürden ibarettir (Mergen, 1992:16).

Teknik analizin felsefesi ve dayandığı temel ilkeler şunlardır (Şahin,1992:4):

1. Bir hissenin değerini yalnızca onun arz ve talebi belirler.
2. Fiyatı belirleyen arz ve talep temel analizcinin savunduğu temel ekonomik faktörlerle birlikte, ruhsal ve psikolojik faktörlerin de etkisi altındadır. Piyasadaki fiyat bütün bu faktörleri içermektedir.
3. Küçük dalgalanmalar hariç fiyatlar bir trend doğrultusunda hareket eder ve bu trend kayda değer bir süre geçerliliğini korur.

Trend değişimlerini piyasa analizi ile belirlemek mümkündür. Diğer bir ifade ile piyasadaki fiyat hareketleri birbirini tekrarlayıcı niteliktedir. Geçmiş fiyat hareketleri geleceğe ilişkin tahminlerde kullanılabilir bir göstergedir.

Etkin piyasa savunucuları, “teknik analizciler” olarak bilinen ve geçmiş verilerin etüd edilerek gelecekte fiyatların gidiş yönünün tahmin edilebileceğini savunanların, fiyatların tesadüfi değişmesi nedeni ile doğru sonuca ulaşamayacaklarını savunmaktadırlar (Sarıkamış, 2000:145-146).

Teknik analiz yapanlar; fiyat, miktar, zaman, vade ve hisse senetlerinin genel olarak gidişatı hakkında bilgi veren istatistiksel rakam, oran ve endekslerle ilgilenirler ama bunları oluşturan sebeplere dikkat etmezler. Bu yöntemi kullananlar piyasanın çeşitli dönemlerde belirli trendler izlediği varsayımını yapar ve bu trendlerin başlangıç ve dönüş noktalarının yakalanabileceğine inanırlar. Kullandıkları yöntem sayesinde diğer analiz yöntemlerine göre daha iyi erken ve sağlıklı bir uyarı sinyali alındığını savunurlar. Böylece hisse senedi piyasasındakiler “al”, “sat” veya “elde tut” gibi öneriler verirler.

Teknik analiz daha çok alımdan sonraki birkaç hafta içinde kazanmayı amaçlayan spekülâtörler (trader) tarafından tercih edilmektedir. Bu kişiler dışında uzun vadeli

yatırımcılar (investor) da teknik analizi temel analize ek olarak zamanlama için kullanırlar.

Teknik analizciler hisse fiyatlarının, yatırımcıların duygu ve düşüncelerini kapsadığını ve bunu sadece kendi analizlerinin içerdiğini şiddetle savunmaktadırlar. Teknik analizde piyasadaki çeşitli kesimlerin fiyatları belirlemesi sebebi ile beklentilere de önem verilmektedir (İMKB, 1994:164–165).

Teknik analiz, kısaca, geçmişte oluşmuş çeşitli verilerin bilgisayar ve grafikler yardımı ile geleceği tahmin etmede kullanılan bir yöntemdir. Temel analizde ise hisse senetlerinin gerçeğe en yakın fiyatlarının bulunması için ekonomi, endüstri ve firma analizleri sonucunda hisse senedi değerinin tahmin değeri yapılmaktadır (Ercan ve Ban, 2005:121).

Hisseler genelde piyasanın trendi doğrultusunda hareket eder. Sağlıklı bir yatırım için öncelikle piyasa trendinin belirlenmesi gerekecektir. Genel piyasa analizi temelde dört alanı içine alır (Şahin,1992:188-189).

1. Yatırımcıların beklentilerindeki değişimin ölçüsünü gösteren fiyat endekslerinin analizini,
2. Beklentilerdeki değişimin gerçekleştiği zaman aralığını gösteren trend dalgalarının analizini,
3. Piyasadaki bu değişimlerin yoğunluğunu gösteren işlem hacminin analizini,
4. Bu değişimlerdeki heyecanı, canlılığı ifade eden "piyasa sağlamlık göstergelerinin" (breath indicators) analizini, içerir.

Teknik analiz, fiyat hareketlerini öngörmeye yönelik “psikolojik ve matematiksel” boyutları olan bir yöntemdir. Firma değerlemesinin çok fazla bir önemi yoktur. Çünkü geçmiş fiyat hareketlerine ve işlem hacimlerine bakarak gelecekteki fiyat hareketlerinin tahmin edilebileceğine inanmaktadırlar. Firma değeri, teknik analizde, destek ve direnç noktaları olarak kullanılmaktadır (Üreten ve Ercan, 2000:9).

Genel piyasa analizinde spekülasyonların da dikkate alınması gerekmektedir. Spekülatif dalgalanmaların özellikle fiyatların çok yükseldiği, ana ve orta vadeli yükseliş trendlerinin son safhasında en yüksek düzeyine ulaştığı görülür. Ayrıca spekülatif dalgalanmaların özellikle kısa vadeli hareketlerde çok daha fazla etkili olduğu söylenebilir.

Özellikle işlem hacminin zayıf olduğu hisse senetlerinde spekülasyon gruplarının yapacakları yoğun alış veya satış işlemleri aşırı fiyat dalgalanmalarına sebep olacaktır. Spekülasyon hareketleri yalnızca hisse bazında kalmayıp daha da genişleyerek birçok hisse senedin içine alan piyasa bazında bir harekete de dönüşebilir. Bu tamamen spekülasyon gruplarının spekülasyon gücüne bağlıdır. Yatırımcı gruplarının beklenti ve yatırım davranışlarının analizleri, trend değişimlerinin belirlenmesine katkı sağlamaktadır. Şöyle ki genellikle profesyonel yatırımcılar (yöneticiler, spekülasyonörler, yatırım danışmanları vb.) piyasa trendinden başlangıcında haberdar olmaktadır. Yani piyasanın tepe noktalarında sattıkları, dip noktalarında alım yaptıkları gözlenmektedir (Şahin, 1992:209-211).

1.4.2. Temel Analiz

Temel analiz; kısaca, piyasaya ulaşan bilgileri analiz ederek bir şirketin gerçek değerinin anlaşılmasına çalışılmasıdır. Temel analiz, firma ile ilgili kamuya açıklanan tüm bilgilerin ve finansal tabloların incelenmesi yoluyla yapılmaktadır. Temel analiz firma ile ilgili gerçeklere dayandığından, teknik analize göre önemli derecede üstünlüklere sahiptir (Karan, 2004:439).

Temel analiz, hisse senedi değerlemesinde kullanılan en yaygın klasik bir yöntemdir. Analiz sırasında makro değerlendirmelerden mikro değerlendirmelere doğru gidilmektedir. Bu bağlamda global şartlar olarak ekonomik, sosyal ve politik durum; sektörel şartlar olarak karlılık, büyüme, pazarın büyüklüğü, rekabet koşulları ve yasal uygulamalar, ülke şartları olarak; ekonomik, sosyal ve politik durum dikkate alınmaktadır (Ercan ve Ban, 2005:121). Yatırım araçlarının yanı sıra ekonominin, sermaye piyasasının ve farklı endüstrilerin analizini de içeren analiz süreci temel analiz olarak ifade edilmektedir (Eken, 2006:158).

Temel analizciler teknik analizciler göre daha çok veri ile ilgilendirler ve genellikle belli bir sektörde uzmanlaşırlar. Temel analizciler ilgilendikleri şirketlerin hisse senetlerinin “gerçek değerini” hesaplayıp piyasada oluşan fiyatlarla karşılaştırırlar ve buna göre alım satım kararı verirler. Bir hisse senedinin gerçek değeri şirketin mali tablolarındaki kalemlerin, şirket yönetiminin geçmiş dönemdekine ek olarak özellikle gelecekteki kar ve temettü rakamlarının ve çeşitli risklerin incelenmesi ve yorumlanması sonucu bulunmaktadır (İMKB, 1994:165).

Temel analizle ilgili ortalamanın üzerinde getiri sağlanıp sağlanamayacağı üzerine araştırmalar yapılmış ve yanıt gayet net bir “hayır” olmuştur. Elde edilen kanıtlara göre, piyasa kendisini yeni bilgilere o kadar çabuk uyarlamaktadır ki, bu yeni açıklamalar temelinde iş stratejileri geliştirmek olanaksız olmaktadır. Uzmanlara göre temel analiz, yatırımcılara ortalamanın üstünde getiriler sağlamada teknik analizden daha iyi bir yöntem değildir (Malkiel, 2007:205-206).

Hisse senedinde temel analizin kurucusu olarak kabul edilen Benjamin Graham bile, temel analizin artık daha üstü düzeye yatırım getirileri üretemeyeceği sonucuna varmıştır. 1976 yılında ölmeden kısa bir süre önce, Financial Analysts Journal’da yayımlanan bir röportajında Graham, “Artık, daha yüksek değer olanakları bulmak amacıyla hisse senedi analizinin gelişmiş tekniklerinin kullanılmasını savunmayacağım. Bu tür yoğun çabaların, maliyetini çıkaracak, yeterince üstün seçimler üreteceğinden kuşku duyuyorum” demiştir. Tüm hisse senetlerini kapsayan bir fon satın almak, profesyonel analistlerin yönettiği bir fondan beklenen bir getiriyi sağlayacaktır. Etkin piyasalar teorisine göre; temel analiz, yatırımcının bir endeks fonu için uygulayacağı al ve tut stratejisine üstün gelmesini sağlayacak yatırım tavsiyeleri oluşturamaz (Malkiel, 2007:210-214).

Temel analiz yapılırken, bir şirketin analizinden önce genel ekonomik yapı incelenmeli ve konjonktür hakkında bir fikre ulaşılmalıdır. Genel ekonomik yapının devamında ikinci olarak sektör analizi yapılmaktadır. Bu noktada genelden özele doğru bir kayış yapılmaktadır. nc ve son olarak yatırımcı ilgilendiği firmanın analizini yapmalıdır. Bu son aşamada genel ekonominin ve sektörün firmayı nasıl etkileyeceği dikkate alınmalıdır. Bu alışma sırasında şirketin mali tabloları esastır. Bu tablolar ve bunlardan üretilen rasyolar yardımıyla firmanın finansal analizi yapılır ve genel anlamda temel analiz tamamlanmaktadır. Yaklaşım olarak yukarıdan aşağıya (genel ekonomiden firmaya) sisteminin seçilmesi genel ekonominin ve sektörün şirketi etkilediği varsayımına dayanmaktadır. Piyasa herşeyin üzerindedir ve bütün firmaları etkilemektedir (zerol, 2011:46).

Hisse senedi getirileriyle kamuya açık makro ekonomik ve finansal veriler arasında doğrusal olmayan ilişkiler bulunmaktadır. Bu nedenle yatırımcılar ekonomik ve finansal verileri yakından takip etmelidir (McMillan, 2003:570).

Temel analize göre bir hissenin fiyatını yalnızca temel ekonomik faktörler belirlemektedir. Dolayısıyla temel analizci bir hisseye ilişkin alım satım kararında bulunurken öncelikle ekonomi, endüstri, iş kolu ve firma analizleri yapar (Şahin, 1992:1-3).

Firmanın durumu yalnız firma ile ilgili özel bilgilerden değil, başta ekonomi olmak üzere, uluslararası, ulusal ve bölgesel olaylardan etkilenmektedir. Büyük ölçüde makro ekonomik gelişmeler firma ile ilgili beklentilerin temelini oluşturmaktadır. Bu nedenle, firma ile ilgili bilgiler büyük ölçüde ekonomik ve sektörel gelişmelere dayandığından temel analiz üç ana aşama altında yapılmaktadır. Bunlar; ekonomik analiz, sektör analizi, firma analizidir.

İyi bir temel analiz yapabilmek için önce ekonomi, daha sonra sektör ve firma değerlendirilir. Ekonomik analiz firmanın pazar (sistemik) riskini değerlendirirken, sektör ve firma analizi daha çok firma (sistemik olmayan) riskine yöneliktir. Yatırım analizlerinin başlangıç noktası makro ekonomik analizdir (Karan,2004:440).

Temel analizin birinci aşaması olan ekonomik analiz yapılırken çok çeşitli konular incelenmektedir. Ekonomik analiz aşamasında incelenen konular şunlardır; Ekonomik Trend, Para ve Maliye Politikaları, Ekonomik Göstergeler, Hükümet, Siyasi İstikrar, Uluslararası Olaylar, Halkın İyimser ve Kötümserliği, Dış Ticaret, Ulusal Yasalar, Enflasyon, GSMH Büyümesi, İşsizlik, Üretim, Kapasite Kullanımı, Turizm Gelirleri, Verimlilik, Petrol Fiyatları, Cari Denge, İMF ve Dünya Bankası Raporları, Avrupa Birliği İlişkileri, Kurumlar arası Uyum Bölgesel Gelişmeler, Seçimler, vb. (Karan, 2004:441).

Genel konjonktürün durgunluk ve düşme gösterdiği dönemlerde tahvil ve hisse senetlerinin de fiyatları düşer. Pek çok kimse böyle zamanlarda paniğe kapılıp elindeki kıymetleri paraya çevirmek ister. Hisse senedi piyasaları, iç ve dış ekonomik ve politik olay ve faktörlerden etkilenir. Bir hükümet bunalımı, Ortadoğu ve Kıbrıs olayları gibi krizler, enflasyonunun hızlanması, ya da enflasyona karşı sert parasal tedbirler, işsizlik oranının artması, özelleştirme psikozu gibi durumlar genel konjonktür üzerine olumsuz etki yapmakla birlikte ilelebet devam etmez, bir süre sonra ekonomik ve siyasi istikrarın oluşması ile normal piyasa şartları kendini göstermeye başlar (Karslı, 1994:525).

Ekonomideki “akıllı para” borsa, faiz ya da döviz arasında dolaşacaktır. Paranın hangi enstrümana gideceği ve ne şartlarda tekrar o enstrümandan çıkacağı ise ekonomik gelişmelere bağlı olacaktır. Yatırım enstrümanının seçimi ekonomik göstergelere bağlı bir seçim olacaktır. Bu nedenle, makro iktisadi gelişmeler analiz edilmeli, vade ve risk algılanması dikkate alınarak yatırım kararı verilmelidir (Özerol, 2011:119).

Ekonomik istikrarın bozulduğu dönemlerde yatırımcıların pek çoğu altın ve döviz piyasası gibi alternatif piyasalara kısmen veya tamamen geçiş yapmaktadırlar. Bunun önemli nedenlerinden birisi altın ve döviz fiyatlarının ülke ekonomisinden daha fazla dünyadaki konjoktüre bağlı olmasıdır. Hisse senedi piyasasından alternatif piyasalara geçişin diğer bir nedeni ise ekonomik istikrarsızlık dönemlerinde işletmelerin satışlarının azalması ve çeşitli zorluklarla karşılaşmalarıdır. Hisse senedi piyasası, genel iktisadi konjoktür içinde en çok parasal değişimlere karşı hassastır. Faiz oranlarında önemli bir artış hisse senedi talebini azaltır, faiz oranlarının düşmesi ise hisse senedi talebini artırır. Yatırımcılar, faiz oranlarının arttığı dönemler de portföylerinin daha büyük bir kısmını tahvil ve bono piyasasına yatırdıkları için hisse senedi talebi azalır. Faiz oranlarından belki de daha fazla olarak, tedavüldeki para miktarı hisse senedi piyasasını etkiler. Tedavüle toplu miktarda para çıkarılması hisse senedi fiyatlarını ve işlem hacmini yükseltir. Tedavüldeki para miktarının azalması ise hisse senedi fiyatlarını ve işlem hacmini düşürür (Karşlı, 1994:525).

Temel analizin ikinci aşaması firmanın içinde olduğu sektörün ve sektördeki diğer firmaların durumunun analiz edilmesidir. Sektör analizi yapılırken; Sanayinin Yapısı, Rekabet Koşulları, Ürün Hayat Eğrisi, Yasal Düzenlemeler, Arz- Talep İlişkileri, Ürün Kalitesi, Maliyet Faktörleri, Rekabetçi ve Tamamlayıcı Sektörler, Satış Büyüme Potansiyeli, Tamamlayıcı Sektörler, Satışların Büyüme Potansiyeli, Finansal Norm ve Standartlar, Girdilerin Temini, Çevre, vb. konular incelenerek firmanın analizi aşamasına geçilmelidir (Karan, 2004:442).

Yatırımcılar, sektör ile ilgili olumsuz haberlere bakarak sektördeki sağlam şirketleri göz ardı etmemelidir. Şirketlerin buldukları sektörden tamamen bağımsız olduğu söylenemez ancak kötü eleştiriler alan bir sektörde çok karlı ve büyüyen şirketler bulunabilir ve hisse senetleri alınabilir (Lynch ve Rothchild, 2002:339).

Bazı sektörler veya bazı sektörlerdeki bazı şirketler ekonomik durgunlukla mücadele etmek ve karlarını yükseltmek zorundadırlar. Bu tür şirketlerin hisseleri, şirketin satışlarında ve karlarında iyileşmeler görülmeden, alınmamalıdır (Lynch ve Rothchild, 2002:362).

Temel analizin aşamalarından olan şirket analizi çerçevesinde; şirketin finansal durumunu gösteren finansal tablo ve raporlar ve bunlardan üretilmiş finansal oranlar kullanılarak, hisse senedi getirilerini etkileyen oranların belirlenmesi amaçlanmaktadır. Hisse senedi getirilerini etkileyen faktörleri şirket analizi çerçevesinde ele alan sınırlı sayıda çalışma mevcuttur (Kalaycı ve Karataş, 2005:146). Temel analizin üçüncü aşamasında incelenen konular şunlardır; Bilanço ve Gelir Tablosu Analizleri, Firma ile İlgili Haberler, Muhasebe Politikaları, Gelirlerin Tahmini, Uzmanların Görüşleri, Temettü Ödemeleri, İskonto Oranları, Fon Akış Analizi, Beklentiler, Yönetim, Getiri, Risk, v.s (Karan, 2004:442).

Şirketin analizi temel analizin en zor kısmıdır. Çok sayıda şirket ve bunlara ait kamuoyuna açıklanan binlerce bilgi vardır. Bu bilgilerin sistematik bir şekilde ayrıştırılması ve bir diğer şirketin bilgisiyle mukayese edilebilir bir seviyeye getirilmesi sıradan bir yatırımcı için zor bir işlemdir. Rasyolar finansal analistlere şirketlerin karlılık ve likidite durumlarıyla, sermaye ve mali yapısı hakkında fikir verir ve benzerleriyle karşılaştırma olanağı sağlar. Buna rağmen rasyoların hisse senedi seçiminin etkin ve garantili bir yolu olmadığı söylenebilir. Çünkü hisse senetlerinin pazar performansı yalnızca şirketin sahip olduğu potansiyelden etkilenmez. Şirket dışı, piyasaya özgü faktörlerinde hisse senedinin pazar performansında etkili olduğu bilinir (Yalçınar ve diğ., 2005:177). Temel analizde, yatırımcılar şirket ile ilgili bilgileri finansal analiz teknikleri kullanarak analiz ederler, yorumlarlar ve gerçek fiyatı hesaplamak için kullanırlar (Sarıkamış, 2000:146).

Hisse senedi alınacak olan şirket analiz edilirken özellikle şu konulara dikkat edilmelidir: Tüm üretim alanlarında olmasa bile büyük bir çoğunluğunda, en düşük maliyetle üretim yapması gerekir. Şirketin kar marjı da önemli bir konudur. Çünkü; ortalamanın üzerindeki kar marjının bir şirkete büyümeyi finanse etmek için gereken fonların bir kısmını veya belki de tümünü, dahili olarak oluşturmaya yetecek kazancı sağlayacak olmasıdır. Şirketin güçlü bir pazarlama örgütü olmalıdır. İşletmenin üstün

araştırma kabiliyeti ve teknik güce sahip olması gerekir. Hisse senedi fiyatına etki eden bir diğer faktör de finansal beceridir. Ortalamanın üzerinde finansal beceriye sahip şirketlerin muhtelif önemli avantajları vardır. Şirket analizi yapılırken esas olarak asla unutulmaması gereken şey şudur: değişimin giderek daha da hızlandığı bir dünya da hiçbir şey uzun süre aynı kalmaz. Olduğu gibi kalmak olanaksızdır. Bir şirket ya büyüyecek ya da küçülecektir. Yukarı tırmanmayı başaramayan şirketler kaçınılmaz olarak aşağı düşmüşlerdir ve eğer bu geçmiş için geçerli ise, gelecekte daha da geçerli olacaktır (Fisher, 2007:223-231).

Şirketin durumunu ortaya çıkarabilmek amacıyla yapılan finansal analiz; finansal tablolardaki çeşitli hesaplar arasındaki ilişkilerin kurulmasını, ölçülmesini ve yorumunu kapsayan bir faaliyettir. Böylece işletmenin geçmiş faaliyetleri ve bugünkü durumu değerlendirildiği gibi, geleceğe ilişkin tahminlerin yapılması da kolaylaşmaktadır (Ceylan, 2001:31).

Finansal analiz, işletmelerde hazırlanan bilanço ve gelir tablosu gibi mali tabloları çeşitli analiz teknikleri ile inceleyerek yorumlamaya yardımcı olmaktadır. Finansal analiz ile şirket yöneticilerine ve şirket dışındaki çeşitli çıkar gruplarına (kreditörler, yatırımcılar, devlet vb.) oldukça yararlı bilgiler ve yorumlar sunulabilmektedir (Özdemir, 1997:29).

Temel analizin son aşamasında, yatırımcı, ilgilendiği firmanın analizini yapmalıdır. Bu çalışma sırasında şirketin mali tabloları esastır. Bu tablolar ve bunlardan üretilen rasyolar yardımıyla firmanın finansal analizi yapılarak temel analiz tamamlanmaktadır (Özerol, 2011:46). Bir şirketin durumunu anlayabilmek için bilanço ve gelir tablolarındaki bazı kalemler arasında oranlar kurmak yatırımcılara faydalı olmaktadır (Hatipoğlu,1993:320).

İşletmelerin finansal sıkıntılarını ve potansiyel durumunu tespit edebilmek için finansal açıdan analiz edilmesi zorunlu kabul edilmektedir (Mucuk, 2003:293). Menkul kıymet borsalarında alım-satımı yapılan araçların fiyatlarını doğrudan etkileyen ve bu borsalarda faaliyet gösteren şirketler tarafından belirli dönemler itibarıyla kamuya açıklanan finansal bilgilerin doğru ve güvenilir olması konusu büyük önem arz etmektedir (Akaytay, 2010:1). Dikkat edilmesi gereken önemli bir nokta da; farklı

muhasebe uygulamalarının şirketin gerçek ekonomik kârını ve performansını çarpıttığıdır (Şamiloğlu, 2005:79).

Analiz yöntemlerinden en çok kullanılanı oran analizi olup, işletmenin finansal raporlarındaki veriler arasında oranlamalar yoluyla, yatırımcıların işletmeyi değerlendirmesini sağlamaktadır (Aktaş ve Ünal, 2008:291). Analiz, işletmenin karlılık, likidite durumu, finansman yapısı, borçlarının durumu ve varlıkları hakkında yatırımcılara fikirler vermektedir. Oran analizinde asıl önemli konu oranların hesaplanması değil, oranların yorumlanmasıdır (Büker ve diğerleri, 2009:81).

Hisse senedi sahipleri şirket hakkında bilgi elde etmek istemektedirler. Özellikle işletmenin gelecekle ilgili getirileri ve riskleriyle ilgilenmektedirler. Gelecekle ilgili bu konularda fikir edinebilmek için de işletmenin mali tablolarından faydalanırlar (Özdemir, 1997:31). Mali tablolar analizi ve yorumlanması sağlıklı yatırım yapabilmenin ön koşullarından birisi olarak kabul edilmektedir. Yatırımcılar mali analizi özellikle şirketin getirisini ve hisse başına karın ölçülmesi amacıyla yapmaktadırlar (Özerol,2011:53).

Oran analizi, işletmenin finansal durumu ve faaliyet sonuçlarını diğer işletmelerin sonuçlarıyla karşılaştırarak değerlendirme imkanı sunmaktadır (Özdemir, 1997:34).

İşletmeleri değişik açılardan değerlendiren finansal oranlar beş grupta ele alınmaktadır. Likidite oranları, finansal borç oranları, finansal etkinlik oranları, karlılık oranları ve piyasa değeri oranları değişik açılardan şirket hakkında fikirler vermektedir (Büker ve diğ., 2009:83).

Yatırımcı bir firmanın finansal tablolarını analiz ederken çok miktarda verinin arasında kalarak sıkıntı çekebilir. Bu nedenle finansal tablolar analiz edilirken firmanın borç durumu, likidite, verimlilik, karlılık ve piyasa değerini özetleyen belli başlı birkaç finansal oranlar kullanılmaktadır. Finansal oran analizi mekanik bir biçimde yapılırsa pek ender yararlı olmaktadır. Analiz, belli bir dozda iyi yorum gerektirmektedir. Finansal oranlar yanıt sağlamaktan daha çok yatırımcının doğru soruyu sormasına yardımcı olmaktadır. Biraz düşünme ve sağduyu ile oranların yorumlanması formüllerin gözü kapalı kullanılmasından daha değerlidir (Brealey ve diğ., 1997:488).

Finansal tablolar, işletme yönetiminin başarı ya da başarısızlığını gösteren ya da yaklaşan tehlikelerin uyarı sinyallerini içeren bir bilgi seti oluşturur (Karan, 2004:470). Açıktır ki, hiç bir finansal gösterge tek başına şirketin performans dinamiklerini tam anlamıyla ölçmeye yetmeyecektir (Kara, 2005:4).

Yatırımcıları en fazla zarara sokan hisseler bilançoları zayıf olan şirketlerdir. Bu nedenle bir şirketin bilançosu iyice incelenmeden ve mali durumu tam olarak anlaşılmadan hisse senedi alınmamalıdır. Bu inceleme sırasında özellikle dikkat edilmesi gereken konular şirketin borç miktarı, borçlarının kısa ve uzun döneme nasıl yayıldığı ve şirketin olası kötü senaryolarda borçlarını ödeyip ödeyemeyeceğidir (Lynch ve Rothchild, 2002:352). Yatırımcı açısından kritik analizler karlılık, fiyat ve getiri analizleridir. Yatırımcı özellikle hisse başına kazanç, fiyat kazanç oranı öz kaynak karlılığı ve benzeri rasyoları dikkate alacaktır. Mali analizde en çok kullanılan mali tablolar bilanço ve gelir tablosu olarak kabul edilmektedir. Ayrıca fon akım tablosu ve kar dağıtım tablosu da mali analiz sırasında incelenmektedir (Özerol, 2011:55).

Yöneticiler ve yatırımcılar şirketlerinin performansını ölçecek göstergeleri bulma eğilimindedirler. Dünyanın pek çok ülkesinde profesyonel muhasebeciler ve hisse senedi alım satımı otoriteleri özkaynak getirisi, nakit akımı ve hisse başına kâr gibi performans ölçümlerine ihtiyaç duymaktadırlar. Uzun bir süre hisse başına kâr en önemli finansal performans ölçümü olarak görülmüştür (Şamiloğlu, 2005:67).

Hisse getirilerinin, şirketlerin gelecekteki kârlılığı tarafından sürükleneceği konusunda görüş birliği bulunmaktadır. Fakat bir şirketin finansal tablolarından yatırımların getirisini tahmin etmek isteyen bir yatırımcı birkaç pek zor görevle karşılaşır. Açık bir öncelik finansal sonuçlarla yatırım getirileri arasında doğru bir bağlantının nasıl kurulacağıdır (Şamiloğlu, 2005:120).

Borsalarda hisse senetleri alınıp satılırken, en çok kullanılan yöntemlerden birisi de fiyat /kazanç (F/K) oranıdır. Fiyat/kazanç oranı; 1 liralık kar elde etmek için yatırımcının kaç liralık yatırım yapacağını gösterir. Mesela $F/K = 10$ demek, 1 liralık kar için 10 liralık yatırım yapılacağını, $F/K = 20$ demek, 1 liralık kazanç için 20 liralık yatırım yapılacağını göstermektedir (Okka, 2009:310).

1.4.3. Etkin Piyasalar Hipotezi

Etkin piyasa hipotezi (EPH), kuramsal Random Walk (rassal yürüyüş) ekolünden geliştirilmiştir. Etkin piyasa hipotezini geliştirenler, işlem maliyetleri düşüldükten sonra alınan risklere oranla cazip bir kar kalması için uygun teknik alım satım stratejileri belirlemenin güç olduğunu tespit etmişlerdir. Kısa vadeli piyasa tahminlerine dayalı alım satımlarla para kazanmak çok zordur. Bu tür durumlar için piyasanın etkin olduğu söylenebilir (Fisher, 2007:340). EPH, Eugene Fama, ona standart bir versiyon kazandırmadan önce yıllar boyunca iktisatçılar arasında tartışılmaktaydı (Marron, 2011:152). Fama (1970) etkin piyasayı mevcut tüm bilgilerin fiyatlara tam olarak yansımaları şeklinde tanımlamıştır (Karan, 2004:272). Modern finans, EPH olarak bilinen temel bir yaklaşıma sahiptir. Bu temel yaklaşım, doğru bir değerlendirme yaparak yatırımcıların olağan dışı kazançlar elde edebilmesinin ancak farklı bilgilere sahip olmasıyla mümkün olabileceğini ve bu konudaki yoğun rekabeti tartışmaktadır (Taner ve Akkaya, 2005:48).

1953 tarihinde M.Kendall isimli bir istatistikçi geçmiş fiyatları inceledikten sonra fiyat hareketlerinin tamamen tesadüfi olduğunu belirlemiştir. Buna Random Walk (gelişigüzel yürüme) denmektedir. İşte bazı finansçılar bu olayı sermaye piyasalarının etkinliği şeklinde yorumlamıştır (Hatipoğlu,1993:288). “Tesadüfi adım teorisi (random walk theory)” olarak bilinen bu teoriye göre, yatırımcılar değişen gerçek değer tahminlerine uygun olarak pazar fiyatlarını sürekli dalgalandırır. Dalgalanmaların sistematik olmayışı, gerçek değer hesaplaması yapacak yatırımcılara, yeni bilgilerin, her gün düzensiz zaman aralıkları ile gelmesine bağlanabilir (Sarıkamış, 2000:145-146).

Etkinlik kavramı, herhangi bir zamanda piyasa açısından “etkin” olan fiyatların, şirkete ilişkin bilinen her şeyi tam ve gerçek olarak yansıttığı varsayımını içermektedir (Fisher, 2007:339).

Bir piyasanın etkinliği için şart olmayan ancak etkinliği kolaylaştıran noktalar şunlardır: Yatırımcılar tüm bilgilere maliyetsiz ulaşabilmelidir, işlem maliyetleri sıfır olmalıdır ve bütün yatırımcılar, mevcut fiyata ilişkin mevcut bilgiye ve her bir hissenin gelecekteki fiyat hareketlerine ilişkin çıkarımlar üzerinde hemfikirdir. Böyle bir piyasada bir hissenin mevcut fiyatı erişilebilir bütün bilgiyi açıkça ve tam olarak yansıtmaktadır (Fama, 1970:387).

EPH'ye göre tüm yatırımcılar rasyoneldir ve bu nedenle hisse senedi fiyatları asıl değerinden asla sapmamaktadır. Bu durum aşırı değerlendirilmiş (overvalued) veya düşük değer biçilmiş (undervalued) hisse senedi diye bir şey olmadığı ve kazancı artırmak için değeri gizlemenin imkansız olduğu anlamına gelmektedir (Leeb ve Strathy, 2007:75).

Eugene Fama'nın EPH'ne göre; piyasalardaki finansal fiyat hareketleri gelişigüzel oluşur ve önceden tahmin edilemezler (Balı ve Büyükşalvarcı, 2011:209). Fama (1970)'e göre; sermaye piyasalarının etkinliğinin temelinde, bilgisel anlamda etkinlik olarak da bilinen ve sermaye piyasalarında hisse senetlerine ilişkin olarak gerçekleşen fiyatların, o senet ve onu ihraç eden şirkete ilişkin bütün bilgileri yansıttığı kabulüne dayanan varsayım yatmaktadır (Küçükkocaoğlu ve Küçüksözen, 2005:160).

Tüm hisse senetlerini kapsayan bir fon satın almak, profesyonel analistlerin yönettiği bir fondan beklenen getiriye sağlayacaktır. EPH'ne göre; temel analiz, yatırımcının bir endeks fonu için uygulayacağı al ve tut stratejisine üstün gelmesini sağlayacak yatırım tavsiyeleri oluşturamaz (Malkiel, 2007:210-214).

EPH, yatırımcıların doğru bir karar silsilesi izlediğini kabul etmekle birlikte, aslında yatırımcıyı değil ama pazarı rasyonel kabul etmektedir. EPH pazarın öngörülebileceği konusunda herhangi bir varsayıma sahip olmamakla birlikte, pazarın geleceğe ilişkin önyargısız öngörülerde bulunulabileceğini varsaymaktadır. Geleceğe ilişkin yapılacak öngörülerde piyasanın gelişme eğilimi, makro ekonomik veriler ve geçmiş getiri endeksleri önemli bir rol oynamaktadır (Taner ve Akkaya, 2005:48). EPH, bazı eleştirmenlerin belirttiği gibi, hisse senedi fiyatlarının amaçsız, yanlış ve temel bilgilerdeki değişimlere duyarsız hareket ettiğini ileri sürmez. Aksine, fiyatların rastgele bir seyirle hareket etmesinin nedeni, bunun tam tersidir: Piyasa o kadar etkindir ve yeni bir bilgi geldiğinde fiyatlar o kadar hızlı oynar ki, kimse, sürekli olarak kazanç sağlayacak hızda alıp satamaz (Malkiel, 2007:211).

Yeni bilgiler, yatırımcılar tarafından satın alınır ve bu bilgilere göre yeni fiyat oluşur. EPH'ne göre; hisse senetlerinin cari pazar fiyatları bunların gerçek değerlerini temsil etmektedir ve bu nedenle pazarda düşük ya da aşırı değerlendirilmiş hisse senetlerine rastlamak mümkün olamamaktadır. Borsada hisse senetlerinin fiyatları sürekli olarak gelen yeni bilgilere göre yeniden belirlenmektedir (Okka, 2009:300). EPH'ne göre; hisse fiyatları bütün bilgileri yansıtmaktadır ve fiyat değişimleri tamamen rastsal yani

tesadüfidir. Bütün bilgilere, bütün yatırımcıların rahatlıkla ulaşabildiği düşünülmektedir. Yeni bir bilginin, fiyatlara anında yansıtacağı söylenmektedir. Yeni bilgiler önceden tahmin edilemediği için, fiyatlar da önceden tahmin edilememektedir (Parasız, 1992:221). Etkin piyasa kuramına göre bir yatırımcı piyasanın geri kalanının bilmediği bir bilgiye sahip olmadıkça büyük karlar elde edememektedir (Brealey ve diğ., 1997:334).

Hipoteze göre piyasa etkinliği; fiyat uyarlamasının, yeni bilgi girişi karşısında hangi hızda ve hangi doğrulukta gerçekleştiğine bağlıdır. Piyasaya yeni giren bilgi sonucunda, fiyatlar yeni bilgiye doğru ve hızlı bir biçimde uyarlanıyorsa o piyasa etkindir. Bu teoriye göre etkin bir piyasada bir yatırımcının anormal getiri sağlaması mümkün değildir (Karan, 2004:271):

Günümüz finans pazarlarının tam etkin bir yapıda faaliyet gösterdiğini söylemek oldukça güçtür. Bu şartlar altında yatırımcı psikolojisi ve algılama biçimi yatırım kararlarını, dolayısıyla pazar gelişimini önemli ölçüde etkilemektedir (Taner ve Akkaya, 2005:48).

EPH'ne göre sadece geçmişteki fiyatları inceleyerek aşırı karlar sağlanamaz. Bütün bilgiler hissenin fiyatına zaten yansıtılmıştır. Bu anlamda piyasa etkindir. Piyasa etkinliği zayıf, yarı güçlü veya güçlü olabilir. Zayıf tip etkinlikte geçmiş fiyat hareketleri incelenerek ortalamanın üzerinde getiri elde edilemez. Yarı güçlü tipte ise kar paylarına ilişkin tahminler birleşme haberleri fiyata yansımıştır. Güçlü tip etkinlikte ise hisse fiyatları hem kamuya açıklanmış bütün bilgileri hem de şirketin ve ekonominin yorucu bir analizi ile elde edilebilecek tüm bilgileri yansıtmaktadır. Böyle bir piyasada fiyatlar daima adil olacak ve hiçbir yatırımcı hisse senedi fiyat tahminlerini hep en yüksekte kalacak şekilde yapamayacaktır. Güçlü tip etkinlik araştırmaları, profesyonel yöneticilerin, yayınlanmış ve yayınlanmamış her türlü bilgiyi el altında bulundurduklarını belirtmektedir. Piyasa güçlü tipte etkin olmasaydı bu profesyonel yöneticilerin normal yatırımcılardan daha yüksek getiri sağlamaları gerekirdi. Kuşkusuz bazı portföyler diğerlerinden daha çok kar elde etmektedir. Fakat farklar şanstın ekleyebileceğimiz farklardan daha büyük gözükmemektedir (Brealey ve diğ., 1997:325).

EPH'ne göre eski fiyatlar gelecekteki fiyatlara dair bilgi veremez. Bu nedenle fiyatlar yükselirken bunun ileride de yükseleceğini söylemek mümkün değildir. Borsadaki fiyatlar bütün bilgileri yansıtmaktadır. Piyasa muhasebe işlemleri ile yanıtlanmaz. Yatırımcılar riski azaltmak için çeşitlendirme yaparlar. Bir hisse senedi diğerinden daha iyi olsa hemen satılır. Hise senetleri fiyatları belirlenirken piyasa bütün bilgileri hesaba katmaktadır (Hatipoğlu, 1993:289-290).

Etkin bir pazarda, pazar fiyatı gerçek değerden uzun süre daha büyük kalamayacağı ve pazar fiyatı gerçek değere doğru bir düşme eğilimi göstereceği için hisse senedini elinde bulunduran yatırımcı yüksek verimi realize etmek için hisse senedini satma eğilimine girecektir. Yüksek verim sağlayan hisse senetlerine sahip olanların bu hisse senetlerini elden çıkarmak istemeleri pazar fiyatını gerçek değere yaklaştırarak yüksek verimi sıfırlayacaktır (Sarıkamış, 2000:143).

Hipotezin en düşük derecesi olan zayıf form piyasa etkinliğinde, yatırımcının geçmiş fiyat hareketlerini kullanarak normalin üstünde getiri elde edemeyeceği varsayılır. Buna göre teknik analiz, zaman serileri ve benzer analizlerin hiçbir yararı yoktur (Karan, 2004:272).

Hipotezin ikinci derecesi olan yarı-güçlü form etkin bir piyasada yatırımcının, geçmiş fiyatlara ek olarak, kamuya açıklanmış bilgileri kullanarak normalin üstünde getiri sağlayamayacağı varsayılır. Temel analiz, mali tablolar analizi ya da şirketlerle ilgili diğer güncel bilgiler yatırım kararı verilerken dikkate alınmamalıdır (Karan, 2004:272). Bir piyasanın “yarı güçlü formda etkin” (semi- strong form efficient) olduğunu söyleyebilmek için, o piyasada hem geçmiş fiyat hareketlerinden (verilerinden) yararlanılarak hem de kamuya açıklanan firmalara özel bilgilerin yardımıyla anormal bir getiri elde edilmemesi gerekir. Burada sözü edilen bilgiler, büyük finansal yayın organları, ekonomi dergi ve gazeteleri, borsa dergileri veya ülkedeki resmi borsa kaynakları tarafından kamuya açıklanan, yani halka ulaştırılan bilgilerdir (Kaderli, 2007:145).

Hipotezin en yüksek derecesi olan güçlü form etkin bir piyasada ise yatırımcının, kamuya açıklanmamış özel bilgilerle normalin üstünde getiri sağlayamayacağı varsayılmaktadır. Piyasanın kuvvetli formda etkin olursa, o piyasada hiç kimse (insider trading yapanlar, büyük fonların yöneticileri, en önemli analistler) anormal kazanç elde edemezler (Karan, 2004:273).

EPH'ne göre bir yatırımcı piyasanın bilmediği bir şey bilmedikçe borsanın gidişatını isabetli olarak önceden tahmin edemez. EPH genel denge teorisinin bir uyarlanmasıdır. Örneğin Wall Street gibi finansal piyasalarda, hisse senetlerinin fiyatları, haklarında var olan bütün bilgiyi zaten yansıtır (Marron, 2011:152).

Fiyat etkinliğinin zayıf olduğu bir pazarda, pazar fiyatı, gerçek değer etrafında büyük dalgalanmalar sergiler. Fiyat etkinliğinin en yüksek noktaya çıktığı bir pazarda pazar fiyatındaki dalgalanmalar daha yumuşaktır ve yatırımcıların spekülatif kazançlar sağlama olasılığı çok düşüktür. Tam etkin olduğu varsayılan ikincil sermaye pazarlarında dahi gerçek değer altında pazar fiyatına sahip hisse senetleri bulunur. Usta bir yatırımcı bu hisse senetlerini belirleyip satın alarak ve fiyatlar yükselesiyeye kadar bekleyerek tam etkin pazarda bile aşırı kazanç elde etme olanağına sahiptir.

Fama, “ilgili bilgileri” dikkate alarak fiyat etkinliğini üçe ayırmıştır (Sarıkamış, 2000:143-144):

- Zayıf Şekilde Fiyat Etkinliği
- Yarı Kuvvetli Şekilde Fiyat Etkinliği
- Kuvvetli Şekilde Fiyat Etkinliği

George Soros, 1970-1980 arasında Quantum Fund % 4000 kar elde ederken şirketini büyük bir ustalıkla yönetmiş bir yatırımcıdır. Soros, tesadüfi hareket teorisini ve EPH'ni bir hayli hafife almakta ve “bu teoriyi on iki yıldır ortalamadan daha yüksek performans göstererek çürüttüm” demektedir (Leeb ve Strathy, 2007:81). Yapılan araştırmalarda çeşitli borsalarda belirli tekniklerin yatırımcılara normalin üzerinde bir getiri sağlayabildiği tesbit edilmiştir (Karan, 2004:272):

EPH'de belirtilen “zayıf” form, geçmiş fiyat bilgisinin başarılı işlem stratejileri geliştirmekte kullanılamayacağını ileri sürer. “Yarı-güçlü” form ise, yatırımcıların, halka açıklanan hiçbir haberi ortalamanın üstünde getiriler elde etmek için kullanamayacaklarını söyler. Yarı güçlü ve güçlü formlar, temel analizin de bir yararı olmadığını belirtir. Şirketin kazançları ve kar paylarındaki artışlar, temel analizcinin inceleyebileceği ve şirketi etkileyebilecek olumlu veya olumsuz her türlü gelişme, hisse senedinin fiyatına yansımıştır. EPH'ne göre; temel analiz, yatırımcının bir endeks fonu

için uygulayacağı al ve tut stratejisine üstün gelmesini sağlayacak yatırım tavsiyeleri oluşturamaz. Teorinin güçlü formunun içeriden bilgilerle para kazanabileceğini kabul etmemesi, abartılı bir iddiadır (Malkiel, 2007:207-214).

Etkin piyasaların akademik finans literatüründe açıklanan geleneksel kavramı oldukça iddialıdır ve gerçekçi değildir. Bu teori, piyasa fiyatlarının "sanki" yatırımcıların kullanılabilir tüm bilgilere erişebiliyor ve masrafsızca işleyebiliyor gibi düzenlendiğini belirtir. Bu teori, gelişmiş bilgisayar ve veri tabanlarına erişimi olan bir yatırımcının da ortalamanın üzerinde getiri kazanmak için daha iyi teknolojiyi kullanamayacak olduğunu söylemektedir (Daniel ve Titman, 1999:36).

Piyasalar etkindir sözü, kısmen doğru kabul edilebilir bir iddiadır ama gerçekleri tam olarak yansıtamamaktadır. Kısmen doğru kabul edilmelidir çünkü borsanın kısa vadeli hareketleri tahmin edilememektedir. Ancak kendisini alım satımcı değil yatırımcı olarak kabul eden kişiler, borsada uzun dönemde olağanüstü umutlar vaadeden şirketleri bulmalı ve satın almalıdır. Gayretli, bilgili ve uzun vadeli yatırımcı için piyasanın etkin olduğunu, fiyatların bütün bilgiyi yansıttığını ve araştırma yapmaması gerektiğini söylemek piyasa gerçeklerine uymamaktadır (Fisher, 2007:340).

Etkin piyasa kuramının mükemmel olmadığı ve açıkları olduğu görülmektedir. Örneğin şirket yöneticileri kendi şirketlerinin hisse üzerinde işlem yaptıklarında aşırı karlar elde etmektedirler. Bu durum yöneticilerin profesyonel portföy yöneticilerinden bile daha fazla bilgi sahibi olduklarını göstermektedir. Yani piyasadaki fiyat, hisse ile ilgili bütün bilgileri yansıtmamaktadır (Brealey ve diğ.,1997:327).

EPH bazı temel problemler için, matematiksel çözümler sunmakla birlikte, yatırımcıların doğru hareket ettiği varsayımından hareket etmektedir. Hipotezin özgür iradeye dayalı kararları ihmal etmesi öncelikli olarak eleştirilebilecek bir konudur (Taner ve Akkaya, 2005:47).

Eğer piyasa tam etkin olsaydı, alış için önemli fırsatlar veya satış için önemli nedenler durmaksızın ortaya çıkmazdı, hisse senedi getirilerinde bu kadar büyük dalgalanmalar olmazdı (Fisher, 2007:340).

Borsanın etkinliği her zaman tartışılır. Bu durumda gereği gibi değerlendirilmeyen veya aşırı değerlendirilen hisseler ortaya çıkmaktadır. Akıllı yatırımcıların amacı; gereği gibi

değerlenmeyen yani düşük değerlenmiş hisseleri bulup yatırım yapmak, hisseler hakkındaki değere ulaşıncaya kadar satıp kar elde etmektir (Okka, 2009:300).

Piyasanın etkin olabilmesi için; bilgi ve veriler üzerinde tekelleşme olmaması ve komisyon, taahhüt ve işlem giderlerinin rekabetçi bir biçimde oluşması gerekmektedir. Güçlü tip etkinliğin var olduğu bir piyasa gerçek hayatta bulunmamaktadır. Profesyonel yatırımcıların, bazı şirket yöneticilerinin, ortakların ve bazı devlet yetkililerinin piyasayı etkileyecek bilgilere bireysel yatırımcılardan daha önce ulaşması her zaman ve her yerde olan normal bir olaydır (Fisher, 2007:342).

Şirketlerin açıkladıkları bilgiler ve gelecekle ilgili hedefleri bazı yatırımcılar tarafından güvenilir bulunurken, bazı yatırımcılar tarafından güvenilir bulunmaz ve işte tam bu noktada etkin piyasalar teorisi tutarsızlaşır. Genelde bireysel yatırımcılar bu teoriyi pek dikkate almazlar. Etkin piyasalar teorisine uygun hareket etmeye çalışan kişilerin yatırım davranışlarını inceleyen dikkatli yatırımcılar onların hatalarını fırsat olarak kullanabilirler (Fisher, 2007:349).

Aslında akademik camianın yeni inancı, borsanın hiç değilse kısmen öngörülebilir olmasıdır. Yeni kuşak finansal iktisatçıların en parlaklarından biri olan Massachusetts Teknoloji Enstitüsü'nden Andrew Lo, 1990'ların sonunda "A Non-Random Walk Down Wall Street" adlı bir kitap yazmıştır. Ve istatistiklere meraklı bir fon yöneticisi olan James O'Shaughnessy 1997'de yayımlanarak en çok satılanlar arasına giren "What Works on Wall Street" adlı kitabında piyasayı "alt ettiğine", gelecek yıllarda da alt etmeyi sürdürebileceğine inandığı çok sayıda yatırım stratejisine belgeleriyle yer vermiştir.

Piyasanın etkin olmadığı ve borsada çıkılacak rastgele bir seyirden karlı çıkılamayacağına ilişkin iddialar bulunmaktadır. Ayrıca, EPH'nin öldüğünü iddia eden ve piyasa fiyatlarının aslında öngörülebilir olduğunu öne süren son dönemde yapılmış pek çok çalışma da bulunmaktadır (Malkiel, 2007:258-261).

EPH, kısmen, birkaç kırılma varsayımına dayanmaktadır. Bunlardan birincisi mükemmel fiyatlamamanın var olduğu ilkesidir. Teori, hisse senetlerinin her zaman için olabilecek en iyi gerçek değer fiyatıyla satıldığını savunur. Diğer bir kırılma varsayımı, haberlerin anında yayılmasıdır. Aslında, kurumsal yatırımcıların önemli hisse senetleriyle ilgili

izledikleri tüm haberlerin hızla fiyata yansıdığı tartışılrsa da, profesyonellerin yakından takip ettiği binlerce küçük şirket için aynı şey söz konusu değildir. Ayrıca, etkin piyasa teorisi, hiç kimsenin piyasayı yönlendirecek bir gücü olmadığını ve yanlış analize dayalı hisse senedi tavsiyelerinin büyük çapta alımlara neden olamayacağını söyler. Ancak araştırma hizmetlerinde uzmanlaşmış firmalar ve çeşitli kurumsal yatırımcılar piyasaya önemli güç katmakta ve hisselerle ilgili alım-satım işlemlerinden büyük ölçüde para akışları sağlayabilmektedirler. Bu ortamda, bazı profesyonellerin bir hisse senediyle ilgili yanlış kanaatlerinin herkes için aldatıcı olabilmesi oldukça muhtemeldir (Malkiel, 2007:212-213).

Tezin ikinci bölümünde; Etkin Piyasalar Hipotezi'nin "yatırımcılar her zaman rasyonel davranmaktadır" iddiasından farklı olarak, yatırımcıların zaman zaman irrasyonel davrandığı iddiasını temel alan davranışsal finans kavramı üzerinde ayrıntılı olarak durulacaktır.

BÖLÜM 2: DAVRANIŞSAL FİNANS ve DAVRANIŞSAL FİNANS MODELLERİ

Bu bölümde hisse senedi yatırımcılarının davranışlarını ve hisse senedi fiyat hareketlerini inceleyen davranışsal finans üzerinde durulacaktır. Ayrıca davranışsal finansın açıklamaya çalıştığı aşırı reaksiyon ve eksik reaksiyon anomalileri ve bu anomalileri açıklamak için geliştirilmiş üç davranışsal finans modeli de ayrıntılı olarak ele alınacaktır.

2.1. Beklenen Fayda Teorisi

Von Neumann ve Morgenstern'in (1944) Beklenen Fayda Teorisi (Expected Utility Theory) belirsizlik koşullarında karar vermede, ekonomik davranışları açıklamada, betimleyici ve normatif model olarak kabul görmüştür. Portföy seçimi ile ilgili açıklamalar Beklenen Fayda Teorisini temel almıştır. Beklenen Fayda Teorisinin temel varsayımlarından bazıları çok ciddi eleştiriler almıştır. Deneysel çalışmalarda da bu varsayımların yanlışlığı ortaya konmaktadır. Kahneman ve Tversky (1979) yaptıkları bir dizi laboratuvar deneyleri ile bu varsayımları irdelemiş ve farklı sonuçlara ulaşarak çok büyük ilgi gören çalışmalarını yayınlamışlardır (Döm, 2003:11).

Beklenen Fayda Teorisine göre; kişi karar verirken, seçenekler arasından en büyük beklenen faydaya sahip olan seçeneği tercih edecektir. Bayes' kuralına göre; kişiler, alternatif durumların gerçekleşme olasılıklarını tahmin ederek, olasılıkları da dikkate alarak seçenekleri değerlendirmek zorundadır (Winston, 1998:767).

Fayda, kişinin özelde de yatırımcının belli bir eylemi gerçekleştirmekten (örneğin; bir hisseyi satın almaktan) elde edeceği yararın, getirinin ölçüsüdür. Klasik ekonomi anlayışında bireyin yalnızca faydayı maksimize etmek amaçlı davrandığını varsayılmaktadır. Daha sonraki modeller bu varsayımı yumuşatarak kabul etme eğiliminde olmuşlardır (Marron, 2011:104).

Beklenen Fayda Teorisine göre; kişiler, temel amaç olarak beklenen faydalarını maksimize etmeye çalışırlar. Teorinin üç temel kriteri bulunmaktadır. Bunlar; üstünlük, değişmezlik ve bağımsızlıktır. Üstünlük; bir kişi A'yı B'ye tercih ediyorsa ve B'yi de C'ye tercih ediyorsa, A'yı da C'ye tercih edecek demektir. Değişmezlik; problem nasıl

sunulursa sunulsun, kişinin tercihi yani kararı değişmeyecek demektir. Bağımsızlık; kişi A'yı B'ye tercih ediyor ise % 50 ihtimal ile A'yı kazanmayı % 50 ihtimal ile B'yi kazanmaya tercih edecek demektir. Yapılan psikolojik araştırmalar göstermiştir ki; insanlar bu üç kritere uygun davranmamaktadır. İşte bu araştırmalar davranışsal finansın başlangıcını oluşturmuştur (Döm, 2003:11).

Teoriye göre; yatırımcılar üç farklı risk davranışından birisini göstermektedir. Riske karşı ilk davranış biçimi riskten kaçınma davranışdır. İkinci davranış biçimini gösteren yatırımcılar ise riski nötr hale getirmeye çalışmaktadır. Yatırımcılar riski nötr hale getirebilmek için beklenen getiri ve riski dağıtmaya önem verirler. Son davranış biçimi ise riski seven ve riski arayan yatırımcılara aittir. Riski sevenler borsada spekülasyon yapan yatırımcılar olarak adlandırılmaktadır (Öçal ve Çolak, 1999:212).

Beklenen Fayda Teorisine göre; belirsizlik karşısında insanlar, olası sonuçların ihtimallerini ve her bir sonucun kendilerini ne ölçüde mutlu edeceğini değerlendirerek karar almaktadır. Gelecekte ne olacağından emin olunamayacağı için paranın hangi hisse senedine yatırılacağını seçmek zordur. İktisatçı Von Neumann ve Morgenstern'e göre, bütün bunlar kişilerin belirsizlik altında karar alma yollarını yansıtan matematiksel bir formülle ifade edilebilir. Ancak insanların yalnızca olasılıklar ve potansiyel sonuçların rasyonel değerlendirmesine dayanarak yatırım yaptıklarını varsaymak ne kadar gerçekçidir? FED Başkanlığı yapmış (1988-2006) Alan Greenspan, 1990'ları "irrasyonel taşkınlık" dönemi olarak adlandırmıştır, çünkü yatırımcıların finansal piyasalarda oynama biçimleri gerçeklikten ve potansiyel kazanç beklentisinden kopmuştur. Kalitesi düşük kredi balonu bunun bir diğer örneğidir (Marron, 2011:114).

2.2. Kahneman ve Tversky Beklenti Teorisi

Davranışsal finans üzerine yapılan çalışmaları başlatan nedenlerden biri de yatırımcıların karar alma mekanizmalarının rasyonellikten sapabileceğini ortaya çıkaran uygulamalı psikolojidir. Tversky ve Kahneman'ın 1974'te yayınladığı makalede bireylerin sezgisel tabanlı hatalar yaptığı ve bu da varolan istatistik prensiplerinden farklılık gösterdiği için davranışsal finansın gelişmesine sebep olmuştur. Daha sonra Tversky ve Kahneman'ın (1979) insanların risk altında karar verme süreçlerini anlatan Prospect Teorisi (Olasılıkçı Teori); insanların olayları tahmin etme ve ihtimalleri değerlendirmede yaşanan zorlukları basite indirgeyen sınırlı sayıda prensiplere bağlı

kaldığını ortaya çıkarmıştır (Karan, 2004:693). Zihin, gelen bilgilere, hafızada birikmiş olan geçmiş deneyimlere göre anlam vermektedir. Çıkardığı anlama göre, içinde bulunduğu durumla ilgili yorum yapmaktadır. Algı salt fizyolojik duyum değil, duyumlara dayanan psikolojik bir tanı olarak tanımlanmaktadır. İçinde bulunulan durumun özellikleri nelerdir? Durum olumlu mudur, olumsuz mudur? Yararlı mıdır, zararlı mıdır? Algı, önceki deneyimlere göre karşılaştırma ve muhakeme etme yoluyla konulan bir tanı, verilen bir hükümdür. Algılama sürecine hafızadan çağrılan deneyimler ve eski bilgiler karıştığı gibi, “düşünme” de etki etmektedir (Özakpınar, 2010:35).

Kahneman ve Tversky 1979 yılında yayınladıkları araştırmaları ile riskli durumlarda karar vermenin açıklayıcı bir modeli olan beklenen fayda teorisinin eksiklerini vurgulayan ve ona alternatif bir model olan beklenti teorisini geliştirmiştir (Kahneman ve Tversky, 1979:263).

Modern iktisat düşüncesinin önemli bir bölümü Beklenen Fayda Teorisi’nde olduğu gibi rasyonel seçim varsayımlarına uygun çalışan modellere dayandırılmıştır. Ancak 1980’lerin başında Daniel Kahneman ve Amos Tversky başka bir teori geliştirmiştir: Beklenti Teorisi. Bu teori, özellikle çerçevelemenin, kişilerin kararları ve seçimleri üzerinde büyük bir etkisi olduğunu açıklamaktadır (Marron, 2011:116). Beklenti Teorisi, temel noktalar değişmemekle beraber problemin kişiye sunulmasına ve ifade ediliş tarzına göre insanların cevaplarının değiştiğini tespit etmiştir. Bir işlemin, kazanç tarafı vurgulanarak insanlara aktarılması ile kayıp tarafı vurgulanarak insanlara aktarılması, kararları değiştirmektedir.

Beklenti Teorisine göre; riskli seçenekler arasından yapılan tercihlerde fayda teorisinin temel varsayımları ile çelişen durumlar bulunmaktadır. Özellikle, insanlar belirlilikle elde edilen sonuçlarla karşılaştırıldığında mümkün olan sonuçlara eksik ağırlık verirler. Belirlilik etkisi denilen bu yatkınlık kesin kazançlar içeren tercihlerde riskten kaçınmaya ve kesin kayıplar içeren tercihlerde riski gerektiği kadar dikkate almamaya yol açmaktadır. Ek olarak, insanlar söz konusu tüm beklentiler tarafından paylaşılan bileşenleri genellikle reddetmektedirler. İzolasyon etkisi denilen bu yatkınlık nedeniyle, aynı tercih kişilere farklı biçimlerde sunulduğunda tutarsız tercihlere yol açmaktadır. Beklenti teorisine göre bir seçeneğin değeri, nihai toplam varlıklardan ziyade seçeneğin

kazanç/kayıp durumuna bağlıdır. Değer işlevi normalde kazançlar için içbükey ve kayıplar için dışbükey olup kayıplarda kazançlara göre genellikle daha diktir. Karar ağırlıkları düşük olasılık aralıklarındakiler hariç genellikle karşılık gelen olasılıklardan daha düşüktür. Düşük olasılıklara aşırı ağırlık vermek riskli yatırımların çekiciliğine katkı sağlamaktadır (Kahneman ve Tversky, 1979:263).

Beklenti Teorisini oluşturan Kahneman ve Tversky, psikoloji alanında akademik olarak uzmandırlar. İktisat ve psikolojiyi, bir araya getirmişlerdir ve “davranışsal iktisat” olarak adlandırılan bir iktisadi düşünce okulunun gelişmesine büyük katkılar sağlamışlardır. Bu teori, beklenen fayda teorisinin varsayımlarının kullanışlı bir genişletilmesi gibi görünmektedir. Ancak bir kez çerçevelemenin karar almada rol oynadığını kabul ettiğinizde, çerçevelemeyi belirleyenin ne olduğunu yani insanlara bir şeye diğerinden daha fazla değer verdiren sürecin ne olduğunu açıklamak gerekmektedir. Bu ise ekonomiden çok, sosyoloji ve psikolojiyle, daha fazla ilgiliymiş gibi görünmektedir. Davranışsal finans çalışmaları ile ekonominin problemlerine interdisipliner yaklaşımlardan çözümler geldiği görülmektedir (Marron, 2011:116).

Beklenti Teorisine göre; insanlar, yeni gelişmeleri, mevcut durumlarını referans kabul ederek değerlendirirler. Yatırımcılar, servetlerindeki küçük değişiklikleri kazanç, kayıp ya da nötr sonuçlar olarak sınıflandırır. Beklenti aynı karar problemine ilişkin farklı referans noktası kullanılması, kişilerin tercihlerini farklılaştırmaktadır. Genellikle çalışmalarda referans noktası olarak hissenin satın alma fiyatı kullanılmaktadır. Bazı çalışmalarda ise bir önceki yıl içinde hisse senedi fiyatının ulaştığı maksimum fiyat referans alınmaktadır (Döm, 2003:18).

Kahneman ve Tversky'nin Beklenti Teorisi, yatırımcıların risk karşısındaki davranışlarını incelemektedir. Teoriye göre; getiri arttıkça yatırımcının sağladığı fayda artmaktadır. Bu artış; riskten kaçan, riskten kaçmayan ve riske duyarsız yatırımcı çeşitlerinin farklı davranışlar göstermesine yol açmaktadır (Bolgün ve Akçay, 2005:190).

Riskli durumlarda karar vermeyi inceleyen Beklenti Teorisinin üç temel aşaması bulunmaktadır. Bunlar; düzeltme Süreci (Editing Process), değer fonksiyonu (Value Function) ve ağırlıklı olasılık fonksiyonudur (Probability Weighting Function). Düzeltme sürecinde, alternatiflerin yüzeysel ilk analizi ve düzeltilmesi yapıldıktan

sonra; alternatifler değerlendirilip en yüksek değere sahip olan alternatif seçilir. İkinci aşama olan değer fonksiyonun üç özelliği bulunmaktadır. Bunlardan birincisi; değer fonksiyonu (seçim sonucunun muhtemel değerinin belirlenmesi) toplam varlıktan ziyade olayların sonuçlarını kayıp ya da kazanç olarak değerlendirir. İkincisi; insanlar kazanç alanında riskten kaçarlar (risk averse), kayıp tarafında ise risk alırlar (risk seeking). Üçüncüsü ise; insanlar kayıptan çekindiği için; muhtemel kayıplara muhtemel kazançlardan daha fazla önem verirler. Tversky ve Kahneman'nın deneysel bulguları göstermiştir ki; kaybetmenin vermiş olduğu üzüntü, kazançların vermiş olduğu mutluluğun iki katı kadar etkiye sahiptir. Ayrıca Kahneman ve Tversky'e göre, insanlar çok küçük ve çok büyük olasılıkları iyi kavrayamamaktadır. Örneğin çok küçük olasılıklara önem verilmezken büyük olasılıklara da kesin olacakmış gibi bakılmaktadır (Döm, 2003:29-30).

Literatürde, rasyonellikten tercih temelli sapmalar da kullanılmaktadır. Bunların çoğu Kahneman ve Tversky'nin (1979) beklenti teorisini temel alır ve burada fayda işlevleri kayıplar bölgesinde dışbükey, sıfırda dirsekli ve kazançlar bölgesinde içbükey olarak elde edilir. Kahneman ve Tversky'nin (1979) beklenti teorisinden, davranışları Von Neumann-Morgenstern aksiyomlarıyla tutarlı bireylerle ilgili çeşitli yanlılıklar ortaya çıkmaktadır (Coval ve Shumway, 2005:7). Bunun anlamı yatırımcıların kayıptan kaçındığı ve kaybetmemeye kazanmaktan daha fazla önem verdikleridir.

Kişiler, belirsizlik altında yargılama yaparken aşağıdaki üç sezgisel yöntemi kullanmaktadır (Tversky ve Kahneman, 1974:1131):

1. İnsanlardan bir A nesnesi ya da olayının B sınıfı ya da sürecine ait olma olasılığını yargılamaları istendiğinde genellikle kullanılan temsililik
2. İnsanlardan bir sınıfın sıklığını ya da belli bir gelişmenin mantıklılığını değerlendirmeleri istendiğinde sıklıkla kullanılan, olayların ya da senaryoların kullanılabilirliği
3. Kullanılabilir ilgili bir değer varken genellikle sayısal bir tahminde kullanılan, bir referans kaynağından ayarlama.

Bu sezgisel yöntemler, ekonomik konularda seçim yaparken de yüksek derecede kullanılmaktadır ve etkindir. Ancak bu sezgisel yöntemler sistematik ve kestirilebilir

hatalara yol açmaktadırlar. Bu sezgisel yöntemlerin ve yol açtıkları yanlışlıkların daha iyi anlaşılması belirsizlik durumlarında kişilerin yaptığı değerlendirmelerin ve kararların iyileştirilebilmesine katkı sağlayacaktır.

Belirli bir fikrin insanlara sunulmuş şekli, çerçeveleme davranışı olarak tanımlanmaktadır. Bu etki insanların genel durumlarından çok, durumlarındaki değişiklikleri değerlendirme biçimleriyle ilgilidir (Taner ve Akkaya, 2005:50).

Bilişsel psikoloji çalışmaları; aynı işlemin farklı şekillerde anlatılmasının, insanların farklı davranmasına yol açtığını göstermektedir. Riskli durumların; örneğin bir hissenin satın alınmasının sağlayabileceği muhtemel kazançlara vurgu yapılması, kişiyi alım yapmaya yöneltirken, aynı hissenin satın alınmasının neden olabileceği kayıplara vurgu yapılması, kişiyi alım yapmaktan vazgeçirebilmektedir (Döm, 2003:20). Seçişler, rasyonel seçişin varsaydığı gibi, tek başına potansiyel sonuçlar ve olasılıklara değil ama aynı zamanda bu seçişlerin nasıl sunulduğunu da bağlıdır. Kanseri hastaları örneğin, 10'da 9 hayatta kalma ihtimali olan bir tedaviyi, 10'da 1 ölüm ihtimali olan bir tedaviye (her ne kadar objektif olarak bu ikisi aynı olsa da) tercih edebilirler. Çerçeveleme, kişilerin iki seçenektan birine değer atfettikleri subjektif bir süreçtir. Beklenen değerle temel farkı, herkesin aynı biçimde seçenekleri çerçevelemiyor oluşudur. Bu yüzden, iki insan eşit ölçüde yanlış tercih yapmaktan korkuyor olsa bile, farklı şeyleri tercih edebilirler çünkü her seçeneği farklı çerçevelemektedirler (Marron, 2011:116). Geleneksel rasyonalite ilkelerine göre; insanların önceki olaylardan bağımsız olarak riskli durumlara tepki vereceği beklenir. Ancak Kahneman ve Tversky'nin ortaya koyduğu risk anlayışına göre; insanlar, riskli durumları değerlendirirken ulaşabilecekleri nihai servet düzeyinden ziyade, kazanç ya da kayıpları dikkate almaktadırlar. Bu durum açıkça, bireylerin kazançlardan ziyade kayıptan kaçındığını göstermektedir. Bu türden davranışları ilk olarak açıklayan Kahneman ve Tversky (1979) Beklenti Teorisi, finansmandaki çelişkilerin açıklanabilmesi için sonraki yıllarda temel olarak kullanılmıştır (Döm, 2003:9).

Bireyin sosyal bir gruptan etkilenecek yaptığı davranışları inceleyen bilim dalına sosyal psikoloji denmektedir. Sosyal grupların, bireylerin üzerindeki etkilerini dikkate alarak bireylerin davranışlarını açıklamaya çalışan sosyal psikoloji ile davranış bilimleri arasında kuvvetli bir ilişki bulunmaktadır (Güney, 2009:8). Yatırımcıların pek çok

önemli kararı analitik olmaktan çok sezgisel ve davranışsaldır. Bu hem psikolojinin hem de grup kararları söz konusu olduğu için sosyal psikolojinin yasalarına göre incelenmesi gereken sosyal ve davranışsal bir süreçtir. İnsanlar, gelecek hakkında asli bir belirsizlikle karar alırlar (Akerlof ve Shiller, 2010:177). Belirsizlik karşısında insanlar, olası sonuçları bugün oldukları yerle (ya da en azından olduklarını düşündükleri yerle karşılaştırarak karar almaktadırlar (Marron, 2011:116).

Kahneman ve Tversky'nin (1979) teorisine göre insanlar rasyonaliteden tesadüfi olarak değil aynı yönde sapma göstermektedir. Pek çok bireysel yatırımcının işlemleri arasında yüksek korelasyon bulunmaktadır. Yatırımcılar, tesadüfi olarak değil, genellikle eş zamanlı ve aynı yönde işlem yapma davranışı göstermektedir (Döm, 2003:11).

2.3. Davranışsal Finansın Tarihsel Gelişimi

Davranışsal finans alanındaki araştırmalar özellikle 1980'li yılların ortalarından itibaren artmıştır ve ilgi çekmiştir. 1997 Asya Krizi ve ardından 2000 ve 2001 yıllarında Amerikan Borsasında yaşanan çöküşler, dikkatleri yatırımcı tercihlerini nelerin etkilediğini inceleyen davranışsal finans alanına daha fazla çekmiştir. 2002 Nobel Ekonomi Ödülünü kazanan Daniel Kahneman, davranışsal finansın gelişmesini sağlayan önemli bir psikologtur. Kahneman yaptığı çalışmalar ile kişilerin aşırı güven gibi psikolojilerin etkisi altında kalarak irrasyonel hareket ettiğini ve bu davranışlarının sistemli ve önceden tahmin edilebilir olduğunu göstermiştir (Korkmaz ve Çevik, 2007:138).

Yapılan psikolojik araştırmalar göstermiştir ki; insanlar belirsizlik altında karar verirken, Von Neumann ve Morgenstern'in (1944) Beklenen Fayda Teorisinin (Expected Utility Theory) kriterlerine uygun davranmamaktadır. Portföy seçimi ile ilgili açıklamalar Beklenen Fayda Teorisini temel almıştır. Beklenen Fayda Teorisinin temel varsayımlarından bazıları çok ciddi eleştiriler almıştır. Deneysel çalışmalarda da bu varsayımların yanlışlığı ortaya konmaktadır. Kahneman ve Tversky (1979) yaptıkları bir dizi laboratuvar deneyleri ile bu varsayımları irdelemiş ve farklı sonuçlara ulaşarak çok büyük ilgi gören çalışmalarını yayınlamışlardır. Bu araştırmalar davranışsal finansın başlangıcını oluşturmuştur (Döm, 2003:11).

Özellikle son yirmi yıllık dönemde, finans dünyasında, “davranışsal finans” (behavioral finance) giderek artan bir ilgi ve kabul görmektedir ve davranışsal finans alanında yapılan çalışmaların sayısı hızla artmaktadır. Davranışsal finansın temel noktası; yatırımcıların rasyonel olmayan davranışlarını incelemek ve irrasyonel işlemlerin psikoloji ile bağlantısını ortaya çıkarmaktır (Ülkü, 2001:101). Yatırımcıların bilgiye değil de, psikolojik faktörlere dayanan işlemlerinin anlaşılması, borsadaki fiyat hareketlerinin daha iyi anlaşılmasını sağlayacaktır.

1980’li yılların sonları ile 1990’lı yılların başlarında, psikolojik kaygıların borsaların temel özelliklerinden biri olduğunu düşünenler, davranışsal finans olarak adlandırılan yeni bir alan geliştirdiler. Hisse senedi fiyatları konusunda hem mantığı hem de psikolojiyi temel alan teoriler daima varlık göstermiş ve daha önceki kuşaktan John Maynard Keynes gibi iktisatçılar insanların kararlarındaki yanılma payının önemini vurgulamışlardır. EPH, piyasa katılımcılarının fazlasıyla mantıklı oldukları varsayımına dayanarak geliştirilmiştir. Fakat özellikle, 1990’larda ve 2000’li yılların başlarında Daniel Kahneman gibi bazı psikologlar ve sayıları giderek artan finansal iktisatçılar, çoğu yatırımcının aldığı kararların aşırı özgüven, aşırı tepki, moda ve eğilimlere uyma, hatta aşırı böbürlenme gibi davranış özelliklerinden fazlasıyla etkilendiğini iddia etmişlerdir. Bu özellikler çoğunlukla hisse senetlerinin fiyat hareketlerinde öngörülebilir kalıplara yol açabilmekte ve becerikli yatırımcılarca başarılı yatırım stratejileri oluşturmak amacıyla kullanılmaktadır. Richard Thaler gibi davranış bilimciler, etkin piyasacı meslektaşlarını, çevrelerindeki insanların çoğunlukla böyle davranmadıklarını gözlemledikleri halde etkin piyasa teorisini gözü kapalı kabullendikleri için eleştirmektedirler. Davranış bilimcilerin çalışmaları, hisse fiyatlarının öngörülebilir muhtelif kalıplarını tayin eden çok sayıda istatistiksel araştırmayla desteklenmektedir (Malkiel, 2007:258-261).

Finansal piyasaların yeni bilgileri yorumlama ve değerlendirme becerileri akademik ve profesyonel kesimlerde 30 yılı aşkın süredir tartışılmıştır. Finans tarihinde ilk önce EPH genel kabul görmüş ve finans teorileri için de geçerlilik kazanmıştır. Pazar anomalilerinin ve aşırı dalgalanmaların varlığını tespit eden yeni bulgular, EPH’nin sorgulanmasını da beraberinde getirmiştir. Firma büyüklüğü, Ocak ayı ve Düşük Fiyatlı

Hisse Senedi gibi anomalilerin varlığı EPH'nin geçerliliği üzerinde tartışmalara neden olmuştur.

Etkin Piyasalardaki anomalilerin keşfedilmesi ve Arbitraj Teorileri'ne kısıtlamalar gelerek "Tek-Fiyat" kanununun çöğnendiğinin keşfedilmesi üzerine rasyonellik kavramı davranışsal finansçılar tarafından sorgulanmaya başlamıştır. Davranışsal finans üzerine yapılan çalışmaları başlatan nedenlerden biri de yatırımcıların rasyonellikten sapabileceğini ortaya çıkaran uygulamalı psikolojidir. Tversky ve Kahneman'ın 1974'te yayınladığı makalede bireylerin sezgisel tabanlı hatalara yöneldiği gösterilmiş ve bu da varolan istatistik prensiplerinden farklılık gösterdiği için davranışsal finansın gelişmesine sebep olmuştur. Daha sonra Tversky ve Kahneman'ın (1979), insanların risk altında karar verme süreçlerini anlatan Beklenti Teorisi; insanların olayları tahmin etme ve ihtimalleri değerlendirmede yaşanan zorlukları basite indirgeyen sınırlı sayıdaki prensiplere bağlı kaldığını ortaya çıkarmıştır (Karan, 2004:693).

EPH, yatırımcı davranış sürecini açıklamada rasyonel insanı referans noktası olarak almaktadır. Ancak finansal piyasalardaki yatırımcıların, kararlarının duygulardan da önemli oranda etkilendiği bilinmektedir. Bu nedenle davranışsal finans yaklaşımı her geçen gün kuvvetlenmektedir. Piyasadaki bilgiye bir makine gibi karşılık vererek işlem yapan rasyonel insan kavramına inanmayanların sayısı da hızla artmaktadır. Rasyonel yatırımcı iddiasına karşı olanlar, borsaların yatırımcıların irrasyonel dürtülerini yansıttığını iddia etmektedir. Alan Greenspan'ın deyişiyile; finansal piyasalar irrasyonel taşkınlıkları yansıtmaktadır. Piyasalardaki irrasyonelite kazanç fırsatlarının ortaya çıkmasını sağlamaktadır. Pek çok anomalinin ortaya çıkması bu konuda iyi bir örnektir (Temizel ve Meriç, 2008:133).

Günümüzde, davranışsal finans hızla taraftar bulan ve çok sayıda araştırma yapılan bir alan olmakla kalmamış, uluslararası düzeyde sempozyumlar ve yüksek lisans ve doktora programlarıyla da finans biliminde kendisine iyi bir yer edinmiştir.

Davranışsal ekonomi alanındaki düşüncelerin pek çoğunun geçmişi oldukça eskilere dayanmaktadır. Adam Smith, "Ahlaki Duygular Kuramı" adlı kitabında ekonomik gözlemler altında yatan, birey davranışlarının bazı psikolojik temellere dayandığından bahsetmiştir. Adam Smith'in kitabı şuan ki davranışsal finansın gelişimine ışık tutmuştur. 20. yüzyılın başlarında psikoloji biliminin gelişmesiyle birlikte zamanın

ekonomistleri arasında görüş ayrılıkları boy göstermeye başlamıştır. Ancak asıl gelişme 20. yüzyılın sonlarına doğru özellikle 1960'larda Bilişsel Psikolojinin gelişimi ile, finasta yaşanan ve ekonomistler tarafından açıklanamayan anomalilerle birlikte Davranışsal finans'ın gelişimine büyük katkıda bulunmuşlardır (Karan, 2004:691).

2.4. Davranışsal Finans ile İlgili Kavramlar

Davranışsal finans, davranışsal ekonomi içerisinde yer almaktadır ve özellikle bireysel yatırımcıların davranışlarını, önyargılarını ve psikolojilerini incelemektedir. Davranışsal finans modelleri, aşırı fiyat anomalilerini ve eksik fiyat anomalilerini açıklamaya çalışmaktadır.

2.4.1. Davranışsal Ekonomi Yaklaşımı

Ekonomiyle psikoloji arasındaki etkileşim açısından son 25 yılda çok önemli çalışmalar yapılarak önemli gelişmeler yaşanmıştır. Günümüzde, ekonomik olayları açıklarken insan psikolojisi ve davranışları en önemli faktörler arasında ele alınmaktadır. Dolayısıyla, bu iki disiplindeki görüşler arasındaki boşluğun kalıcı olarak daraldığı görülmektedir (Kahneman, 2003:166).

Finans ve Sosyal Bilimler arasında davranışsal finans olarak bilinen işbirliği finansal piyasalara dair yeni bakış açılarının oluşmasını sağlamaktadır. Davranışsal finansın günümüze etkisi değerlendirilirken dikkatli hareket edilmelidir. Davranışsal finans araştırmalarının, hızlı ve risksiz şekilde çok para kazandıran bir yöntem sunması beklenmemelidir (Shiller, 2003:101).

Davranışsal finans, insanların tümüyle rasyonel olmadığı varsayımını göz önüne alarak, bir varlığın pazar değeri ile defter değeri arasındaki farkları anlamaya çalışmaktadır. Davranışsal ekonomi, gerçekçi psikolojik buluşlara yer vererek, ekonominin açıklayıcı gücünü arttırmıştır. Davranışsal Finans çalışmalarında genelde deneysel verilerle, deneysel metodları tercih eder, ancak bu deneysel ekonomi alanından farklılık gösterir. Davranışsal finansın amacı, piyasada görülen anomalileri, insan psikolojisini inceleyerek ve dikkate alarak, kapsamlı bir şekilde açıklamaya çalışmaktır (Karan, 2004:692).

Davranışsal ekonomi, yatırımcıların karar verme sürecine sosyal ve duygusal faktörleri de katan bir ekonomi yaklaşımı olarak geliştirilmiştir. Önceki modeller, ekonomiyi saf bir bilim olarak kurabilmek için psikolojiden kasten uzak dururken, davranışsal ekonomi ve finans karar vermenin çerçevelemeden, sezgi ve emsal baskısı gibi şeylerden etkilendiğini gösterme arayışındadır. Davranışsal ekonomi anlayışının önemli bir noktası; karar vermenin genellikle varsayıldığı üzere tümüyle rasyonel bir süreç olmak zorunda olmadığıdır. Çerçevelemeden kastedilen ise kişilerin dünyayı ve piyasayı algılayışının ve bakış açısının finansal veya başka türden kararlarını etkilemekte olmasıdır. Bir kişinin çerçevelemesi; yetiştirilme biçimi, sosyal çevresi, eğitimi, kişisel değişimi gibi özel konulardan etkilenmektedir. Çerçeveleme, politikacılar, reklamcılar, uzmanlar ve diğer yatırımcılar tarafından manipüle edilebilir (Marron, 2011:104).

Davranışsal ekonominin bir alt disiplini olan “Davranışsal Finans”, Psikoloji ve Sosyoloji bulgularının finans alanına aktarılması ile oluşturulan teoridir. Davranışsal finans modelleri, rasyonel modellerin yeterli açıklamalarda bulunamadığı yatırımcı davranışlarını, pazar anomalilerini açıklamak amacıyla geliştirilmiştir (Karan, 2004:715). Davranışsal finans teorileri, psikoloji biliminin yatırımcı (insan) davranışına ilişkin bulgularına dayanan, insan psikolojisinin karmaşıklığı içerisinde borsa ile ilgili davranışları açıklamaya çalışan ve kabul gören teorilerdir (Ülkü, 2001:114). Davranışsal finans, etkin piyasalarda rasyonel yatırımcıların beklenen faydanın maksimizasyonu teorisinin geleneksel varsayımlarını bir kenara bırakarak, yeni bir yaklaşım sunmaktadır. Fuller’e (2000) göre; davranışsal finans, finansman ile psikoloji ve karar verme bilimlerinin bir arada değerlendirilmesidir. Davranışsal finans, bazı önyargıların neden gerçekleştiğini araştıran bir yaklaşımdır. Aynı zamanda davranışsal finans yatırımcıların gerek düşünsel gerekse yargısal olarak nasıl sistematik hatalar yaptıklarını araştırmaktadır (Taner ve Akkaya, 2005:48).

Finansta finansal kırılma ve “irrasyonel taşkınlık”ın norm haline geldiği 1990’lara kadar finansal piyasaları analiz etmek için kullanılan asıl teori etkin piyasalar teorisi olarak kabul edilmekteydi (Marron, 2011:152). Fama’ya göre (1970) etkin bir piyasada; hissenin cari fiyatı mevcut tüm bilgiyi tamamen yansıtmaktadır. Ancak Fama’nın aksine, Grossman (1976), Grossman ve Stiglitz (1980) bilgisel olarak tamamen etkin

piyasaların imkansızlığını belirtmektedir. Bu yazarlara göre, piyasalar tamamen etkin ise, bilgi toplamaktan getiri elde etmeye çalışmak, fayda sağlayamaz (Döm, 2003:7). Gerçek hayatta pek çok bilgi özellikle erken değerlendirildiği zaman yatırımcılara ortalamanın üzerinde getiri sağlayabilmektedir.

İnsanların ve ekonomistlerin büyük çoğunluğu, ekonomik krizleri öngörmekte başarısız olmaktadır. Bunun nedeni; insanların ekonomiyi anlamaya çalışırken insan psikolojisini ve davranışlarını dikkate almamasıdır. Makroekonomi ve finans mesleklerine mensup çoğu kişi, “rasyonel beklentiler” ve “etkin piyasalar” konusunda, en önemli dinamikleri bile dikkate almadan hareket edebilmektedir. Modele psikolojik ve davranışsal faktörleri dahil edememek, finansal ve ekonomik olayların gerçek kaynaklarını göremez hale getirebilmektedir. Klasik iktisat ve finans teorileri, düşünce örüntülerinde ve iş yapma tarzlarında oluşan ve dalgalanmalara neden olan değişikliklere yer vermemektedir. Hatta inanç ve güven kaybına dahi yer vermemekle konuyu ne kadar ihmal ettiklerini göstermektedirler. Ekonomiyi istikrara kavuşturma olasılığı bulunan ücret ve fiyat esnekliğini engelleyen adalet duygusuna da yer vermemektedirler. Ekonomiyi açıklayan davranışsal senaryolara sayısal kalıplarla yaklaşan klasik iktisat ve finans teorileri çoğu zaman tablonun bütünü açıklayamamakta ve çıkmaza girmektedir. Ekonominin nasıl hareket ettiğine ilişkin bu unsurların hiçbirine klasik açıklamalarda yer verilmemesi klasik yaklaşımlara olan güveni azaltarak, insanları davranışsal yaklaşımlara yönlendirmektedir (Akerlof ve Shiller, 2010:203).

Modern ekonomi insanların rasyonel hareket ettiklerini varsaymaktadır. Fakat bu varsayım doğru değildir. Daha da ötesi, insanların mantıktan sapmaları sistemattir. Davranışsal finans, geçmişten gelen bu varsayımları gevşeterek; gözlemlenebilir, sistemattik ve mantığa aykırı davranışları bir araya getirerek standart bir model oluşturmaya çalışmaktadır (Özerol, 2011:11).

“Ekonominin temel değerleri güçlüdür”, klişesini her büyük borsa düşüşünden sonra, yetkililer kamuoyunun güvenini tazelemek için tekrarlarlar. Bunu söyleme fırsatına sahip olmalarının sebebi; neredeyse hiçbir büyük borsa düşüşünün sadece mantıken borsaları etkilemesi gereken faktörlere bakılarak açıklanamamasıdır. Borsanın dalgalanmaları incelendiği takdirde görülecektir ki; neredeyse daima borsa büyük inişler ve büyük çıkışlar yaşamıştır, ama temel değerler değişmemiş veya çok az değişmiştir.

Bu da bize göstermektedir ki; borsa dalgalanmaları çoğu zaman temel değerlerden kaynaklanmamaktadır.

Eğer fiyatlar temel değerleri yansıtıyorsa, bunun nedeni o temel değerlerin gelecekteki hisse senedi fiyatını tahmin etmekte faydalı olmasıdır. Teoride hisse senedi fiyatı, gelecekteki gelirlerin ve kazançların iskontolu değerini yansıtmaktadır. Fakat hisse senedi fiyatı fazlasıyla değişkendir. Hatta tahmin etmeye çalıştığı iskontolu kar payı (veya kazanç) akışlarından bile daha değişkendir (Akerlof ve Shiller, 2010:164).

Hisse senedi fiyatlarının, gelecekteki kazançlardan daha büyük dalgalanmalar gösterdiği kesin olduğu halde, etkin piyasa savunucularını teorilerinin yanlış olduğuna ikna etmemiştir. Onlar hisse senedi fiyatlarındaki hareketlerin yine de rasyonel olabileceğini iddia etmekte; hisse senetlerinin geçmişteki aşırı fiyat hareketlerinin, tespit edilememiş olmasına rağmen, önemli büyük olaylara bağlanabileceğini söylemektedirler. Büyük bir olay olmamasının, piyasanın akıldışı davranabileceği anlamına gelemeyeceğini savunurlar. Fakat hiçbir etkin piyasa savunucusu, piyasada gerçekleşen reel oynaklığa ilişkin gerçek bir kanıt sunmamıştır. Aşırı oynaklık vardır, etkin piyasa teorisi aşırı oynaklığın nedeni olarak mantıklı bir sebep gösterememektedir ve de kendisinin mantıklı bir sebep gösterememesinin önemli olmadığını iddia etmektedir (Shleifer ve Vishny, 1992:1348).

Son 20 yıl ve özellikle 2007-2010 büyük finansal krizi, EPH açısından pek çok problem oluşturmaktadır. Finansal piyasaların ünlü bir dizi uzmanı, (örneğin Londra Financial Times'dan Martin Wolf), şimdi onu gereksiz olmakla itham etmektedir. EPH'ne karşı görüşler, teorinin, finansın çalışma biçiminin psikolojik yönlerini (yani kimi muhalif iktisatçıların "sürü psikolojisi" olarak adlandırdıkları şeyi) dikkate almadığını söylemektedir (Marron, 2011:152).

ABD'de 1987 ve 2002'de yaşanan borsa çöküşünden önce borsa gerçekten hisse senetleri ve ekonomiye ilişkin tüm geçerli bilgileri doğru biçimde yansıtıyor muydu? Eleştirmenler bu tür olayların etkin piyasa teorisinin güvenilirliğini kırılma noktasının ötesine geçecek ölçüde esnettiğini düşünmektedirler. Bir dönem maliye bakanı ve Harvard Üniversitesi rektörü olarak görev yapmış olan Lawrence Summers, "etkin piyasa teorisinin "19 Ekim 1987'de piyasanın geri kalan bölümüyle birlikte çöktüğünü" iddia etmiştir. Robert Shiller, borsa dalgalanmalarının uzun geçmişinden yola çıkarak,

hisse senedi fiyatlarının etkin piyasa teorisiyle açıklanamayacak kadar “fazla değişkenlik gösterdiği” ve borsadaki fiyatların fiili belirlenme sürecini açıklamak için davranışsal kaygılar ile kitle psikolojisinin incelenmesi gerektiği sonucuna ulaşmıştır (Malkiel, 2007:258-261).

2.4.2. Yatırımcı Davranışları

Davranışsal finans, en fazla bireysel yatırımcıların davranışlarına ve özelliklerine önem vermektedir. Çünkü bireysel yatırımcılar genel olarak kurumsal yatırımcılardan çok farklıdır. Onların pazarı algılamaları, risk ve getiriye yönelik düşünceleri kurumsal yatırımcılar gibi profesyonelce ve rasyonel değildir. Onların kararlarında psikolojik ve demografik özellikler son derece önemlidir (Karan, 2004:691). Birçok ülkede finansal danışmanların, müşterilerini tanımalarının ve yatırım önerilerini, müşterilerinin kişisel özelliklerini göz önünde bulundurarak yapmalarının yasal zorunluluk olması kişilik özelliklerinin yatırım kararlarında oynadığı rolün en açık göstergesidir (Anbar ve Eker. 2009:130). Hisse senedi borsalarında meydana gelen fiyat hareketlerinin analiz edilmesinde incelenen faktörlerden birisi de yatırımcı davranışları ve yatırımcı profilidir. Çünkü borsada işlem yapan yatırımcıların kalitesi arttıkça, o borsada işleyişin ve fiyat oluşumunun daha etkin ve verimli bir biçimde gerçekleşeceği aşikârdır (Akbulut ve Kaderli, 2009:212). Yatırımcıların, eylemlerini ve kararlarını doğru bir strateji çevresinde yönetmesi, en önemli konudur. Bu nedenle; yatırımcılarda bulunan yerleşik yanlılıkların, duygusal reaksiyonların ve gerçekçi olmayan beklentilerin anlaşılması gerekmektedir (Bolhuis ve Goodman, 2005:62).

İnsanların nasıl karar aldıkları ve karar sürecini etkileyen faktörler davranışsal psikolojinin çalışma alanını oluşturmaktadır. Davranışsal psikoloji ile finansın kesiştiği noktada davranışsal finans kavramı oluşturulmuştur. Yatırımcıların irrasyonel davranışlarını da dikkate alan davranışsal finans; bireysel ve ortaklaşa davranışların (örneğin; sürü davranışı) piyasadaki fiyatları nasıl etkilediğini incelemektedir. Yatırımcı irrasyonelitesi menkul kıymetlerin yanlış fiyatlandırılması şeklindeki piyasa etkisizliklerine neden olmaktadır. Davranışsal modeller, bu yanlış fiyatlamaları, anomalileri ve bunların nedenlerini analiz etmektedir (Temizel ve Meriç, 2008:133).

Yatırımcıların, rasyonaliteden ayrıldığını gösteren pek çok durum tespit edilmiştir. Örneğin; Kahneman ve Tversky'nin (1971, 1973, 1974, 1979, 1981, 1984, 1989, 1992)

birçok çalışması bu çalışmalara öncülük etmiştir. Yatırımcıların rasyonel davranmadığı durumlar genel anlamda üç kısımda incelenmektedir: (a) riske karşı yatırımcının tutumu, (b) rasyonel olmayan beklenti davranışı, (c) karar verirken problemin çerçevelenmesine olan duyarlılık (Döm, 2003:8).

Davranışsal finans teorileri finansal pazar davranışına sistematik etkileri olan davranışsal karar verme atıflarını açıklamaya çalışırlar. Barber ve Odean (1999), finans dünyasında kişilerin her zaman rasyonel davranmadığını hatta rasyonellikten sistematik şekilde sapmalar gösterdiğini belirtmiştir (Karan, 2004:693).

Davranışsal finans teoristleri, gerçek piyasa ortamlarında ve hazırlanmış simule piyasa ortamlarında kendi anketlerini ve deneylerini yapmışlardır. De Bondt'un (1993) ve Odean'ın (1998) piyasa koşullarında yaptıkları araştırmalar bunlara iki önemli örnektir. Muradoğlu (1996), De Bondt'un (1993) çalışmasına benzer olarak yaptığı çalışmasında; işletme bölümü öğrencilerine ve portföy yöneticilerine yönelik deneysel sorular yönelmiştir. Araştırmanın amacı; kişilerin yaptıkları tahminlerin, geçmiş fiyat hareketlerinin trend halinde devam edeceği şeklinde olup olmadığıdır. Araştırma sonuçlarına göre; hem işletme bölümü öğrencileri hem de portföy yöneticileri trend takipçisi gibi davranmakta ve geçmiş fiyat hareketlerinin devam edeceğini tahmin etmektedir. Ayrıca uzman yatırımcı olan portföy yöneticilerinin aşırı güven göstererek amatör yatırımcı olan öğrencilerden daha kesin tahminler yaptığı da ortaya çıkarılmıştır. Araştırmanın sonucu olan; hem amatör hem de uzman yatırımcıların geçmiş fiyat hareketlerine bakarak tahminler yaptığı gerçeği EPH'nin "rasyonel beklentiler" varsayımına uygun değildir ve teoremin iddiası üzerinde düşünülmesi gerektiğini göstermektedir (Ülkü, 2001:114). Piyasaları gerçekten anlayabilmek için; ekonomik olmayan ve rasyonel olmayan tepkilerin anlaşılabilmesi gerekmektedir. Bu ise insan psikolojisinin ve davranışlarının incelenmesine ve anlaşılmasına bağlıdır (Akerlof ve Shiller, 2010:176).

Sosyal psikolojinin yatırımcıları da oldukça fazla ilgilendiren önemli bir tavsiyesi şudur; kişileri farkında olmadan yaptıkları algıma ve karar verme hataları konusunda bilgilendirmek ve dikkatlerini çekmek, söz konusu hataların daha az tekrarlanmasına ve minimize edilmesine katkı sağlamaktadır (Ülkü, 2001:131).

Piyasa katılımcılarının beklentileri, yeni parametrelere göre değişir, bu değişim onları harekete geçirir, söz konusu hareket ise enstrümanları etkileyecektir. Bu interaktif süreçten etkilenmiş olan yatırım enstrümanları bir kez daha getiri, vade ve risk olarak değişime uğrayarak piyasa katılımcılarını etkileyecektir. Böylesine sürekli değişim içindeki bir sistemde doğru kararlar alabilmek için önce yatırım enstrümanlarını, daha sonra parametrelerdeki değişikliğin piyasayı ve enstrümanları nasıl etkiledikleri ve son olarak da yatırımcıların böylesi değişiklikler sonucundaki davranış, beklenti ve talepleri incelenmelidir (Özerol, 2011:125-126).

De Bondt ve Thaler (1995), iyi bir psikolojik finans teorisinin insanların gerçekte nasıl davranacağına dair psikolojik delilleri temel alacağını ileri sürmektedir. Böyle bir teorisinin yatırımcı kararlarının rasyonel tarafına da dikkat etmesi gerekmektedir (Daniel ve diğ., 1998:1841).

Yatırımcıların geçmiş tecrübeleri ve yaşadıkları çevrenin etkisiyle verdikleri kararlar bir yandan pazara şekil verirken, diğer yandan arbitraj olanaklarının kısıtlanması piyasalar arasındaki fiyat farklılıklarının, en azından kısa vadede, giderilmesinin önünde engel oluşturmaktadır. Davranışsal finans; hisse senedi değerlemesinde temel ve teknik analizin bir rakibi olarak değil, bu teknikleri tamamlayıcı bir yaklaşımı olarak değerlendirilmesinin, yatırımcılara daha faydalı olacağı düşünülmektedir (Taner ve Akkaya, 2005:53).

İnsanlar, gelecek hakkında asli bir belirsizlikle karar almaktadırlar. Son otuz yıl içinde, belirsizlik altında karar alma ve tercihler yapma konusundaki çalışmaların ve araştırmaların daha fazla davranış bilimlerine ve davranış ekonomisine yaklaştığı görülmektedir (Akerlof ve Shiller, 2010:177).

Piyasalardaki belirsizliğin psikolojik açıdan yatırımcıları nasıl etkilediği ve riskli tercihlere dair analizlerde ne tür etkileri olduğu davranışsal finans alanındaki çalışmalarda incelenen önemli konular arasında yer almaktadır (Hirshleifer, 1965:534). EPH'nin savunucuları tüm davranış modellerine özellikle bir konuda eleştiri yöneltmektedir. Bu konu; tam rasyonel olmayan yatırımcılar olabilir ancak piyasadaki tam rasyonel arbitrajcılar işlemleri ile fiyatların gerçek değerini yansıtmalarını sağlamaktadır, eleştirisidir. Bu eleştiriye karşı etkili cevap De Long ve diğerlerinden (1991) yılında gelmiştir; bilgisiz irrasyonel hareketler yapan yatırımcılar (noise traders)

grup halinde hareket ederek borsaya hakim olabilmektedir ve böyle bir durumda rasyonel arbitrajcılar fiyatların gerçek değerleri yansıtmasını sağlayamamaktadır (Ülkü, 2001:113). Etkin piyasa savunucularının iddiaları arasında olan “tam rasyonel arbitrajcılar fiyatların gerçek değeri yansıtmasını sağlayacaklardır” iddiasında yer alan “tam rasyonel” sıfatı nasıl bir rasyonelliği kastetmektedir ve bu tam rasyonel insan sayısı kaçtır? Ayrıca, borsalarda aşırı ve yetersiz reaksiyon hareketleri ve aşırı fiyat dalgalanmaları yaşanırken bu tam rasyonel kişiler ne yapmaktadır?

John Maynard Keynes, tam istihdamdan ayrılmalar konusunda psikolojik güdülerin önemi üzerinde durmuştur. Keynes’e göre insanlar çoğu zaman fazla düşünmeden harekete geçmektedirler. Bu da demektir ki; rasyonel ekonomi teorisinin “insanlar, niceliksel yararların ağırlıklı ortalamalarının, niceliksel olasılıklarla çarpımının sonucuna göre karar verirler” iddiası tam olarak gerçeği yansıtmamaktadır (Akerlof ve Shiller, 2010:24).

Uzun yıllardır finans piyasalarında kullanılan modellerin standart varsayımları bulunmaktadır. EPH varsayımı ve modern finans anlayışı, portföyünü iyi bir biçimde çeşitlendiren bir yatırımcının, yaklaşık olarak pazar portföyü kadar getiri elde edebileceğini varsaymaktadırlar. Ancak genel kabul görmüş varsayımların, gerçek pazar koşullarında ne ölçüde geçerli olduğu finans dünyasında sıkça tartışılan bir konu olmuştur. Günümüz finans piyasalarında göz ardı edilemeyecek düzeyde kadercilik, aşırı güven ve ortak hareket etme güdülleri bulunmaktadır (Taner ve Akkaya, 2005:47).

EPH, özgür iradeye dayalı kararları ihmal etmesi eleştirilen bir konudur. Finans piyasalarında yatırımcı kararlarının doğru değerlendirilebilmesi için psikolojik faktörlerinde dikkate alınması gerekmektedir. Psikolojik faktörleri dikkate alarak geliştirilen finans anlayışı, davranışsal finanstır. Davranışsal finans beklenen fayda teorisi ve arbitraj varsayımlarının kullandığı modellerden daha dar kapsamlı bir yaklaşım içermekle birlikte oldukça kapsamlı bir değerlemeyi gerektirmektedir. Örneğin yatırımcıların algılama psikolojisi oldukça geniş bir literatür birikimine sahip bulunmaktadır. İnsanlar verdikleri kararlarda, inanç, aşırı güven ve geçmiş tecrübeler gereğinden fazla önem vermek gibi durumlar nedeniyle bazı sistematik hatalar yapabilmektedirler. Davranışsal finans yanlış inanışlar ve kişisel özellikler nedeniyle tamamıyla rasyonel modeller kullanmamaktadır. Genel olarak bakıldığında insanlar 1

TL kazandıkları zaman hissettikleri kazanma arzusu, 1 TL kaybettikleri zamanda hissettikleri kaybetme arzusuna göre çoğunlukla çok daha zayıf kalabilmektedir. Yanlış inançlar, çoğunlukla insanların kaderci olması ve kaybetme korkusuyla büyütülmeleri yatırım kararlarını etkilemektedir (Taner ve Akkaya, 2005:48).

2.4.3. Psikolojik Önyargılar

İnsanların psikolojik önyargıları irrasyonel davranmalarına neden olmaktadır. McFadden (1998)'e göre; elde edilen bilgilerin depolanması, sınıflandırılması ve özetlenmesi sürecinde yapılan hatalar, psikolojik önyargıların oluşmasının temel nedenleridir (Döm, 2003:43).

Davranışsal finans çalışmalarında tespit edilen dört temel davranışsal fenomen hatalı fiyatlandırma nedenidir. Bunlar; bireysel anlayış ve muhakeme hataları (bilişsel önyargılar), kolektif hatalı davranışlar, bireysel hisler ve arzular, sosyal psikolojinin kişiler üzerindeki etkileridir (Temizel ve Meriç, 2008:133).

Algılama psikolojisine ilişkin yapılan çalışmalar, insanların nasıl davrandıklarına ilişkin birçok yaklaşım sunmaktadır. Bilişsel (Hevristik) Davranış; herhangi bir olayı, hafızadaki mevcudiyetine göre yargılayan yanıltıcı ve kestirme davranış şeklidir. Bu yaklaşım karar almayı kolaylaştırmaktadır. Ancak özellikle koşullar değiştiğinde bu yaklaşım önyargılı karar alınmasına neden olmaktadır, örneğin yatırımcı elindeki tasarrufu kullanabilmek için N sayıda yatırım alternatifiyle karşı karşıya kaldığı varsayıldığında, genellikle 1/N kuralı işlemekte ve yatırımcı elindeki tasarrufu tüm seçenekler arasında dağıtmaktadır. Benartzi ve Thaler (2001) yaptıkları çalışmada 1/N kuralının finans pazarında işlediğini tespit etmişlerdir. Örneğin araba kullanırken bir kazaya şahit olan bir sürücü, kaza yapma olasılığı artmasa bile daha dikkatli araba kullanacaktır. Belirli bir süre daha dikkatli sürüş şekli devam edecek ancak bir süre sonra tekrar sürücü eski sürüş şekline dönecektir. Bu davranış biçiminin temelinde insanların hatalarından yeteri kadar ders çıkarmaması yatmaktadır (Taner ve Akkaya, 2005:49).

Davranışsal alanda yapılan araştırmalar, insanların, karar verme sürecinde hevristiklerden ve önyargılardan etkilendiğini ortaya koymaktadır. Literatürde hevristik tanımı şu şekildedir; problem çözerken kullanılan ve karar vermeyi hızlandıran kestirme

yollar, stratejilerdir. Yapılan psikolojik araştırmalarda görülmüştür ki; insanlar hevristik ve önyargılar nedeniyle hatalar yapmaktadır. Finansal kararlar da belirsizlik altında alınırken, hevristikler ve önyargılar nedeniyle tekrarlanan hatalar ortaya çıkmaktadır (Döm, 2003:44).

Tversky ve Kahneman (1974) özellikle üç hevristik üzerinde durmaktadır. Üzerinde durdukları üç hevristik temsililik (representativeness), mevcudiyet (availability), düzeltme ve dayanak (adjustment and anchoring) hevristikleridir. Tversky ve Kahneman (1974) yaptıkları çalışma ile bireylerin sezgisel tabanlı hatalar yaptığını göstermiştir. Tversky ve Kahneman (1979)'ın insanların risk altında karar verme süreçlerini anlatan Beklenti Teorisi; insanların olayları tahmin etme ve ihtimalleri değerlendirmede yaşanan zorlukları basite indirgeyen sınırlı sayıdaki prensiplere bağı kaldığını ortaya çıkarmıştır. Davranışsal finans, insanların karar verme olayının birçok bilişsel yanılmaya maruz kaldığına inanır. Bu yanılmalar ikiye ayrılır: Sezgisel karar süreçlerine bağı yanılmalar, akılsal çerçevenin etkisiyle oluşan yanılmalar (Karan, 2004:693).

Menkul kıymet getirileri ve yatırımcı psikolojisi arasındaki ilişkiyi ele alan çalışmalar ağırlıklı olarak yatırımcıların aşırı güven davranışı üzerinde incelemeler yapmıştır. Yatırımcıların bilgiyi elde etme ve bilgiyi değerlendirme yeteneğı birbirinden farklıdır. Bazı yatırımcıların sahip oldukları bilginin doğruluğuna ve gücüne aşırı güvenmesi hisse fiyatının söz konusu bilgiye aşırı tepki vermesine neden olmaktadır (Temizel ve Meriç, 2008:134).

Sezgisel davranış kişilerin karmaşık ve belirsiz ortamlarda karar vermede kullandıkları bir çeşit pratik iş görme usulüdür. Karar verme süresi tüm ilgili bilgilerin toplanıp, objektif biçimde değerlendirildiğı tam anlamıyla rasyonel bir işlem değildir, aksine karar verici bu süreçte bazı zihinsel kısa yollar kullanır (Kahneman ve Tversky,1974). Özellikle karar vermek için gerekli olan zamanın kısıtlı olduğı durumlarda sezgisel karar verme sürecini benimsemesi oldukça pratik bir yoldur. Sezgisel yolların kullanılması ile sonuçlanan tipik yanılmalar şunlardır: Aşırı güven (Overconfidence), Temsililik (Representativeness), Demiratma(Anchoring), Mümküniyet yanlılığı (Availability bias) (Karan, 2004:696).

İkinci grup olarak nitelendirdiğimiz akılsal çerçevelemenin etkisi ile oluşan yanılmalar; Kaybetmekten Kaçma (Loss Aversion), Pişmanlıktan Kaçma (Regret Aversion),

Zihinsel Muhasebe (Mental Accounting), Oto-Kontrol (Self- Kontrol), (İfade Etme Etkisi) Framing Effect.

Kaybetmekten Kaçma (Loss Aversion): Verilen bir kayıptaki zihinsel ceza, aynı büyüklükte verilen bir kazançtaki zihinsel ödülünden daha fazla olduğu düşüncesine dayanır. Eğer yatırımcılar kaybetmekten kaçınırlarsa, kafaları daima kayıpları fark etmekle meşgul olacaktır (Karan, 2004:696).

2.4.4. Yatırımcı Psikolojisi

Charles Dow'un; "piyasa hareketlerine yatırımcıların sürü psikolojisi hakimdir. Piyasalarda iki tür yatırımcı vardır, piyasa yapıcılar ve onları takip edenler" sözü, borsaların dalgalı fiyat hareketlerini ve hisse senedi yatırımcılarının psikolojisini özetlemektedir (Özerol, 2011:147).

Aradan zaman geçtikçe, çalışmaların ve araştırmaların daha fazla davranış bilimlerine ve davranış ekonomisine yakınlaştığı görülmektedir. General Electric'in ünlü yöneticisi Jack Welch'in "doğrudan içgüdülerle" ifadesi bu durumu çok net olarak özetlemektedir. Yatırımcıların pek çok önemli kararı analitik olmaktan çok sezgisel ve davranışsaldır. Bu hem psikolojinin, (hem de grup kararları söz konusu olduğu için) sosyal psikolojinin yasalarına göre incelenmesi gereken sosyal ve davranışsal bir süreçtir (Akerlof ve Shiller, 2010:177).

Yatırımcıların, finansal varlıkların fiyatlarına ilişkin, ortalamayı, standart sapmayı ve olasılıkları kesin bir biçimde değerlendirebilme imkanı oldukça sınırlıdır. Yapılan birçok çalışmada, yatırımcıların gereğinden fazla kötümser davranarak, finansal varlıkların fiyatlarının olduğundan daha düşük değerlediklerini saptamışlardır. Günümüz finans pazarlarının tam etkin bir yapıda faaliyet gösterdiğini söylemek oldukça güçtür. Bu şartlar altında yatırımcı psikolojisi ve algılama biçimi yatırım kararlarını, dolayısıyla pazar gelişimini önemli ölçüde etkilemektedir. Davranışsal finansın iki temel boyutu bulunmaktadır. Bu boyutlar, algılama psikolojisi ve arbitraj sınırlarıdır. Yatırımcıların geçmiş tecrübeleri ve yaşadıkları çevrenin etkisiyle verdikleri kararlar bir yandan pazara şekil verirken, diğer yandan arbitraj olanaklarının kısıtlanması piyasalar arasındaki fiyat farklılıklarının, en azından kısa vadede, giderilmesinin önünde engel oluşturmaktadır (Taner ve Akkaya, 2005:53).

Piyasaları gerçekten anlayabilmek için; ekonomik olmayan ve rasyonel olmayan tepkilerin anlaşılabilmesi gerekmektedir. Bu ise insan psikolojisinin ve davranışlarının incelenmesine ve anlaşılmasına bağlıdır (Akerlof ve Shiller, 2010:176). Genel ekonomi, piyasaları; piyasalar, hisselerin getiri ve risk durumlarını etkileyecektir. Bu etkileme ise doğal olarak yatırımcıların davranış ve beklentilerini etkileyen bir süreç olacaktır. Sonuç olarak makro ekonomik gelişmeler tüm yatırımcıların beklentilerini derinden etkileyecektir. Rasyonel yatırımcılar bu dinamik yapı içerisinde kendilerine özgü stratejiler belirlemektedir. İnsan beyni istemli veya istemsiz olarak çalışma ve yatırım stratejileri geliştirmektedir. Yatırımcılar ister pasif isterse aktif olsunlar yatırım için rasyonel ve matematiksel bir planları olmalıdır (Özerol, 2011:141-143). Hisse senetlerine yatırım yapabilmenin insan psikolojisi ve cesaret ile de kuvvetli bir ilişkisi olduğu görülmektedir. Bazı insanların diğerlerinden daha cesur olduğu yani cesaret konusunda insanların aynı seviyede olmadığı gerçeği de, yatırımın psikolojiden etkilendiğini kanıtlayan önemli bir noktadır (Marron, 2011:105).

Uluslararası literatürde, davranışsal finans yaklaşımı çerçevesinde, yatırımcı psikolojisi üzerine pek çok çalışma yapılmıştır. Bu çalışmalardan bazıları şunlardır: İnsanların, yargılama yaparken ve karar alırken belirgin bilgilere (yani dikkat çeken bilgilere) aşırı ağırlık verdikleri tespit edilmiştir (Kahneman ve Tversky (1973), Grether (1980)). İnsanların uç bilgilere, fazla dikkat ettikleri görülmektedir (Griffin ve Tversky (1992)); "Yatırımcıların genellikle kaynağına bakmayarak bilgiye güvendikleri. Bilginin tam güvenilir olup olmadığına ya da günü geçmiş, yanlış olup olmadığına ve kulaktan dolma bilgileri temel alıp almadığına dikkat etmedikleri tespit edilmiştir (Fiske ve Taylor (1991)). Mevcut inançlarıyla tutarlı bilgilere aşırı ağırlık verirler, inançlarını destekleyen bilgileri toplamaya eğilimlidirler ve desteklemeyen bilgileri hemen reddederler (Lord, Ross ve Lepper (1979), Nisbett ve Ross (1980), Fiske ve Taylor (1991)). Yeni bilgileri temel alan görüşlerinden daha emindirler (Clark ve Rutter (1985). Vaka, senaryo ve örneklere; soyut, istatistiksel bilgilerden daha fazla ağırlık vermektedirler (Kahneman ve Tversky (1973), Bar- Hillel (1980), Hamill, Wilson ve Nisbett (1980), Nisbett ve Ross (1980), Bar-Hillel ve Fischhoff (1981), Taylor ve Thompson (1982), Tversky ve Kahneman (1982) (Odean, 1998:1894).

Yatırımcı psikolojisi, finans pazarları üzerinde oldukça etkili olmakla birlikte, zaman zaman ihmal edilmiş bir konudur. Yatırımcıların karar verirken kendilerine rehber edindikleri sadece ekonomik veya finansal göstergeler değildir. Aynı zamanda kendi iç dünyaları, geçmiş deneyimleri ve fırsatları algılama biçimleri de aldıkları kararlarda etkili olmaktadır (Taner ve Akkaya, 2005:47). Ekonominin gerçekte nasıl işlediğini öğrenmek için davranışsal faktörlerin makro ekonomiye dahil edilmesi gerekmektedir. Yatırımcıların her zaman rasyonel davranacağını düşünmek ve iddia etmek rasyonel değildir. Klasik modeller, sadece ekonomik ve rasyonel tepkileri dikkate almaktadır. Ancak ekonomik olmayan ve rasyonel olmayan tepkileri dikkate almamaktadır. Cevap verebildiği tek soru da; “İnsanlar, yalnızca ekonomik güdülerle hareket etse ve rasyonel tepkiler verseydi ekonomi ve piyasalar nasıl davranırdı?” sorusudur. Ekonomik olmayan güdüler ve rasyonel olmayan tepkiler gelişmesi durumunda piyasalar nasıl hareket ederdi sorusu ise cevaplandırılmamaktadır (Akerlof ve Shiller, 2010:203).

Finansal piyasalarda gelecek belirsizdir ve bu belirsizlik yatırımcılar açısından önemli riskler oluşturmaktadır. Finans literatüründe geliştirilen karar alma ile ilgili teoriler genelde; yatırımcıları, risk alan yatırımcı ve riskten kaçınan yatırımcı olarak iki ana grupta incelemektedir. Yatırımcıların büyük çoğunluğunun riskten kaçınan yatırımcı grubunda yer aldığı görülmektedir. Finansal araştırmalar da özellikle riskten kaçınan yatırımcıların davranışları üzerinde durmaktadır (Bolgün ve Akçay, 2005:190). Hisse senedi yatırımı, diğer enstrümanlarla kıyaslandığında oldukça karmaşık ve risklidir (Özerol, 2011:133).

İnsanlar, gelecek hakkında asli bir belirsizlikle karar alırlar (Akerlof ve Shiller, 2010:177). Finansal piyasalarda işlemler belirsizlik altında yapılmaktadır ve yatırımcılar rasyonellikten uzaklaşmaktadır (Kocaman, 1999:64).

Yatırımcılar hisse senedi alım satımlarında farklı davranışlar göstermektedir. Tek bir hisseye yatırım yapanların yanında beş on ayrı hisseyi portföyünde bulunduran yatırımcıların da var olduğu bir piyasa mevcuttur. Özellikle riskten kaçınan yatırımcılar çeşitlendirme yapmaktadır. Çeşitlendirme yapılırken; farklı sektörler, şirketler, ülkeler ve menkul kıymetler tercih edilebilmektedir (Özerol, 2011:140).

Birçok ülkede finansal danışmanların müşterilerini tanımaları ve yatırım önerilerini, müşterilerinin kişisel özelliklerini göz önünde bulundurarak yapmalarının yasal

zorunluluk olması kişilik özelliklerinin yatırım kararlarında oynadığı rolün en açık göstergesidir (Anbar ve Eker, 2009:130). Hangi yatırımların tercih edileceği ve portföy tipi yatırımcının kişisel ve sosyal durumuna bağlıdır. Gençlerle yaşlılar aynı yönde tercih göstermeyeceklerdir. Gençler daha çok risk karşılığında daha çok kazanç isteyebilirler. Yaşlılar ise daha az kazanca razı olup daha rahat uyumayı tercih edebilirler. Varlıklı kişiler hisse senetlerine ayırdıkları fonları daha kolayca riskli menkul kıymetlere yatırabilirler. Bir emekli memurun ise fazla riskten hoşlanmaması normal karşılanmalıdır. Kültür düzeyi yüksek kişilerin tercihleriyle diğerlerinin tercihleri de çok farklı olacaktır. Geleceğe güvenle bakan yatırımcıların, yatırım tercihleri ile gelecek hakkında tedirgin kişilerin tercihleri pek çok açıdan farklılıklar gösterecektir (Karlı, 1990:434).

“Rasyonel yatırımcı” ya da Benjamin Graham’ın tanımıyla “akıllı yatırımcı” yatırım ile spekülasyonu birbirinden ayırmalıdır. Yatırım için temel tanım, gerekli ve mantıklı analizleri yaparak, anapara garantisini ön planda tutarak, uzun vadede yüksek getiri sağlamayı hedefleyen rasyonel yaklaşım ve adımlardır. Spekülasyonda ise anapara garantisini ön planda tutulmaz ve yatırımdan ortalamaların üzerinde getiri elde etmek amacıyla hızlı hareketler yapılır. “Akıllı yatırımcı”, spekülasyondan ziyade “yatırım” kavramına daha yakındır. Spekülatif hareketler yapsa da, genellikle pasiftir ve pazar ortalamasının çok üzerinde getiri sağlamak gayesiyle kısa vadeli ve hızlı hareketleri çok sıklıkla denemez. En temel özelliği ise rasyonel olmasıdır. “akıllı” ya da “rasyonel” yatırımcı, aşırı risk almayan ve “normal” kavramına uygun tepkiler veren yatırımcıdır. Buna karşılık piyasa kavramının doğası gereği, rasyonel yatırımcının da sürü psikolojisine kendini kaptırması doğal olacaktır (Özerol, 2011:134).

Kısa vadede borsada nelerin olacağını kestirmenin imkansız olduğu açıktır. Yine de çok sayıda yatırımcı yatırım kararlarını tahmincilerin, gazetecilerin ve diğerlerinin yaptıkları kısa vadeli piyasa tahminlerine dayanarak yaparlar. Neden? Bunun bir nedeni insanların dünyamızı açıklamada bağlantıları kullanmasıdır. Bu bağlantılar geçici algısal koşullardan, kişisel hafızalardan ve yakın zamanlı söylentilerden çok fazla etkilenmektedir. Yatırımcıların karşı karşıya oldukları asıl zorluk bilgi elde etmekten ziyade elde edilen bilgilerle ne yapılacağıdır. Çoğu insan iş, yatırım kararı vermeye

gelince sistematik olarak yanlıdır, bu yanlılıklar kötü hafızalardan inşa edilir ve de eski önyargıların etkisi altındadır (Bolhuis ve Goodman, 2005:62).

Borsa yatırımcılarının kayıptan kaçınan olduğuna dair kuvvetli deliller bulunmaktadır. Sabah kayıplarından sonra, izleyen sabahın kazançlarına göre kayda değer derecede öğleden sonra daha fazla risk alırlar. Bu durum bize borsa yatırımcılarının davranışsal yanlılıklarından doğan her türlü fiyat etkisinin aşırı derecede çabuk yayıldığını göstermektedir (Coval ve Shumway, 2005:33). Kayıptan kaçınma, riske karşı yatırımcının tutumunu belirlemede etkili olmaktadır. Deneysel bulgular, yatırımcının kayıptan kaçınma şiddetinin önceki kazançlarına ve kayıplarına göre değiştiğini ortaya çıkarmıştır. Önceki kazancı izleyen kayıplar daha az sıkıntı verirken, bir kaybın arkasından ortaya çıkan yeni kayıpların daha çok sıkıntı verdiği belirlenmiştir. Kazanan bireylerin risk alma konusunda daha cesaretli oldukları görülmüştür. Kaybeden bireyler ise riske karşı daha çekingen davranmaktadır. Örneğin Odean (1998) yatırımcıların kazanan hisse senetlerini çok çabuk elden çıkarma ve kaybeden hisse senetlerini çok uzun süre elde tutma eğilimini kayıptan kaçınma davranışına dayandırmaktadır (Döm, 2003:8-9). Yatırımcılar, dalgalanmalar sırasında kayıptan kaçınandır ve kayıptan kaçınma davranışları önceki yatırım performanslarına bağlıdır (Barberis ve diğ., 2001:48).

Miyop kayıptan kaçınma, kayıplara kazançlardan daha fazla bir hassasiyet göstermeye ve sonuçların sıklıkla değerlendirilmesine neden olmaktadır. Miyop kayıptan kaçınma sergileyen yatırımcılar yatırımlarını daha seyrek değerlendiriyorlarsa riskleri kabul etmeye daha istekli olurlar. Yatırımcılar, geçmiş tecrübelerinden ders almaktadır. En sık geri bildirim (ve dolayısıyla en çok bilgi) almış yatırımcılar en az risk alan ve de en az parayı kazanan yatırımcılar olarak ortaya çıkmaktadır (Thaler ve diğ., 1997:647).

İnsanlar benzer koşullarla karşılaştıklarında, kendi tabiatlarının bir sonucu olarak aynı davranış kalıpları göstermektedirler. Örneğin A hisse senedinin 12 liradan alan bir yatırımcı, fiyat 11 liraya yükselmeden önce 10 liraya düşmesi durumunda, fiyat tekrar 12 liranın üzerine çıkmadan bu hisse senedini satmak istemeyecektir. Benzer bir biçimde piyasa boğa eğilimi sergilerken, fiyatlarda durağanlık yaşanmaya başlarsa, işlem hacminde önemli bir durgunluk yaşanacaktır (Taner ve Akkaya, 2005:50).

Rasyonel karar verme bakış açısına göre; kişiler, isabetli karar verebilmek için mümkün olduğunca fazla bilgiyi öğrenmeye çalışmaktadır. Ayrıca kişiler faydalarını arttırabilmek için, özellikle, bilgilerin kendilerine en faydalı olacağını düşündüğü değerli kısımlarını dikkate almaktadır (Solomon, 2011:333).

Ekonomi alanında, bütün insanların aynı düzeyde rasyonel kararlar vermesini engelleyen faktörler bulunmaktadır. Kişilerin kararlarının rasyonelliği farklı düzeylerde dir. Çünkü; kişilerin yetenekleri, alışkanlıkları, değerleri, hedefleri ve de bilgi düzeyleri farklı farklı olduğu için verdikleri kararların rasyonellik düzeyi de farklı farklıdır (Schiffman ve Kanuk, 2010:478).

Bayesgil rasyonaliteden ziyade, psikolojik özelliklerden kaynaklanan davranışlar bazen yatırımcı duyarlılığı (investor sentiment) olarak tanımlanırken, bazen de rasyonel olmayan yatırımcılar veya uzman olmayan yatırımcılar olarak da tanımlanabilmektedir. Kyle (1985) ve Black (1986) ise bu tür yatırımcıları söylenti taciri olarak tanımlamaktadırlar. Çünkü bu tür yatırımcılar rasyonel davranışları için gereken dikkate ve uzmanlığa sahip değildir ve psikolojik faktörlere göre işlem yaparlar (Döm, 2003:11).

Benartzi ve Thaler (1995) geniş kabul gören miyopik kayıptan kaçınma (myopic loss aversion) kavramında iki temel ilkeye vurgu yapmışlardır. Birinci ilke; yatırımcılar, kayıplara karşı kazançlardan daha duyarlıdır. İkinci ilke; yatırımlarını uzun vadeli planlayan yatırımcılar bile portföylerinin durumunu çok sık gözden geçirmektedirler. Kayıptan kaçınma ve portföyü çok sık değerlendirme, yatırımcıların riskten uzak durmasını kuvvetlendirir. Yatırımcıların yüksek getirili hisse senetlerine değil de risksiz devlet tahvillerine olan ilgisinin temelinde bu iki unsur yer almaktadır. Yatırımcılar, uzun vadeli getirilere odaklandıkları takdirde, hisse senetlerine daha fazla yönelmektedirler. Barberis, Huang ve Santos'un (1999) yaptığı araştırma sonuçlarına göre; borsanın yükseliş dönemlerinde yatırımcılar daha fazla risk alabilirken, borsanın düşüş dönemlerinde ise yatırımcılar riskten daha fazla çekinen bir davranış sergilemektedir (Döm, 2003:36-38). Bu durum geçmiş kazançların, özellikle de yakın geçmiş dönemdeki kazançların, yatırımcıları cesaretlendirdiğini göstermektedir. "Sütten ağzı yanan yoğurdu üfleyerek yer" atasözü; geçmişte risk alarak borsada yatırım yapan

kişilerin zarar etmeleri durumunda, gelecekte riski daha az bile olsa pek çok hisse senedinden uzak durmasına çok uygun bir atasözüdür.

Krizler ve dalgalanmalar, insan psikolojisinin etkili olduğunu kanıtlamaktadır. Krizlere ve dalgalanmalara; güven düzeyimiz, heveslerimiz, kızgınlıklarımız, yanılsamalarımız ve özellikle de ekonominin yapısı ile ilişkili hikayelerin değişmesi, neden olmaktadır. Bu soyut, psikolojik unsurlar; Dow Jones endeksinin niçin önce 14.000'in üzerinde zirve yapıp, bir yıldan biraz fazla bir süre sonra 7500'ün altına düştüğünü; Lehman Brothers'ın niçin aniden battığını; ve borsadaki bazı şirketlerin bütün olumlu özelliklerine rağmen niçin yatırımcılar tarafından tercih edilmediğini açıklamaktadır (Akerlof ve Shiller, 2010:25).

İnsanların kararlarını etkileyen önemli bir duygu da pişmanlık duygusudur. Kişinin verdiği yanlış kararlar pişman olmasına neden olmaktadır. İnsanlar pişmanlıktan kaçınmaktadır. Yatırımcıların değeri düşen hisse senetlerini uzun süre elde tutmasının ve kolay kolay satmamasının sebebi pişmanlıktan kaçınmaktır. Çünkü kişinin elindeki düşen hisseyi zararına satması yanlış yatırım kararı verdiğini kabul etmesi ve pişman olması anlamına gelmektedir. Benzer bir pişmanlıktan kaçınma davranışı da; değeri artan hisseleri çabuk elden çıkarmada gözlemlenir (Döm, 2003:90-91).

Kayıptan kaçınma en temel davranışlardan birisidir. Bir insanı kayıpların vermiş olduğu üzüntü, kazançların verdiği sevince göre daha fazla etkilemektedir (Döm, 2003:19). Bir yatırımcının borsadaki portföyünün değerinin azalması, portföyünün değerinin artmasından daha yoğun şekilde psikolojisini etkiler.

Deneysel bulgular, önceki kazancı izleyen kayıpların daha az sıkıntı verirken, bir kaybın arkasından ortaya çıkan yeni kayıpların daha çok sıkıntı verdiğini belirlenmiştir. Kazanan bireylerin risk alma konusunda daha cesaretli oldukları görülmüştür. Kaybeden bireyler ise riske karşı daha çekingen davranmaktadır. Bir kayıp sonrası, ortaya çıkabilecek olumsuzluklara karşı insanlar daha fazla duyarlı olmakta ve risksiz işlemleri tercih etmektedirler (Döm, 2003:8).

İnsanların vereceği kararların uygunluğu, algı ile tepki arasında yürütülen sembolik düşünme işlemleriyle belirlenir. Bu zihin süreci incelendiği zaman görülür ki zihin, duyu organlarından gelen algı verilerini, salt görsel, işitsel ve başka duyu içerikleri

olarak kendi haline bırakmaz. Duyu içeriklerini, bildiği bir kategoriye sokar ve o kategoriye ait olmanın verdiği bütün nitelikleri, o anda hiçbir özel araştırmaya ihtiyaç duymadan, var olan bilgi yapısından çıkarır. Zihin, yapacağı tepkiyi, algı ve bilgi içeriğinin sembolik planda yorumlanan niteliklerine ve içinde bulunduğu durumdaki amacına göre belirler. İnsanlar bildikleri yardımıyla düşünerek, bilinmeyeni bilmeye çalışırlar (Özakpınar, 2010:68).

Uygulamada şirketler fiilen ne kadar yatırım yapacaklarına karar verirlerken yatırımın ardında yatan psikolojik faktörler de önemli bir rol oynamaktadır ve yatırım kararını etkilemektedir. İnsanların ekonomik ve psikolojik faktörlerin hepsini incelemeye vakitleri yetmediği için, genellikle mevcut bilgilere dayanarak hızlı kararlar almaları ve ardından zaman kaybetmeden harekete geçmeleri gerekmektedir (Akerlof ve Shiller, 2010:176). Uygulamadaki bu durum, pek çok defa insanları yaptıkları hesaplamalara ek olarak, sezgisel ve psikolojik davranmaya adeta zorlamaktadır. Bir kaç yatırımcı sayısal yöntemlerin zorluklarına rağmen sayısal yöntemleri kullansa dahi piyasanın çoğunluğu sayısal yöntemleri kullanmadığı müddetçe, piyasa sayısal yöntemlerin rasyonelliği içerisinde hareket etmeyecektir.

2.4.5. Gürültü ve Hikayelerin Yaygınlaşması

Varlık fiyatlarındaki ve hisse senedi fiyatlarındaki spekülatif dalgalanmalar dikkatle incelendiğinde, kesinlikle bu dalgalanmaların nedeninin biraz da değişen fiyatlardan ve fiyatlarla ilgili düşüncelerden kaynaklandığı ortaya çıkmaktadır. Şirketlerin ve yatırımcıların ruh hali medyadaki ve gündemdeki iyimserliğe ve hisselerin fiyatına bağlı olarak değişim gösterebilmektedir. Her olumlu hikaye, hisse fiyatını olumlu etkilediği gibi her fiyat artışı da pozitif hava oluşmasına yardımcı olabilmektedir. Ters durumda ise olumsuz hikayeler, hisse fiyatını olumsuz etkilemekte ve fiyat düşüşleri de olumsuz havanın artmasına neden olmaktadır. Hisse senedi fiyatları ile yatırımlar arasındaki ilişkide bir ölçüde kuşku olduğunu belirtmek gerekmektedir. Genellikle güven kaybı borsaların düşmesine neden olur, dolayısıyla yatırımlar da düşer. Ancak borsa bazen yatırımcı davranışları nedeniyle düşerken; (örneğin enflasyon algısı nedeniyle), ekonomi gücünü koruyorsa yatırımlar düşmez (Akerlof ve Shiller, 2010:179).

Bilgi; kısaca, kişinin herhangi bir konu veya olay hakkında fikir veya davranış geliştirmesine yardımcı olan girdi olarak tanımlanabilir (Tokgöz, 2003:133). Borsalar,

doğru veya yanlış bilgilerin etkisi altında şekillenmektedir. Gürültü kavramı, piyasada dolaşan yanlış bilgilere verilen tanımlamadır. Doğru bilgiler ise hisse senedi getirileri ile bağlantılı bilgilerdir. Yatırımcılar piyasadaki yanlış bilgilerin (gürültülerin) etkisi altında kalarak doğru bilgileri değerlendiremeyebilmektedir. Borsadaki doğru bilgilerin, yanlış bilgilerden ayrılması yatırımcılar için dikkat edilmesi gereken en önemli konulardan birisidir. Doğru bilgilerden daha çok yanlış bilgilerin etkisi altında kalan yatırımcılar isabetli kararlar alamamaktadır (Sevil, 2001:77).

Bir fon yöneticisinin alım-satımları aynı şehirdeki diğer yöneticilerin alım-satımlarına diğer şehirlerdeki yöneticilerin alım-satımlarına göre daha hassas tepki vermektedir. Bu düzenlilik yerel tercih etkisinden ayrıdır. Kendi şehri/diğer şehir farklılığı geniş bir piyasa değeri kategorisinde de görülmektedir. Örneğin Duflo ve Saez (2002), Madrian ve Shea (2000), Kelly ve Grada (2000) ile Hong, Kubik ve Stein'a (2004) katılarak, söylenti etkilerinin çeşitli finans piyasası düzenlemelerinde davranışları etkilediğini göstermişlerdir. Shiller'in (2000) çalışmasına göre, söylenti olgusuna birinci sırada ilgi duymanın ana nedenlerinden birisi hisse fiyatlarını analiz etmenin zorluğudur. Yatırımcıların, alım-satım davranışıyla ilgili bulgularımız söylenti iletişimiyle hisse fiyatları arasında ilişki olduğunu göstermektedir (Hong ve diğer., 2005:2822).

Hisse senedi piyasasındaki bir fiyat artışının tetiklediği bir fikir, yatırımcılar arasında kişiden kişiye yayılarak, iyimser yeni dönem hikayelerinin çoğalmasına yol açabilmektedir. Bu tür yükseliş hikayelerini, bizzat yatırımcıların duyduğu heyecan yaygınlaştırmaktadır. Piyasanın yükseliş ve düşüş hareketlerinde yatırımcı psikolojisi çok etkili bir güç olmayı sürdürmektedir. Dün olduğu gibi bugün de yatırımcıların düşüncelerine ve kararlarına, ekonomik gerçeklerden daha fazla piyasada dolaşan boş hikayeler egemendir (Akerlof ve Shiller, 2010:100).

Yatırımcılar, medya haberlerinden etkilenip hisse satışı yapmamalıdır. Bir hisse senedinin satılmasının sebebi şirketin durumunun olumsuz hale gelmesi olmalıdır. Ancak çoğu yatırımcı medyadaki olumsuz yorumlara bakarak ellerindeki hisseleri satmaktadır bu durum da göstermektedir ki; yatırımcılar söylentiler ile yönlendirilebilmektedir (Lynch ve Rothchild, 2002:353).

Finans piyasaları hızla değişmektedir ve her zamankinden daha karmaşık bir hale geldikleri görülmektedir. Yatırımcıların sürekli durum değerlendirmesi yapması ve

ekonomi ile ilgili anlatılan hikayelerin çoğu zaman abartılı olduğunu anlaması gerekmektedir (Akerlof ve Shiller, 2010:181). Piyasaları çoğunlukla psikolojik faktörler yönlendirdiği için; bireysel yatırımcıların başarıyı yakalayabilmeleri büyük ölçüde psikolojik faktörleri fark edebilmelerine bağlı olmaktadır.

Yatırımcı duyarlılığı teorisinin çıkış noktasını, ilk kez Black (1986) tarafından ortaya konulan finansal piyasalarda “söylenti” kavramı oluşturmaktadır. Black (1986) tarafından ortaya konulan söylenti ticareti kavramı, De Long, Shleifer, Summers ve Waldmann (1990) tarafından geliştirilerek kabul gören bir teori haline dönüştürülmüştür. Bu modelde, iki tip yatırımcı bulunmaktadır: rasyonel yatırımcılar ve söylenti tacirleri. Rasyonel yatırımcıların menkul kıymet getirilerine ilişkin beklentileri de rasyoneldir. Tersine, söylenti tacirlerinin menkul kıymet getirilerine ilişkin beklentileri rasyonel olmayıp söz konusu yatırımcıların duyarlılıklarının etkisi altındadır. De Long, Shleifer, Summers ve Waldmann (1990), geliştirdikleri modelin uygulamasını yatırım ortaklıkları üzerinde yapmışlardır. Buna göre söylenti tacirlerinin gelecekteki getirilere ilişkin beklentileri tahmin edilemeyen değişikliklere maruz kalmaktadır. Yatırım ortaklıkları için söylenti tacirlerinin iyimserliği, yatırım ortaklıkları hisse senetlerinin prim yapmasına veya daha az iskontolu işlem görmesine neden olmaktadır. Söylenti tacirlerinin kötümser olduğu dönemlerde ise menkul kıymet fiyatları düşmekte ve yatırım ortaklıkları hisse senetleri daha yüksek iskonto ile işlem görmektedir. Modele göre yatırım ortaklığı hisse senetlerine ait riskin iki kaynağı bulunmaktadır. Birincisi, yatırım ortaklığı portföyüne sahip olmanın getirdiği risktir. İkincisi ise söylenti tacirlerinin duyarlılıklarından kaynaklanan risktir. Yatırım ortaklığı hisse senetlerine yatırım yapan tüm yatırımcılar, söylenti tacirlerinin kötümser olması olasılığından kaynaklanan, yatırım ortaklıkları iskontosunun artması riskiyle karşı karşıya kalmaktadırlar (Canbaş ve Kandır, 2006:27).

Roger Schank ve Robert Abelson adlı sosyal psikologlar hikayelerin ve hikaye anlatımının insan bilgisinin temelini oluşturduğunu iddia etmişlerdir. Onlara göre, insanların önemli olgularla ilgili anıları, hikayeler etrafında beyine endekslenmektedir. Hatırlanan olgular hikayelerle ilişkilendirilenlerdir. Hikayelerin insanları harekete geçirme gücü bulunmaktadır. Ekonomistlerin analizlerini hikayelere dayandırmaları, genellikle profesyonel olmayan bir davranış olarak görülür. Tam tersine, sayısal verilere

ve teoriye bağlı kalmaları gerektiği söylenir. Ancak gerçek hayat farklıdır. Hisse senetlerinin oldukça kuvvetli hareket ettiği bir günün sonundaki zayıf haber akışında birbiri ardına boy gösteren sözde üstatların sunduğu hikayeler insanları etkilemektedir. Gerçekte hikayeler piyasayı yönlendirmektedir. Abartılı hikayelerin gerçek etkileri bulunmaktadır. Bunlar bizzat ekonominin işleyiş tarzının gerçek parçalarıdır. Ekonomiye yepyeni bir döneme sokacak tarihsel değişimleri anlatma iddiasını taşıyan yeni dönem hikayeleri pek çok yatırımcıyı harekete geçirmiştir. Amerikan borsasının 1990'ların ortasından 2000'lere kadar süren hızlı yükselişin arkasında internet ve internet ile ilgili piyasada konuşulan hikayeler yatmaktadır. İnternet hikayesiyle ekonomi kelimesinin tam anlamıyla kendinden geçmiştir (Akerlof ve Shiller, 2010:80-81).

1945-1997 yılları arasında 178 adet ekonomik kriz yaşanmıştır ve bu krizlerde doğru bilgilerin herkes tarafından bilinmiyor olması çok büyük rol oynamıştır. Bu krizler sırasında piyasalarda bilginin değil de hikayelerin daha etkili olduğu düşünülebilir (Ertürk, 2010:410). Güven yalnızca bir bireyin duygusal halinden ibaret değildir. Diğer insanların duyduğu güvenle ilgili görüştür ve diğer insanların başkalarının duyduğu güvene ilişkin algılarıdır. Yüksek güven duygusu genellikle ilham veren hikayelerle, yeni iş girişimleri hakkındaki hikayelerle, ve başkalarının nasıl zengin olduğuna dair hikayelerle ilişkilendirilir. Yeni dönem hikayeleri genellikle dünyanın her yerindeki borsalarda önemli yükselişlere eşlik etmiştir. Geçmişteki ekonomik güven duygusu bu hikayelerin ayrıntılarına başvurulmadan anlaşılabilir. Yıllar ilerledikçe geçmişte kalan bu hikayeler unutulur, bu yüzden de geçmişteki borsa hareketleri ve makro ekonomik dalgalanmaların nedenleri doğru bir şekilde anlaşılabilir (Akerlof ve Shiller, 2010:82).

2.4.6. Anomaliler

Anomali kavramı literatürde teori ile uyuşmayan gözlem ya da realite olarak tanımlanmaktadır. Gözleme dayalı bir bulguyu teorik çerçevede açıklamak güç ise veya bu bulguyu açıklamak için makul olmayan varsayımlar yapmak gerekli ise, söz konusu bulgu anomali olarak değerlendirilmektedir. Deyim yerinde ise, anomali genel kabul görmüş esas ve ilkelerle uyumlu olmayan olağandışı bir davranış biçimidir, bir başka deyişle “çelişki”dir. Yaşamın ekonomik, finansal, sosyal ve kültürel boyutlarında

anomali olarak değerlendirilen gözlemlerle karşılaşmak mümkündür (Erdoğan ve Elmas, 2010:280).

Sermaye piyasalarının etkin olması; gelecek fiyatların geçmiş fiyat hareketleri ile tahmin edilemeyeceği ve bu yolla piyasanın üzerinde kazanç sağlanamayacağı demektir. Ancak piyasaların etkinliği ile ilgili yapılan çalışmalarda EPH'nin temel varsayımları ile ters düşen ve "anomali" olarak isimlendirilen fiyat hareketlerinin varlığı tespit edilmiştir (Eken ve Üner, 2010:61).

EPH'den sapmaları bilimsel olarak açıklamak amacıyla, birçok çalışmada, farklı anomaliler, ampirik bulgulara dayandırılarak ortaya konulmaya çalışılmıştır. Düşük fiyatlı hisse senedi anomalisi, şirketlerin borsada işlem gören senetlerin, sadece fiyatlarının düşük olması nedeniyle diğer şirket senetlerinden daha fazla getiriye sahip olacağını açıklamaya çalışmaktadır. Yapılan ampirik çalışmalarda, yatırımcıların düşük fiyatlı hisse senetlerine yatırım yaparak normal üstü getiri sağlayabildikleri ortaya konulmuştur. Amerika Birleşik Devletleri'nde bu konuda yapılan çalışmalar 1936 yılına kadar uzanmaktadır. İlk kez Lois H. Fritzscheier (1936) tarafından yapılan bir çalışmada ortaya konan bu olgu 1970'lerde Fama'nın ortaya koyduğu EPH'nden sonra çeşitli çalışmalarla desteklenmiştir (Karan, 2004:281).

EPH'nin ortaya koyduğu bu varsayım ile çelişen ampirik bulgulara rastlanmıştır. Hipotez ile bağdaşmayan bu bulgulara, normalden sapma anlamına gelen ve Türkçe'de de kabul görmüş olan anomali (anomaly) terimi, kullanılmaktadırlar. Örneğin yarı kuvvetli formdaki piyasa etkinliğinin test edilmesinde kullanılan hisse senedi bölünmeleri aynı zamanda bir anomalidir (Karan, 2004:281). Finans alanında, borsanın etkinliği, her zaman tartışılan bir konu olmuştur Piyasaların etkin olmadığı durumlarda, gereği gibi değerlenmeyen veya aşırı değerlenen hisseler ortaya çıkmaktadır ve bu durum dalgalanmalara ve fiyat anomalilerine yol açmaktadır (Okka, 2009:300).

Ampirik menkul kıymetler borsası olgusunun mükemmel yatırımcı rasyonelliğini temel alan bir modelde makul şekilde nasıl yakalanabileceği açık değildir. Yatırımcıları rasyonel kabul eden yaklaşımlar, eksik reaksiyonu ve aşırı reaksiyonu açıklayamamaktadır (Daniel ve diğ., 1998:1840).

Anomalilerin piyasa etkinliği altında beklenen şans sapmaları olduğunu iddia edenler bulunmaktadır. Bu bakış ağısı uygun gözükmemektedir. Çünkü bazı anomaliler güçlü ve düzenlidir. Büyüklük, defter/piyasa değeri ve momentum etkileri hem uluslararası olarak hem de farklı zaman dilimlerinde mevcuttur. Piyasalardaki anomaliler ile ilgili mükemmelen olmayan rasyonelliği temel alan açıklamaları değerlendirmenin makul olduğu görülmektedir. Dahası, piyasa anomalileriyle potansiyel olarak ilgili görünen önemli kurumsal finansman ve ödeme ilişkileri vardır. Firmalar, piyasa değerinde yükselmelerden sonra ya da defter/piyasa oranı düşük olduğunda hisse senedi ihraç etme eğilimindedir. Endüstri seviyesinde yanlış fiyatlandırmadan yararlanmak için tasarlanan endüstriye özel finansman ve geri satın alım patlamaları vardır. Ampirik menkul kıymetler borsası olgusunun mükemmelen yatırımcı rasyonelliğini temel alan bir modelde makul şekilde nasıl yakalanabileceği açık değildir (Daniel ve diğ., 1998:1840).

Borsalarda orta vadeli momentum ve getirilerde kazanç sonrası sürüklenmeler görülmektedir. Bunlar sıra dışı yüksek geçmiş getiriler üretmiş ya da iyi kazanç haberlerine sahip olmuş hisselerin izleyen altı ila on iki ayda görece güçlü getiriler sağlamaya devam etme eğilimlerini açıklar (düşük geçmiş getiri ya da kötü kazanç haberlerine sahip olmuş hisseler için de tam tersi). Bu alandaki ilk çalışmalar arasında Jegadeesh ve Titman'ın (1993) momentuma dair ve Bernard ve Thomas'ın (1989, 1990) kazanç sonrası sürüklenmeye dair çalışmalarını sayabiliriz. Diğer yerleşmiş bir anomali ise uzun vadeli tersine çevirmedi; yani piyasa değerinin kazandırlara, nakit akışlarına ya da defter değerine oranının yüksek olduğu "cazibe" hisselerinin müteakip birkaç yılda zayıf getiri üretmeye devam etme eğilimi ("değer" hisseleri için tersi de doğrudur) (Hong ve Stein, 2007:109).

Yatırımcılar geleceğin kestirilebilir olduğuna inanırlar ve dalgalanmasına psikolojik olarak hazır değerdirler. Yatırımlarından beklentileri çok para kazanmaktır. Bu nedenle para kaybetmeye psikolojik olarak hazır değillerdir (Bolhuis ve Goodman, 2005:68).

Hisse senedi fiyat değişimlerinin, çeşitli sosyal değişimlerle ilişkili olduğu görülmektedir (Akerlof ve Shiller, 2010:165). Davranışsal finans açısından piyasalarda yatırımcılar tamamen rasyonel bir şekilde davranmamakta böylece piyasalarda bazı anomaliler görülmektedir. Yapılan pek çok çalışma ile yatırımcıların rasyonel olmayan bazı davranışları sürekli olarak tekrarladıkları ve böylece bazı anomalilerin hisse senedi

piyahasında sürekli olarak gözlemlenebildiği ortaya konulmuştur (Erdoğan ve Elmas, 2010:296).

Şimdiye kadar hiç kimse hisse senedi gibi finansal araç fiyatlarındaki hızlı değişimlere rasyonel bir anlam verememiştir. Bu dalgalanmalar finans piyasaları kadar eskidir. Oysaki bu fiyatlar ekonominin temeli olan yatırım kararlarının asli faktörleridir. Kurumsal yatırımlar, GSYİH'dan daha oynaktır ve bunların ekonomik dalgalanmaları önemli ölçüde güçlendirdiği anlaşılmaktadır. Örneğin ABD borsasının reel değeri, 1920 ile 1929 yılları arasında beş kattan fazla yükselmiştir. Sonra 1929 ile 1932 arasında tam bir çöküş yaşanmıştır. Borsanın reel değeri, 1954 ile 1973 yılları arasında ikiye katlanmıştır. Ardından borsa olduğu gibi eski düzeyine çekilmiştir. Daha sonra ise 1973 ile 1974 arasında gerçek değerinin yarısına inmiştir. 1982 ile 2000 arasında ise borsanın reel değerini yaklaşık sekiz kat artmıştır. Ardından 2000 ile 2008 arasında değerinin yarısını kaybetmiştir. Bu veriler bize bir kez daha, ekonominin iniş çıkışlarının merkezinde davranışsal faktörlerin var olduğuna dair kanıtlar sunmaktadır (Akerlof ve Shiller, 2010:163).

Bazı incelemelerin gösterdiği gibi, hisse senedi fiyatlarının zaman zaman kazanç açıklamalarına olması gerekenin altında tepki verdiği doğrudur. Aslında hisse senedi fiyatlarının kazanç haberlerine aşırı tepki vermesi de, yetersiz tepki göstermesi de aynı sıklıkta gerçekleşmektedir (Malkiel, 2007:205-207).

Son yıllarda yapılan araştırmalar ile elde edilen, menkul kıymet getirilerine dair bir delil bütünü, geleneksel etkin piyasalar görüşüne ait olan "menkul kıymetler halka açık tüm bilgileri yansıtmaktadır ve rasyonel olarak fiyatlandırılmaktadır" iddiasına karşı keskin bir meydan okuma sunmaktadır. Borsada gözlemlenen anomalilerin bazıları aşağıdaki şekilde sınıflandırılabilir (Daniel ve diğ., 1998:1840);

1. Olay temelli getiri kestirilebilirliği.
2. Kısa vadeli momentum.
3. Uzun vadeli geri dönme (uzun gecikmeler ya da "aşırı reaksiyon" tarafından ayrılan kısa vadeli getirilerin negatif otokorelasyonu)
4. Temel değerlere göre varlık fiyatlarının yüksek dalgalanması.

5. Kazanç süprizine uygun yönde, kısa vadeli kazanç sonrası hisse fiyatı "sürüklenmesi", ama uzun vadeli kazanç değişikliklerinin zıt yönünde anormal hisse fiyatı performansı.

Piyasalarda görülen anomalileri genel olarak aşağıdaki gibi sınıflandırmak mümkündür (Erdoğan ve Elmas, 2010:280);

1) Dönemsel Anomaliler: Günlere İlişkin Anomaliler, Aylara İlişkin Anomaliler ve Tatillere İlişkin Anomaliler.

2) Kesitsel Anomaliler: Fiyat / Kazanç Oranı Etkisi, Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı Etkisi, Firma Büyüklüğü Etkisi, Fiyat / Satış Oranı Etkisi, Fiyat / Nakit Akımı Etkisi ve Kazanç Duyuruları Etkisi.

3) Fiyat Anomalileri: Aşırı Tepki Anomalisi ve Düşük Tepki Anomalisi.

Hisse fiyatlarının irrasyonel şekilde hareket ettikleri, konusunda çok kapsamlı kanıtlar geçmişte piyasada gözlemlenmiştir (Malkiel, 2007:210-214). Günümüzde borsalarda, zaman zaman, sağlam kabul edilen hisselerde bile kısa süreli aşırı fiyat hareketleri görülebilmektedir (Karan, 2004:503).

Bütün hisse senetleri aynı hızla ve aynı şekilde değer kazanmamaktadırlar. Bazı hisseler, olumlu haberlerden sonraki kısa bir süre içinde hızla değer kazanırken, bazı hisselerin fiyat artışı olumlu haberleri takip eden uzun bir döneme yayılmaktadır. Bu durum hem profesyonel hem de amatör yatırımcılar için hemen hemen her zaman borsada alınabilecek uygun fiyatlı hisselerin varolması anlamına gelmektedir (Lynch ve Rothchild, 2002:341).

ABD’de Temmuz 2002’de üç haftalık bir dönem boyunca otuz sanayi hissesi içeren Dow Jones Endeksi’nin ortalaması 1,500 puanlık bir düşüşle 9,250’den 7,750’ye inerek yüzde 16’nın üzerinde bir düşüş kaydetmiştir. Bu ani düşüşü inceleyen finans muhabirleri, durumun on beş yıl önce Ekim 1987’de Dow Jones’un bir ayda yaklaşık üçte bir değer kaybettiği dönem kadar kötü olmadığına işaret etmekte gecikmemişlerdir. Fiyat etkinliği kavramı bu tür aşırı fiyat hareketlerini açıklayamamaktadır. Ekim 1987’nin veya Temmuz 2002’nin başlarında borsanın gerçekten hisse senetleri ve

ekonomiye ilişkin tüm geçerli bilgileri doğru biçimde yansıttığı söylenemez (Malkiel, 2007:258-261).

Erdoğan ve Elmas'ın 2010 yılında İMKB ile ilgili yaptığı çalışmada, İMKB'de işlem yapan bireysel yatırımcıların anomaliler hakkındaki düşünceleri sorgulanmıştır ve şu bulgular elde edilmiştir; Ankete katılan yatırımcıların %62,4'ü, hisse senetlerinin getirisinin F/K oranından etkilendiğini düşünmektedir. Ankete katılan yatırımcıların %54,5'i küçük P/D oranına sahip firma hisse senetlerinin yüksek P/D oranlı firma hisselerinden daha yüksek getiri sağladığı düşüncesine sahiptir. Yatırımcıların %53,3'ü kısa vadeli yatırımlarda kazanan hisseleri alma ve kaybedenleri satma yönlü bir yatırım stratejisi izlemekle yüksek getiri elde edilebileceğini düşünmektedir. Aşırı reaksiyon ile ilgili olarak; katılımcıların %72,7'si orta ve uzun vadede kaybeden hisseleri alma ve kazananları satma şeklinde ters yönlü bir işlem stratejisi ile normalüstü getiriler elde edilebileceğini düşünmektedir (Erdoğan ve Elmas, 2010:297);

Amatör yatırımcıların çoğunlukta ve hisse senetleri ile ilgili bilgi akışının sınırlı düzeyde olduğu derinliği olmayan borsalarda fiyatları yukarı çekmek oldukça kolaydır. Bir veya daha fazla sayıda profesyonelin bazı hisse senedi alımlarını hızlandırması veya ekonomik, siyasal ve sosyal göstergelerin iyiye gidişin işareti olduğu veya bunlara benzer söylentilerin yaygınlaştırılması amatör yatırımcıların da alışı geçmesine neden olarak fiyat artışlarını hızlandırır. Endeks belirli bir yüksekliğe ulaştıkça "kâr satışları" başlar. Çünkü borsadaki spekülörler ve onların peşinden giden amatörler iyi para kazanma zevkini ile satışa geçme zamanının geldiğine inanmaktadırlar. Bu satışlar endeksi düşürür. Bu düşüş amatör yatırımcıları zarar edecekleri kaygısı ile satış işlemine daha çok sokar ve bu davranış fiyatların düşüş hızını artırır. Gelişmiş ülkelerin tam etkinliğe sahip olmuş veya çok yaklaşmış borsalarında nadiren görülür. Bu görüntü de ülkenin bir ekonomik veya siyasal krize gireceği zamanlarda ortaya çıkar. Kuşkusuz bu ülkelerde de borsa endeksinde düzenli veya düzensiz olarak yukarı ve aşağı doğru hareketler görülür. Bu dalgalanmalar günlük alış ve satışların normal sonucudur. Fiyatların aşırı artması veya düşmesi, spekülasyona çok az olanak verecek şekilde, kısa süre içinde regüle edilerek hisse senedi fiyatları gerçek değere yakın düzeye gelirler (Sarıkamış, 2005:21-23).

İMKB'ye ilişkin anomalilerle ilgili sınırlı sayıdaki araştırma göstermektedir ki; Türk

borsasında geçmiş fiyat serilerini dikkatlice izleyen yatırımcıların aktif stratejiler sayesinde önemli kar fırsatları yakalamaları mümkündür. Bu noktada unutulmaması gereken nokta; söz konusu kar fırsatlarının aynı bilgi setini kullanan yatırımcı sayısı arttıkça ve hisse senedi piyasası etkinleştikçe yavaş yavaş ortadan kalkacağıdır (Temizel ve Meriç, 2008:134).

Eken ve Üner (2010) yılında yapmış oldukları çalışmada; İMKB’de günlere ve aylara ilişkin anomalileri incelemişlerdir ve şu sonuçlara ulaşmışlardır: 1988-2007 yılları arasındaki dönemde İMKB’de teori ile uyuşmayan takvimsel anomalilere rastlanmıştır. İMKB’de haftanın günü etkisi, yılın ayı etkisi, yıl dönüşü etkisi, ay dönüşü etkisi ve ay içi etkisinin varlığını destekleyen bulgular tespit edilmiştir. Takvimsel anomalilere dayalı oluşturulan stratejilerin piyasa getirisi üzerinde getiri sağlayacağı istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde ortaya konulmuştur. Getirilerin tahmin edilebilir olduğuna dair bulgular, İMKB’nin zayıf formda dahi etkin olmadığını göstermektedir (Eken ve Üner, 2010:89-90).

2.4.6.1. Aşırı Reaksiyon Anomalisi

Üst üste gelen olumlu haberlerin etkisi ile oluşan artış yönündeki aşırı reaksiyon sonrası hisse senetlerinin getirilerinde görülen ortalamaya dönme (negatif otokorelasyon) ve üst üste gelen olumsuz haberlerin etkisi ile oluşan düşüş yönündeki aşırı reaksiyon sonrası görülen ortalamaya dönme (negatif otokorelasyon) sonucunda; özellikle borsada son uzun dönemde fiyatı çok artmış olan hisselerin fiyatı düşerek veya ortalamaya göre daha az yükselerek fiyat düzeltmesi yaşarken, borsada son uzun dönemde fiyatı çok düşmüş hisselerin fiyatı ortalamaya göre daha fazla yükselerek düzeltme yaşamaktadır. Kısaca; fiyatı aşırı yükselenlerin fiyatı düşürülerek, fiyatı aşırı düşenlerin fiyatı da yükseltilerek denge tekrar sağlanmaktadır. Bu bir açıdan piyasanın adalet mekanizmasıdır veya hisse fiyatlarının bilgiye dayalı rasyonel hareketler yapmayı hatırlamasıdır (Hong ve diğ., 2000:294).

Borsada piyasa etkinliğinden sapmanın en önemli örnekleri; aşırı reaksiyon (overreaction) ve eksik reaksiyon (underreaction) fiyat hareketleridir. Aşırı reaksiyon ve eksik reaksiyon üzerine yapılan pek çok ampirik çalışma göstermektedir ki; borsalarda dönem dönem hem aşırı reaksiyona hem de yetersiz reaksiyona rastlanmaktadır. Aşırı reaksiyon sonrası uzun dönemde negatif otokorelasyon görülmekte, hisse senetlerinin

fiyatları aşırı reaksiyondan sonra ortalamadan daha az kazandırmaktadır. Negatif otokorelasyondan kar elde edebilmek için “aksi yönde stratejiler” (contrarian strategies) geliştirilmiş ve aksi yönde stratejilerin kar sağladığı görülmüştür. Yetersiz reaksiyon sonrası da kısa dönem pozitif otokorelasyon görülmekte, hisse senetlerinin fiyatları yetersiz reaksiyon sonrası dönemde ortalamadan daha fazla kazandırmaktadır. Pozitif otokorelasyondan kar elde edebilmek için de “momentum stratejileri” geliştirilmiştir (Ülkü, 2001:102).

Son yıllarda finans alanında yapılan ampirik incelemeler sonucunda iki çeşit yaygın duruma rastlanmıştır. Bunlar kazanç duyuruları gibi kamuya açıklanan haberlere verilen yetersiz reaksiyon ve üst üste gelen iyi veya üst üste gelen kötü haberlere verilen aşırı reaksiyondur (Barberis ve diğ., 1998:308).

Uzun dönem aşırı reaksiyon anomalisi ile ilgili ilk çalışmalardan olan De Bondt ve Thaler (1985) hisse senedi getirilerinin üç ila beş yıllık periyotlarda önceki dönemin aksi yönünde hareket ettiğini tespit etmiştir. Üç-beş yıllık periyotlar itibariyle önceden kazandırmış olan hisselerin kaybettirdiği, önceden kaybettirmiş olan hisselerin de kazandırdığını tespit eden çalışma, uzun dönemde aşırı reaksiyon sonrası ortalamaya dönen hisse getirilerini tespit etmiştir (Fama, 1998:285).

De Bondt ve Thaler, 1985 ve 1987 yıllarında yapmış oldukları iki önemli çalışmada EPH'nin iddiaları ile çelişen sonuçlara ulaşmışlardır. Ocak 1933 – Aralık 1980 arasındaki dönemde New York Borsası'nda yatırımcıların iyi ya da kötü bilgiye aşırı tepki verdiklerini ve bu aşırı tepkiyle şişen fiyatların uzun dönemde düzeltildiğini yani ortalamaya döndüğünü ortaya koymuşlardır. De Bondt ve Thaler aşırı tepki ile fiyatların aşırı yükselerek uzun vadede ortalamaya dönme hareketini aşırı tepki hipotezi olarak isimlendirmişler. Hipotezin temeli davranışsal nedenlere dayanmaktadır. Çünkü; yatırımcıların karar alırken, Bayes kuralına göre, yeni bilgiler geldikçe eski bilgileri de dikkate alarak olasılıkları belirlemesi gerekmektedir ama yatırımcılar Bayes kuralına uymamakta ve yeni bilgilere çok fazla önem verip eski bilgilere az önem vermektedir (Yücel ve Taşkın, 2007:27).

Yapılan araştırmalarda, aşırı reaksiyon ve eksik reaksiyon ile ilgili örneklere, hem Amerikan borsasında hem de diğer ülkelerin borsalarında rastlanmaktadır. Aşırı

reaksiyon ve eksik reaksiyon ile ilgili araştırmaların sonuçları, etkin piyasalar hipotezinin iddialarına uymamaktadır (Barberis ve diğ., 1998:311).

Yatırımcıların sahip oldukları bilginin doğruluğuna ve etkisine olan güvenleri yüksek olduğu zaman hisse fiyatı söz konusu bilgiye aşırı tepki verecektir (Temizel ve Meriç, 2008:134). Hisse senedi piyasasında aşırı değerleme ile ilgili başka bir yaklaşım ise yatırımcı iyimserliğidir. İyimser ve kötümser yatırımcı fikirleri arasındaki uyumsuzluğın, aşırı reaksiyon sonrası uzun dönemde hisse getirilerinin düşüklüğünü, açıklayabileceği düşünölmektedir. Şirketin gerçek değeri ile ilgili bilgilerin zaman içerisinde artmasıyla uzun dönemde hisse getirileri düşmektedir. Örneğin halka arzdan sonraki uzun dönemde getiriler zamanla azalmaktadır. Benzer bir durum şirket birleşme duyurusu yapıldığında artış gösteren hisse fiyatlarının uzun dönemdeki getirilerinin düşmesidir (Uludağ ve Gülbudak, 2011:20-21).

Yücel ve Taşkın 2007 yılında yaptıkları çalışmada İMKB’de aşırı tepkinin var olduğunu, önceki dönemde kazanan portföylerin müteakip dönemde kaybettirdiğini, önceki dönemde kaybeden portföylerin de müteakip dönemde kazandırdığını tespit etmişlerdir (Yücel ve Taşkın, 2007:38).

İMKB ile ilgili yapılan bir diğer çalışmada Barak (2006), uzun ve kısa dönem araştırma bulguları birlikte değerlendirilmiş ve İMKB’de, aşırı reaksiyon anomalisi ve düşük reaksiyon anomalisinden faydalanarak, piyasada ortalamanın üzerinde getiri elde edilebileceği sonucuna ulaşılmıştır. Sonuç olarak yatırımcılar hisse senedi pazarlarında, hiç ekstra risk almadan yetersiz reaksiyon ve aşırı reaksiyonun avantajını kullanarak ortalamanın üzerinde çok ciddi kazançlar elde edebilirler.

Yine aynı çalışmada yatırımcıların içinde bulunduğu psikolojik önyargıların İMKB’de fiyat anomalilerine hisse senedi fiyatlarının düşük ya da aşırı reaksiyon davranışı göstermesine neden olduğu belirlenmiştir. Yatırımcının sahip olduğu temsililik davranışı geçmişte kaybeden hisse senetlerine karşı aşırı derecede kötümser olmaya, geçmişte kazananlara karşı ise aşırı derecede iyimser olmaya yol açmaktadır (Barak, 2008:278).

De Bondt ve Thaler (1985) yaptıkları çalışma ile göstermişlerdir ki; 1926 ile 1982 yılları arasında kazanan ve kaybeden hisselerin geçmiş 3 yıldaki getiri performansları

takip eden 3 yıllık dönemlerde tersine dönme eğilimindedir. Yani, örneğin; geçmiş 3 yılda ortalamanın üzerinde getiri sağlamış hisselerin önemli bir kısmı takip eden 3 yılda ortalamanın altında getiri sağlamaktadır. Benzer şekilde geçmiş 3 yılda ortalamanın altında getiri sağlamış hisse senetleri ise, genellikle takip eden 3 yılda borsa ortalamasının üzerinde getiri sağlamaktadır (Döm, 2003:50). Buna benzer bir incelemeyi İMKB borsasına yönelik gerçekleştiren Barak (2006) da benzer sonuçlara ulaşmıştır. Barak (2006) yaptığı araştırmada hem 3 yıllık hem de 5 yıllık geçmiş dönemleri ayrı ayrı incelemiştir. Sonuçlar göstermiştir ki; hem 3 yıllık hem de 5 yıllık dönemler itibariyle geçmişte kazandıran hisseler takip eden dönemlerde ortalamanın altında kazandırmaktadır. Benzer şekilde, birbirini takip eden 3 yıllık ve 5 yıllık periyodlar incelendiğinde, geçmişte kaybettirmiş olan hisseler takip eden dönemde ortalamanın üzerinde getiri sağlamaktadır (Barak, 2006:223).

Deneysel psikolojideki araştırmalar, Bayes kuralını ihlal ederek, çoğu insanın beklenmeyen ve dramatik haber olaylarına "aşırı reaksiyon gösterdiğini" ileri sürmüştür. Burada akla piyasa seviyesinde bu davranışın fark edilip edilmediği sorusu gelmektedir. Aşırı reaksiyon hipoteziyle tutarlı olarak; öncül "kaybedenlerin" portföylerinin performansının "kazananlarınkinden" daha iyi olduğu görülmektedir. Portföyün oluşmasından otuz altı ay sonra kaybeden hisseler, kazanan hisseler önemli derecede daha riskli olmasına rağmen, kazananlardan %25 daha fazla kazandırmıştır (De Bondt ve Thaler, 1985:804).

ABD hisse senetleri için Howe (1986) 1963-1981 dönemi, De Bondt ve Thaler (1987) 1926-1982 dönemi ve Zarowin (1989) 1971-1981 dönemi için, Chopra, Lakonishok and Ritter (1992) NYSE'de, Alonso ve Robio (1990) İspanya borsasında, Gunaratne ve Yonesawa (1997) Tokyo borsasında, Baytaş ve Çakıcı (1999) Kanada, İngiltere, Japonya, Almanya, Fransa ve İtalya borsalarında, uzun vadede aşırı tepki verme hipotezini test etmişler ve bu etkinin varlığına dair bulgulara ulaşmışlardır (Erdoğan ve Elmas, 2010:287).

Çeşitli ekonometrik çalışmalar sonunda, İMKB'de düşük fiyatlı hisse senedi etkisi olmadığı anlaşılmıştır. Aksine yüksek fiyatlı hisse senetlerinin yatırımcılarına normalin üzerinde getiri sağladığı tespit edilmiştir. Genel olarak yüksek fiyatlı hisse senetleri aynı zamanda büyük firma değerine sahip firmalardan oluşmuş olmasına rağmen yüksek

fiyatlı hisse senedi etkisinin firma büyüklüğü etkisinden bağımsız olduğu belirlenmiştir (Karan, 2004:282).

Piyasa etkinsizliğinin öngördüğü, fiyatı yatırımcılar tarafından yükseltilecek hisselerin daha sonra geri aşağı düşme eğilimi göstereceği ve yatırımcılar tarafından düşük fiyatlandırılan hisselerin daha sonra geri yükseleceği temel bağıntısı bile kolayca test edilebilen ya da her zaman geçerli olması gereken bir bağıntı değildir. Hisselerin temel değerini ölçmek zordur ve üstelik, spekülasyon balonları (ya pozitif balonlar ya da negatif balonlar) uzun süre devam ederse bu temel ilişki bile çok uzun örneklem dönemleri haricinde gözlenemeyebilir (Shiller, 2003:101).

Medya, yatırımcıları özellikle popüler hisse senetlerine yönlendirmektedir. Popüler hisse senetlerinin fiyatları aşırı değerlendirildikten sonra düşüşe geçtiği zaman da medya düşüşün nedeni olarak çeşitli bahaneler ileri sürmektedir (Lynch ve Rothchild, 2002:356).

Yatırımcılar, durumu iyi olan bir şirketin hissesinin fiyatının borsada aşırı düşmesini alım fırsatı olarak görmelidirler. Borsanın geçmişi incelendiğinde görülmektedir ki; satışları ve karlılığı iyi olan şirketlerin hisseleri borsadaki ve ekonomideki dalgalanmalar ile aşırı düşebilmekte ama daha sonra tekrar yükselmekte hatta eski fiyatını da aşmaktadır (Lynch ve Rothchild, 2002:363). Uzun bir süre fiyatı artan hisse senetlerinin fiyatı daha çok ve daha hızlı düşmektedir (Karan, 2004:714).

Aşırı reaksiyona dair bulgular, 3 ila 5 yıllık bir periyod boyunca ortaya çıkan aynı yöndeki haberlerin, hisse fiyatının aşırı reaksiyon göstermesine neden olduğunu göstermiştir. Piyasada uzun süre olumlu haberlerle anılan hisselerin fiyatları aşırı yükselmekte, ancak daha sonraki dönemde fiyatı aşırı yükselmiş hisselerin ortalama getirileri düşük olmaktadır. Bir başka ifadeyle uzun süre iyi performans gösteren şirketlerin hisse senetleri aşırı yüksek değerlere ulaştıktan sonra ortalama fiyata geri dönmektedir (Barberis ve diğ., 1998:308).

Bazı deneysel çalışmalar, hisse senedi fiyatının yeni ve beklenmeyen bilgiye aşırı reaksiyon (overreaction) gösterdiğini tespit etmiştir. Olumlu, yeni ve beklenmeyen birkaç haber ile hisselerin fiyatı temel değerinin çok üzerine çıktıktan sonra negatif bilgi akışı ile temel fiyatlara geri dönmektedir. Ters durumda ise; olumsuz, yeni ve

beklenmeyen birkaç haber ile hissenin fiyatı temel değerinin çok altına indikten sonra pozitif bilgi akışı ile temel fiyatlara geri dönmektedir. Bu durumda; ya hissenin temel değerinin belirlenmesinde kullanılan modeller yanlış ya da Beklenen Fayda Teorisi yatırımcı davranışını açıklamakta yetersiz kalmaktadır (Döm, 2003:11).

Aşırı reaksiyon ve eksik reaksiyon ile ilgili bu durum etkin piyasalar teorisine uymayan bir durumdur. Çünkü bilgili ve tecrübeli bazı yatırımcılar, ekstra risk almadan, aşırı reaksiyonu ve eksik reaksiyonu kullanarak alım satım yaparlarsa; normalin üzerinde getiriler elde edebilirler. Fama ve French (1996), kendi geliştirdikleri 3 faktör modelinin, etkin piyasalar teorisine uymayan aşırı reaksiyonu açıklayabildiğini iddia etmektedirler. Ancak eksik reaksiyona dair bir açıklama geliştirememektedirler. Davranışsal finans ise, her iki durum için de insan psikolojisine dayanan davranışsal modelleri geliştirerek, etkin piyasalar teorisine meydan okumaktadır. Daha da önemlisi davranışsal finans yatırımcılara bu durumdan nasıl faydalanabileceklerini açıklayabilmektedir (Barberis ve diğ., 1998:308).

Yanlış fiyatlandırma-düzeltilme hipotezine göre; en iyi ve en kötü hisselerin gelecek getirilerinin asimetric olduğu yapılan çalışmalar ile ortaya çıkarılmıştır. Aşırı fiyat hareketini izleyen dönemde başlayan ortalamaya dönüş, hem en iyi hem de en kötü hisseler için beş yıllık elde tutma dönemi boyunca her bir çeyrekte devam etmektedir. Bu durum aşırı reaksiyonun uzun dönemde düzeltilmesi ile sonuçlanmaktadır (Dreman ve Berry, 1995:29).

Chopra, Lakonishok ve Ritter (1992) pazar riskini de dikkate aldıkları çalışmalarında, De Bont ve Thaler'ın 1985 yılındaki çalışmasında olduğu gibi; kazanan hisselerin takip eden dönemde düşük performans gösterirken, kaybeden hisselerin takip eden dönemde yüksek performans gösterdiğini tespit etmişlerdir. Bauman, Conover ve Miller (1999) çalışmalarında 21 uluslararası borsayı 1987- 1996 yılları arasında aşırı reaksiyon açısından incelemiştir. Bazı hisselerin fiyatlarının aşırı reaksiyon sonucu yükselerek aşırı değerlendirildiğini ve takip eden dönemde düşük getiri sağladığını ortaya koymuşlardır. Ortaya koydukları diğer bir sonuç da bazı hisselerin aşırı reaksiyon nedeniyle çok düştüğü ve takip eden dönemde yüksek getiri sağladığıdır (Döm, 2003:123-126).

Piyasa etkinsizliği, yatırımcıların yeni bilgilerin gelişine aşırı reaksiyon göstermesi ile açıklanmaktadır. Aşırı reaksiyonun varlığı deney ve anket bulguları ile kanıtlanmıştır ve bu bulgular insanların, projeksiyon yaparken diğer bilgilerin pahasına, yakın zamanlı verilere aşırı vurgu yapmaya sistematik bir eğilimi olduğunu göstermektedir (Stein, 1989:1011).

Kısa vadeli aksi yönde stratejilerin anormal sonuçlar verdiğiine dair yakın zamandaki bulgular, bilgiye hisse fiyatının aşırı reaksiyon göstermesinin delili olarak yorumlanmıştır. Örneğin; Jegadeesh (1990) ve Lehmann (1990), hisse fiyatlarının ekonomik faktörlere eksik reaksiyon gösterdiğini ama firmaya özel bilgilere aşırı reaksiyon gösterdiğini tespit etmiştir. Prensip olarak hem aşırı reaksiyon hem de eksik reaksiyon aksi yönde stratejilerin karlılığına yol açmaktadır. Getirilerin tersine çevrilmesi genellikle önceki aşırı reaksiyonların düzeltilmesi olarak yorumlanmaktadır. Jegadeesh ve Titman'a göre (1995), getiriye tersine çevirmelere, likidite tarafından harekete geçirilen alım-satımlarla oluşturulan fiyat basıncı neden olmaktadır. Buna göre getiriye tersine çevirmelerin ve dolayısıyla aksi yönde stratejilerin karlılığının büyüklüğünün piyasanın likiditesi iyileştikçe zamanla azalması beklenebilir (Jegadeesh ve Titman, 1995:992).

Borsadaki analistlerin hem negatif bilgilere eksik reaksiyon gösterdiği hem de pozitif bilgilere aşırı reaksiyon gösterdiği belirlenmiştir. Analistler, bilgilere sistematik olarak iyimser şekilde reaksiyon vermektedir. Ancak analistlerin bilgilere gösterdiği eksik reaksiyon ya da aşırı reaksiyon sistematik değildir (Easterwood ve Nutt, 1999:1796).

Geçmiş dönemde kaybeden ya da kazanan firmaların sonraki dönem getirilerinin aşırı reaksiyonla ilgisi olduğu iddia edilmektedir (Conrad ve Kaul, 1993:39). Düşüş yönlü aşırı reaksiyon sonrası görülen aşırı karların, portföyün oluşmasından beş yıl sonrası gibi geç bir tarihte gözlenmesi şaşırtıcıdır (De Bondt ve Thaler, 1985:804).

Hem rasyonel inançlar hem de yanlı inançlar karlar ile müteakip risk alımları arasında pozitif bir ilişkiye yol açmaktadır (Coval ve Shumway, 2005:6). Uzun vadede sürekli olarak olumlu ve doğru haberlere, yatırımcıların aşırı tepki vermesi sonucunda, hisselerin fiyatı aşırı yükselmekte ve daha sonra ise fiyat düşerek ortalamaya yaklaşmaktadır. Borsadaki en iyi şirketler, özellikle uzun bir süre büyüme gösterir ve karlarını arttırlarsa, yatırımcıların böyle bir sürece tepkisi genellikle abartılı olmakta ancak yine

uzun vadede düzeltme yaşanmaktadır. Dreman ve Berry (1995), yakın geçmişteki olumlu veya olumsuz durumun devam edeceğini düşünen yatırımcıların aşırı reaksiyona neden olduğunu iddia etmektedir (Döm, 2003:122). Benzer bir durum arka arkaya uzun süre hakkında olumsuz haberler çıkan şirketlerin hisselerinin aşırı değer kaybetmesinde de söz konusudur. Böyle bir hissenin fiyatı olması gereken seviyenin çok altına inebilmektedir. Bu durum da düşüş yönündeki aşırı reaksiyona örnek teşkil etmektedir.

Aşırı reaksiyon ve sonrasında ortalamaya geri dönme ile ilgili en önemli çalışmalardan birisi De Bont ve Thaler tarafından gerçekleştirilmiştir. De Bont ve Thaler (1985), 1926 ile 1982 yılları arasında, New York borsasındaki hisselerin aylık getirilerini dikkate alarak iki sonuca ulaşmıştır. Birinci sonuç; 36 aylık periyodlar itibariyle, artan hisse senetlerinin bir sonraki 36 aylık periyotta düşük performans gösterdiğini tespit etmişlerdir. İkinci sonuç; yine 36 aylık periyodlar itibariyle, düşen hisse senetlerinin, bir sonraki 36 aylık periyotta yüksek performans gösterdiği belirlenmiştir. Düşük performans ile kastedilen hissenin getirisinin, borsanın ortalama getiri düzeyinin altında kalmasıdır. Yüksek performans ile kastedilen ise hissenin getirisinin, borsanın ortalama getiri seviyesinin üzerinde olmasıdır. Bu çalışmada, aşırı reaksiyon, insan psikolojisinin; kişilerin beklenmedik, dikkat çekici haberlere aşırı tepki vermesi ve son bilgilere aşırı önem vererek genel görünümü gözden kaçırmaya dayandırılmaktadır (Döm, 2003:123). Çalışmadaki temel nokta piyasalarda görülen aşırı reaksiyonun rasyonel nedenlerden değil, insan psikolojisinden kaynaklandığıdır.

Borsalarda, üç yıl dört yıl beş yıl gibi uzun dönemlerde, aşırı reaksiyon ve aşırı reaksiyon sonrası negatif otokorelasyon görülmektedir. Hisse senetlerinin, son 3-5 yıllık getirileri incelendiği zaman, geçmişte kazandıranların takip eden dönemdeki getirileri, geçmişte kaybettirenlerin aynı takip eden dönemdeki getirilerinden düşüktür. Uzun dönemde kazandıranların uzun dönemde kaybettirenler ile genel bir kıyaslaması yapıldığında; aşırı fiyat hareketinin görüldüğü dönemden sonraki dönemde, getiriler açısından, geçmişte kaybettirenlerin geçmişte kazandıranlardan daha üstün olduğu görülmektedir (De Bondt ve Thaler, 1985:127).

Aşırı fiyat hareketlerinin, şirketin reel ekonomik hareketleri ile açıklanamaması, borsadaki aşırı reaksiyonun varlığını gösteren önemli göstergelerden kabul edilmektedir. Örneğin; bir şirket, toplam satışlarını varlıklarını karını piyasa payını ve

benzeri olumlu rakamlarını, beş yıllık dönemde %50 arttırmışken hisse fiyatı aşırı yükselerek on katına çıkmakta ve takip eden dönemde (negatif otokorelasyon döneminde), aynı olumlu reel büyümesini sürdürdüğü halde fiyatı düşebilmektedir.

Aşırı değerlendirilmiş hisse senetlerinin uzun dönem getirileri, yaklaşık olarak hisselerin kazandırdığı getirinin %40'ı oranında azalarak, piyasanın kazandırdığı getiri düzeyinin ortalamasına yaklaşmaktadır. Bazı hisselerde, artışı takip eden dönemdeki, aşırı getirinin azalması %40'ı da aşmaktadır (Fama ve French, 1988). Hisse senedi fiyatlarındaki, dört beş yıllık dönem içerisinde, bu şekilde gerçekleşen aşırı artışlar ve sonrasındaki azalışlar şirketlerin ekonomik performansları ile tam olarak açıklanamayacak kadar oynaklık göstermektedir.

İMKB 100 endeksinde 2000-2003 yılları arasında aşırı reaksiyon olup olmadığı incelendiği zaman, yaklaşık 16 aylık bir dönem içinde endeks bazında aşırı reaksiyon ve sonrasında ortalamaya dönme hareketi açık bir şekilde gerçekleştiği görülmüştür. Fama ve French'in Amerika için öngördüğü aşırı reaksiyon süresi 3-5 yıl iken İMKB'de aşırı reaksiyon süresi yaklaşık 16 aydır ve gelişmekte olan küçük bir borsa için normal kabul edilen bir süredir. Büyük borsalarda aşırı reaksiyonun süresi küçük borsalardan daha uzun gerçekleşmektedir. Bu araştırmadan çıkarılabilecek sonuç aşırı reaksiyon ve sonrasında ortalamaya dönme eğiliminin İMKB'de zaman zaman gerçekleşmekte olduğudur (Ülkü, 2001:117).

Borsa balonu veya hisse fiyatlarının aşırı yükselmesi olarak adlandırılan olay bir şirketin veya bir sektörün hisselerinde meydana gelebilmektedir. Bu durum fiyatlar dibe vurduktan sonra geçmiş hakkında kullanılmaktadır. Hissenin fiyatının hızla yükselmesinin nedeni şirketin durumu veya hisselerin ucuz olması değildir. Hızlı değer artışının nedeni yatırımcıların daha fazla artış beklentisi ile alım yapmasıdır. Borsa balonlarında yatırımcılar sürü psikolojisi ile hareket ederek alım yapmaktadır. Bu nedenle zaman zaman borsadaki birçok şirketin değeri abartılmakta, balon oluşmakta ancak daha sonra balon patlayınca da hisse fiyatları aşırı düşmektedir (Balı ve Büyüksalvarcı, 2011:161).

Ekonomistlerin, ekonominin bir bütün olarak nasıl işlediğine ilişkin ortaya koydukları teoriler genelde fazlasıyla basite indirgenmiştir ve insan psikolojisini dikkate almamaktadır (Akerlof ve Shiller, 2010:179). Oysa finans piyasaları insan psikolojisinin

de etkisi ile oldukça karmaşıktır ve basite indirgemek pek çok önemli ayrıntıyı gözden kaçırmaya neden olmaktadır. Finans piyasaları özel bir özenle, insan psikolojisi de dikkate alınarak göz hapsinde tutulmalıdır. Bireysel yatırımcıların çoğu kendi finansal işlemlerini ayrıntılı olarak düşünmekten hoşlanmamaktadır ve bu nedenle finans piyasaları zaman zaman beklenmedik aşırı hareketler yaptığında basit teorilere göre düşünen ve hareket eden yatırımcılar ciddi zararlara katlanmak zorunda kalmaktadırlar.

Borsadaki aşırı yükseliş ve aşırı düşüşler bireysel yatırımcıların çok dikkatli davranması gerektiğini açıkça göstermektedir. İnsanların basit düşünmesi ve davranışlarını gözden geçirememesi nedeniyle piyasalarda yanlış fiyatların oluşumuna uygun atmosfer ortaya çıkmaktadır. Bireysel yatırımcılar büyük zararlarıyla başbaşa kaldıklarında, piyasalara yönelik genel bir güven kaybı yaşanmaktadır. Genel güven kaybı da ayrıca piyasaları daha büyük bir belirsizliğin ve dalgalanmanın içine sürüklemektedir. Bu nedenle yatırımcılar iyi bilmedikleri ki, piyasa, ne aldığına dikkat etmeyen yatırımcılara, değersiz hisseleri yüksek fiyattan satabilmektedir (Akerlof ve Shiller, 2010:180). Büyük finansal krizlerin temelinde, yatırımcıların finansal cahilliği yatmaktadır (Akbulut ve Kaderli, 2009:212).

Davranışsal finanstan elde edilen deliller, örneğin yakın zamanda dünya genelindeki borsa patlamasının ve ardından 2000'den sonra çökmesinin kaynağının insanın zayıflığı ve keyfi geri bildirim ilişkileri olduğunu ve kaynakların önemli derecede yanlış tahsis edildiğinin anlaşılmasına yardım etmektedir (Shiller, 2003:102).

2.4.6.2. Eksik Reaksiyon Anomalisi

1-12 aylık bir dönemde, hisse senedi fiyatlarının, kamuya açıklanan haberlere eksik reaksiyon verdiği görülmektedir. Hisse senedi ile ilgili haberler zaman içinde yavaş bir şekilde hisselerin fiyatına yansımaktadır. Bu durum, şu andaki haberlere bakılarak, hisse senedinin yakın gelecekteki fiyat hareketinin tahmin edilebilirliğini göstermektedir. Örneğin şirket ile ilgili bugünlerde piyasaya yansıyan olumlu haberler yakın gelecekte pozitif getiriler ortaya çıkaracaktır (Barberis ve diğ., 1998:308). Dünya borsalarına yönelik olarak; Hisse senedi piyasalarında düşük tepkinin varlığı ilk kez Ball ve Brown (1968) tarafından ortaya konulmuştur. Ball ve Brown (1968) 1957-1966 yılları arasında belirledikleri kriterlere uyan 261 ABD hisse senedi üzerinde yaptıkları çalışmada, hisse senedi fiyatlarının kazanç açıklamalarına 12 ay önceden başlayarak tepki vermeye

başladığını ve söz konusu tepkinin kazanç açıklamasının yapılmasından sonra yaklaşık bir ay kadar süre ile devam ettiğini belirlemişlerdir. Cutler ve diğerlerinin (1991) farklı piyasalarda, 1960-1988 dönemi için, Abarbanell ve Bernard'ın (1992) 1976-1986 dönemi için ve Chan, Jgadeesh ve Lakonishok'ın (1996) yaptıkları çalışmaları hisse senedi piyasasında kazanç momentumu (earnings momentum) olduğunu göstermektedir (Erdoğan ve Elmas, 2010:288).

Düşük fiyatlı hisse senedi anomalisi, şirketlerin borsada işlem gören senetlerin, sadece fiyatlarının düşük olması nedeniyle diğer şirket senetlerinden daha fazla getiriye sahip olacağını açıklamaya çalışmaktadır. Yapılan ampirik çalışmalarda, yatırımcıların düşük fiyatlı hisse senetlerine yatırım yaparak normal üstü getiri sağlayabildikleri ortaya konulmuştur. Amerika Birleşik Devletleri (ABD)'de bu konuda yapılan çalışmalar 1936 yılına kadar uzanmaktadır. İlk kez Lois H. Fritzscheier (1936) tarafından yapılan bir çalışmada ortaya konan bu olgu 1970'lerde Fama'nın ortaya koyduğu Etkin Piyasalar Hipotezi'nden sonra çeşitli çalışmalarla desteklenmiştir (Karan, 2004:281).

Ampirik analizler çeşitli zaman serilerini inceleyerek, eksik reaksiyona dair sonuçlar elde etmiştir. Cutler (1991), hisse senedi, bono ve döviz getirilerini 1960-1988 döneminde farklı ülke piyasalarında incelemiştir. Araştırma sonuçları, Amerika'da ve diğer ülkelerde iyi haberlerin duyurulmasından sonra (1-12 ay kadar gecikerek) hisse senedi getirilerinin yükseldiğini göstermiştir. İncelemenin sonuçları istatistiki açıdan anlamlı çıkmıştır. İstatistiki açıdan anlamlı ve kabul edilen, bu ampirik araştırmanın sonuçları, eksik reaksiyonun varlığını çok açık bir şekilde ortaya koymakta ve şirket ile ilgili duyurulan bilgilerin, hemen değil, yavaş yavaş fiyatı etkilediğini göstermektedir. Araştırma sonuçlarına göre eksik reaksiyonu takip eden düzeltme hareketi genellikle 1 veya 2 ay sonra başlamaktadır. Ancak araştırma göstermiştir ki; eksik reaksiyonu takip eden düzeltme hareketi, 1-12 ay arasında değişen sürelerden sonra ortaya çıkabilmektedir. Yani eksik reaksiyonun düzeltilmesi 1 ay sonradır gibi kesin bir sonuca ulaşmak mümkün değildir. Düzeltme olmaktadır ancak bu düzeltme bazen 1 ay, bazen 2 ay bazen de 12 ay sonra olabilmektedir. 1 ay sonra da düzeltilse 12 ay sonra da düzeltilse eksik reaksiyonu takip eden düzeltme süreci kısa dönemde gerçekleşmektedir (Barberis ve diğ., 1998:311).

Karan ve Ekşi (2001) tarafından İMKB üzerine bir çalışma yapılarak İMKB’de düşük fiyat etkisinin varlığı araştırılmıştır. Bu çalışma Ocak 1995 ile Aralık 1999 dönemini kapsamıştır. Çalışmada tüm olarak ve her yıl ayrı ayrı olmak üzere hisse senetleri en düşük fiyattan en yüksek fiyata göre sıralandırarak on ayrı portföy oluşturulmuş ve böylece düşük fiyatlı portföylerle, yüksek fiyatlı portföylerin getirilerinin birbirlerinden farklı olup olmadıkları araştırılmıştır.

Hisse senetlerinin ortalama aylık verilerinin değerlendirilmesi sonucunda; düşük fiyatlı portföylerin firma büyüklüklerinin ve betalarının düşük olduğu görülmektedir. Bu portföylerin fiyatları yükseldikçe, firma büyüklükleri ve betaları da yükselmektedir. Ancak en yüksek fiyatlı hisse senedinin betasının tekrar düşmesine rağmen, firma büyüklükleri ile hisse fiyatları arasındaki doğrusal ilişki devam etmektedir. Ayrıca genel olarak düşük fiyatlı portföylerin ortalama getirileri ve risksiz faiz oranı çıkarılarak elde edilen artık getirileri düşük, yüksek fiyatlı portföylerin ise yüksek olduğu görülmektedir. Bu durumda İMKB’de, ABD’de yapılmış araştırmaların aksine, düşük fiyatın yerine yüksek fiyat etkisi olduğu yönünde güçlü ipuçları ortaya çıkmaktadır (Karan, 2004:281).

Yatırımcılar, şirketler ile ilgili özellikle bazı bilgilere, kısa dönemde yavaş tepki vermekte ve yetersiz reaksiyonun ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Borsadaki yatırımcıların özellikle; dönemsel kar rakamlarına, şirketin kendi hisse senetlerini geri alım yapmasına, temettü dağıtımını ile ilgili açıklamalara yetersiz reaksiyon gösterdiği ve sonrasında da momentumun oluştuğu tespit edilmiştir (Ülkü, 2001:105).

Gelecek getirilerin geçmiş getirilerden kestirilebilirliğinin piyasanın bilgiye, özellikle geçmiş kazanç haberlerine eksik reaksiyonundan kaynaklanıp kaynaklanmadığı incelenmelidir. Geçmiş getiri ve geçmiş kazanç sürprizlerinin her biri, gelecek getirilerde büyük sürüklenmeler olabileceği anlamına gelmektedir. Piyasa ve şirket ile ilgili gelişmeler, bu sürüklenmeleri açıklayamamaktadır. Menkul kıymet analistlerinin kazanç tahminleri de geçmiş haberlere, özellikle en kötü geçmiş performansa sahip hisselerde pasif tepki vermektedir. Bu sonuçlar yeni bilgilere yalnız kademeli olarak yanıt veren bir piyasa olacağı anlamına gelmektedir (Chan ve diğ., 1996:1681).

Ortalamanın üstünde performans sağlayacak hisse senedi seçimlerinde kar payı artışlarını temel almanın yararı konusunda çok sayıda araştırma yapılmaktadır.

Tartışılması gereken konu, bir hissenin kar payı artışının, gelecekte meydana gelecek güçlü kazançları önceden gören yönetimin verdiği bir sinyal olmasıdır. Kar payı artışları, aslında, genellikle gelecekteki kazançlardaki artışın göstergesidir. Ayrıca kar payı açıklamalarının ardından güçlü bir fiyat performansının gelmesi yönünde bir eğilim vardır. Bununla birlikte, kar payı artışından kaynaklanan bir fiyat artışı, hemen olmasa da, açıklamanın yapıldığı ayın sonlarında mantıklı bir biçimde, bütünüyle hisse senedine yansır (Malkiel, 2007:210-214).

Yapılan araştırmalarda, aşırı reaksiyon ve eksik reaksiyon ile ilgili örneklere, hem Amerikan borsasında hem de diğer ülkelerin borsalarında rastlanmaktadır. Aşırı reaksiyon ve eksik reaksiyon ile ilgili araştırmaların sonuçları, etkin piyasalar hipotezinin iddialarına uymamaktadır. Aşırı reaksiyon ve yatırımcıların, kamuya açıklanan bilgilere ve şirket ile ilgili haberlere eksik reaksiyon göstermesi şu şekilde açıklanabilir. Yatırımcı, her zaman periyodunda, şirket ile ilgili bilgileri haberleri duymaktadır. Şirket ile ilgili duyulan bilgiler iyi de olabilir, kötü de olabilir. Haberin duyulmasından sonraki zaman periyodunda (ancak haberin duyulmasından hemen sonra değil örneğin 3 ay veya 6 ay sonra) eğer hissenin getirisi ortalama getirisinden fazla gerçekleşir ise; bu haber yatırımcıların eksik reaksiyon gösterdiği iyi haber olarak kabul edilir. Başka bir ifadeyle; iyi haberlere eksik reaksiyon veren hisse senedi, takip eden dönemde (örneğin 3 ay sonraki dönemde) daha yüksek getiriler sağlayarak eksik reaksiyonu düzeltmektedir. Hisse sağlaması gereken getiriye geç de olsa yatırımcısına sağlamaktadır. Piyasada tam tersi bir durum da gerçekleşebilir. Yani yatırımcılar, şirketle ilgili kötü bir habere 3 ay veya 6 ay sonra tepki veriyorsa yine eksik reaksiyon gösteriliyor demektir (Barberis ve diğ., 1998:311).

Halka açık yeni bilgiye ilk piyasa reaksiyonunun yetersiz olduğuna dair açık deliller bulunmaktadır. Bu ise, kötü haberlerin görece daha az gelecek getiri kestirdiği ve iyi haberlerin görece daha yüksek gelecek getiri kestirdiği anlamına gelmektedir. Daha da önemlisi, piyasa reaksiyonunun yetersizlik derecesi bilgi belirsizlik seviyesiyle monoton şekilde artar ve bu durum, firma değeri için daha çok belirsizlik olduğunda yatırımcıların yeni bilgilere eksik reaksiyon gösterme eğiliminde oldukları anlamına gelmektedir. Sonuç olarak, kötü haberlerin ardından daha büyük bilgi belirsizliği, görece daha az gelecek getiri üretirken iyi haberlerin ardından görece daha yüksek

gelecek getiri üretir. İyi haberlerin ardından hisse getirilerine dair bilgi belirsizliğinin kötü haberlerin ardından olanlara zıt etkileri, belli alım-satım stratejilerinin karlılığını yükseltir. Örneğin, momentum stratejisi yüksek belirsizlik hisseleriyle sınırlandırıldığında özellikle iyi işlemektedir (Zhang, 2006:135).

Hisse senedi getirileri üzerine yapılan ampirik çalışmalar, özellikle 6-12 aylık dönemlerde, hisse getirilerinde pozitif otokorelasyon (momentum) olduğunu göstermektedir. Kısa dönemde görülen pozitif otokorelasyon (momentum); son 6 ila 12 aylık dönemde kazandıran hisselerin takip eden 6 ila 12 aylık dönemde de kazandırmaya devam etmesi ve son 6 ila 12 aylık dönemde kaybettiren hisselerin takip eden 6 ila 12 aylık dönemde de kaybettirmesi demektir. Son altı ay içinde en çok kazandıran hisseler ile aynı kısa dönemde en çok kaybettiren hisseler kıyaslandığında; takip eden altı ay içinde en çok kazandıranların, en çok kaybettirenlerden % 10 civarında daha fazla kazandırmaya devam ettiği görülmektedir. Kısa dönemde kazandıran hisselerin daha fazla kazandırmaya devam etmesi kazanç momentumunun varlığını göstermektedir. Kısa dönemde görülen yetersiz reaksiyon ve sonrasındaki pozitif otokorelasyon, yatırımcıların, şirket kar açıklamaları gibi olumlu bilgilere yavaş yavaş tepki vermesinden kaynaklanmaktadır (Chan ve diğ., 1996:1682).

İMKB 100 endeksi, 2000-2003 yılları arasındaki periyotta, kısa dönemde görülen yetersiz reaksiyon açısından da incelenmiştir. Araştırma sonuçlarına göre; 1 ve 2 haftalık dönemde yetersiz reaksiyona işaret eden pozitif otokorelasyon görülmezken, 3,4 ve 6 haftalık dönemde endeks bazında önemli derecede pozitif otokorelasyon tespit edilmiştir. Bu durum Chan, Hameed ve Tong'un (2000) 4 haftalık momentum stratejilerinin en karlı momentum stratejileri olduğu yönündeki araştırma sonuçları ile uyumludur. Sonuç olarak İMKB endeksinde kısa dönemde yetersiz reaksiyon sonrası oluşan pozitif otokorelasyona dayalı tahmin edilebilirlik (predictability) olduğu görülmektedir (Ülkü, 2001:120).

2.5. Davranışsal Finans Modelleri

Borsalarda görülen aşırı reaksiyonun ve yetersiz reaksiyonun nedenlerini açıklamak üzere geliştirilen davranışsal finans modellerinden üçü; aynı yatırımcıları bazen aşırı reaksiyon göstermeye bazen de yetersiz reaksiyon göstermeye yönlendiren algı yanılgılarını açıklamaktadır. Davranışsal finansın bu üç modeli de aşırı reaksiyona ve

yetersiz reaksiyona neden olan, algı yanılgılarını sosyal psikolojinin ampirik olarak desteklenmiş bulguları ile destekleyerek açıklamaktadır (Ülkü, 2001:102).

Son otuz yıldaki ampirik menkul kıymetler borsası araştırmaları, rasyonel varlık fiyatlandırma modelleriyle kolay açıklanamayan sistematik hareketlerin varlığına dair bir delil bütünü sunmuştur. Bazı çalışmalar piyasanın bilgiye eksik reaksiyon gösterdiği sonucuna varırken, diğerleri aşırı reaksiyonun varlığını tespit etmiştir (Daniel ve diğ., 1998:1865).

Yatırımcılara ne olmaktadır da; piyasa aşırı düşüş veya aşırı yükseliş yönündeki aşırı reaksiyonu yaşadktan sonra denge yönünde rasyonel düzeltme süreci gerçekleşmektedir? İşte yatırımcıların psikolojisinin nelerden etkilenerak aşırı reaksiyon gösterdiği sorusuna cevap verebilmek için geliştirilmiş olan üç davranışsal finans modeli de bu kritik noktada işlemeye başlamaktadır. İnsan psikolojisindeki hangi durum kişiyi rasyonel davranmak yerine aşırı reaksiyon göstermeye yönlendirmektedir? Davranışsal finans ekolü içerisinde yer alan üç model de, aşırı reaksiyonun, insan psikolojisinden kaynaklandığı noktada ittifak ederken, hangi psikolojik durumun aşırı reaksiyon vermeye yönlendirdiği konusunda ihtilaf etmişlerdir. Bu bölümde aşırı ve yetersiz reaksiyonun nedenlerini açıklamaya çalışan üç davranışsal model ve modellerin aşırı ve yetersiz reaksiyonu dayandırdıkları davranışsal faktörler üzerinde durulacaktır.

Davranışsal finans modelleri yatırımcı davranışlarını piyasa koşullarının yanı sıra insan psikolojisini de dikkate alarak anlamaya çalışmaktadır. Varlık fiyatlandırmayla ilgili davranışsal modeller mevcut fiyat anomalilerinin açıklanmasına geleneksel teorilerden daha fazla katkı sağlamaktadır (Hong ve diğ., 2000:294).

Davranışsal finans modellerini diğer finansal analizlerden ayıran önemli bir nokta da modellerde kullanılan metodolojidir. Geleneksel finans çalışmalarında önce bir model oluşturulup sonra ampirik çalışmalar ile bu model test edilmektedir. Davranışsal finans modelleri ise önce yatırımcıların davranışları incelenir daha sonra yatırımcıların davranışlarını dikkate alan ve açıklayan bir model oluşturulur. Davranışsal finans modelleri insanların nasıl hareket etmesi gerektiğini değil nasıl hareket ettiklerini tespit ederek borsadaki fiyat hareketlerini açıklamaktadır (Korkmaz ve Çevik, 2007:140).

Davranışsal finans teorileri, psikoloji biliminin yatırımcı (insan) davranışına ilişkin bulgularına dayanan, insan psikolojisinin karmaşıklığı içerisinde borsa ile ilgili davranışları açıklamaya çalışan ve kabul gören teorilerdir (Ülkü, 2001:114).

Az sayıda başka davranışsal çalışma hem aşırı reaksiyona hem de eksik reaksiyona tümleşik tarzda hitap etmiştir. Barberis, Shleifer ve Vishny (1998), eksik ve aşırı reaksiyonlar için geliştirdikleri modellerinde yatırımcı davranışlarını dikkate almışlardır. Bu modelde gerçek kazançlar rastgele bir seyir izler ama bireyler bu kazançların kararlı bir büyüme eğiliminde olduğuna ya da ortalamaya döndüğüne inanırlar. Yakın zamanlı diğer bir modelde Hong ve Stein (1998), eksik ve aşırı reaksiyonların, momentum yatırımcıları ve haber avcılarının etkileşiminden kaynaklandığını ifade etmektedir. Bu modelde momentum yatırımcıları yakın zamanlı fiyat eğilimlerinde bulunan bilgilerden kısmen yararlanır ve temel haberleri ihmal ederler. Haber avcıları ise temel haberleri rasyonel olarak kullanır ama fiyatları ihmal ederler. Bizim modelimiz ise, yatırımcı davranışına dair varsayımlar için bir temel olarak psikolojik delillere odaklanmada farklılaşmıştır (Daniel ve diğ., 1998:1843).

Varlıkları ve hisse senetlerini satın alanlar, ekonominin gerçekte nasıl işlediğini bilselerdi ve davranışsal faktörleri dikkate alsalardı, alım yaparken çok daha dikkatli davranırlar ve piyasaların anormal dalgalanmasına neden olmazlardı. Ekonominin gerçekte nasıl işlediğini öğrenmek için davranışsal faktörlerin makro ekonomiye dahil edilmesi gerekmektedir. Son otuz yılda geliştirilen makroekonomi bu açıdan yanlış yöne gitmiştir. Standart piyasa uzmanları, ekonomiyi arındırıp daha bilimsel kılma çabasıyla, insanların sadece ekonomik güdülerle hareket edip, bütünüyle rasyonel olmaları halinde ekonominin nasıl davranacağına odaklanan bir araştırma yapısı ve disiplin dayatmışlardır. Oysa ki; yatırımcıların her zaman rasyonel davranacağını düşünmek ve iddia etmek rasyonel değildir. Klasik modeller, sadece ekonomik ve rasyonel tepkileri dikkate almaktadır. Ancak ekonomik olmayan ve rasyonel olmayan tepkileri dikkate almamaktadır. Cevap verebildiği tek soru da; “İnsanlar, yalnızca ekonomik güdülerle hareket etse ve rasyonel tepkiler verseydi ekonomi ve piyasalar nasıl davranırdı ?” sorusudur. Ekonomik olmayan güdüler ve rasyonel olmayan tepkiler gelişmesi durumunda piyasalar nasıl hareket ederdi sorusu ise cevaplandırılmamaktadır (Akerlof ve Shiller, 2010: 203).

Günümüz finans piyasalarında göz ardı edilemeyecek düzeyde kadercilik, aşırı güven ve ortak hareket etme güduları bulunmaktadır (Taner ve Akkaya, 2005:47). Daniel ve diğ. (1998), özel işaret hakkında aşırı güven sahibi olan bireylerin bu işaretlere aşırı reaksiyon gösterdiğini söylemektedir. Güvenleri zaman içerisinde güncelledikçe bu aşırı reaksiyonları, düzeltmeden önce geçici olarak daha şiddetli hale gelir. Sonuç olarak uzun vadeli bir aşırı reaksiyon ve düzeltme vardır. Barberis ve diğ. (1998), aşırı güvenden ziyade temsililik davranışı ve muhafazakarlığı temel alır. İyi haberlerin yalnız az bir kısmını gören yatırımcılar bu iyi haberlere eksik reaksiyon gösterir, ama iyi haberlerin çoğunluğunu görenler aşırı reaksiyon gösterir. Bu aşırı reaksiyon, düzeltmede müteakip düşük getirilere yol açar. Hong ve Stein (1999) modeli ise, özel bilgilere eksik reaksiyon gösteren haber avcılarının ve geçmiş fiyatlara göre hareket eden momentum yatırımcılarının davranışlarına odaklanır. Momentum yatırımcıları yükselen bir hisse satın alır ve aşırı reaksiyona neden olurlar. Bu aşırı reaksiyonu müteakip, uzun vadeli düşük getiriler ortaya çıkmaktadır. Yukarıda bahsedilen modeller, varlık değerlerinin hatalı beklentilerini oluşturan ya da bu beklentileri oluştururken müsait tüm bilgileri kullanmayan yatırımcıları ele almaktadır (Daniel ve diğ., 2001:927).

Davranışsal finans, ampirik gerçeklerle desteklenen modellerle borsada görülen fiyat anomalilerini ve piyasa yanlış fiyatlandırmasının nedenlerini insan davranışları ile ilişkilendirerek açıklamaktadır (Hong ve Stein, 2007:126). Yatırımcılarda bulunan yerleşik yanlılıkların, duygusal reaksiyonların ve gerçekçi olmayan beklentilerin anlaşılması gerekmektedir (Bolhuis ve Goodman, 2005:62).

Davranışsal modeller çeşitli piyasa katılımcılarının alım-satım stratejilerini dikkate almaktadır. Son yıllarda elde edilen araştırma sonuçları davranışsal yanlılıkların fiyatları etkilemede önemli olduğunu göstermektedir (Coval ve Shumway, 2005:32).

Varlık fiyatlandırmanın herhangi bir yeni "davranışsal" teorisinin üç kritere göre değerlendirilmesi gerekmektedir: (1) Yatırımcı davranışı hakkında varsayımlara dayanmalı; (2) Mevcut anomaliyi açıklamalı ve (3) Test edilebilir ve sonuçta geçerliliği gösterilebilir bir dizi başka tahminde bulunmalıdır (Hong ve Stein, 1999:2169).

Hisse senetlerinin gelecekteki fiyat hareketlerinin kestirilebilirliği konusunda finans dünyası belli bir konsensusa ulaşamamıştır. Rasyonel davranışı temel alan yaklaşımlar, yanlış fiyatlanma olaylarını açıklamakta yetersiz kalmaktadır. Bu nedenle davranışsal

finans yaklaşımının tam rasyonel olmayan yatırımcıların, kısa vadede bazı bilgilere eksik reaksiyon gösterirken, uzun vadede ise aşırı reaksiyon göstermesine neden olan davranışlar hakkında yaptığı araştırmalar ve yorumlar önem kazanmaktadır. Farklı araştırmacılar, fiyat hareketleri konusunda çok farklı yaklaşımlarda bulunmuştur: beklenti teorisi ile ilişkili olanlar gibi, rasyonel inançlara ama bunun yanında geleneksel olmayan tercihlere de sahip yatırımcı modelleri (Barberis ve Huang, 2001); standart tercihlere ama bunun yanında yanlı inançlara da sahip yatırımcıları inceleyen modeller (Barberis, Shleifer ve Vishny, 1998; Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam, 1998); ve heterojen yatırımcı modelleri bunlar arasında en önemlileri olarak sayılabilir (Hong ve Stein, 2007:109).

DeBondt ve Thaler (1995) iyi bir psikolojik finans teorisinin insanların gerçekte nasıl davranacağına dair psikolojik delilleri temel alacağını ileri sürmektedir. Böyle bir teorisinin yatırımcı kararlarının rasyonel tarafına da dikkat etmesi gerekmektedir. Bir teori değerlendirilmeyi hak etmek için fiyat hareketlerini mantıklı bir biçimde psikolojik faktörler ile açıklayabilmeli, farklı bağlamlarda anomalileri açıklamalı ve yeni ampirik çıkarımlar üretmelidir (Daniel ve diğ., 1998:1841).

2.5.1. Barberis, Shleifer ve Vishny Modeli

Barberis ve diğerleri (1998), yatırımcıların gelecekteki kazanç beklentilerini nasıl oluşturduğunu açıklamaktadır. Önerdikleri model, çeşitli psikolojik delillerden ve özellikle Griffin ve Tversky'nin (1992) tahmin yapmada insanların kendilerine sunulan delilin kuvvetine çok fazla ve istatistiksel ağırlığına çok az önem verdiği görüşünden harekete geçmektedir. Davranışsal modellerinde, kazançla dair olanlar gibi kurumsal duyuruların düşük kuvvete ama kayda değer istatistiksel ağırlığa dair bilgiyi temsil ettiğini öngörmektedirler. Bu kabul, hisse fiyatlarının kazanç duyurularına ve benzeri olaylara eksik reaksiyon gösterdiğini sonuç vermiştir. Ayrıca, iyi kazanç duyuruları serisi gibi tutarlı haberlerin yüksek kuvvete ve düşük ağırlığa dair bilgileri temsil ettiği görülmektedir. Bu varsayım, hisse fiyatlarının iyi ya da kötü haberlere aşırı reaksiyon gösterdiğini ortaya çıkarmıştır (Barberis ve diğ., 1998:332).

Barberis ve diğerlerinin modeli, farklı delillerin kuvveti ve ağırlığı hakkında makul ve ampirik olarak desteklenebilir varsayımlar yapmakta ve bu varsayımlar için ampirik çıkarımlar elde etmektedir. Bununla beraber, araştırmalarını, daha da ileriye götürmek

için olayları kuvvetlerine ve ağırlıklarına göre sınıflandırmanın ve böyle bir sınıflandırmayı temel alan başka kestirimler yapmanın önemli olduğunu vurgulamaktadırlar. Griffin ve Tversky (1992) teorisi özellikle, bilginin ağırlığını sabit tutarak daha fazla kuvvete sahip haberlerin yatırımcılardan daha fazla reaksiyon oluşturacağı kestiriminde bulunmaktadır.

Özel olarak bu model, bilginin ağırlığı sabit tutularak bir seferlik güçlü haberin aşırı reaksiyon oluşturacağı kestiriminde bulunmaktadır. Bu kestirimle tutarlı bazı delillerin olduğu görülmektedir. Örneğin, Amerika'da 1987 çöküşünden sonra birkaç hafta içinde hisse fiyatları güçlü şekilde kendini toparlamıştır. Çöküşün bir yorumu, menkul kıymet değerleri hakkında çok az temel haber olmasına rağmen yatırımcıların diğer yatırımcıların panik satış haberlerine aşırı reaksiyon göstermeleridir. Dolayısıyla bu çöküş, teoriye göre bir aşırı reaksiyona yol açmış olması gereken yüksek kuvvete ve düşük ağırlığa sahip haber olayıdır. Stein (1989) bununla bağlantılı olarak, dalgalanma yüksek oranda ortalamaya dönücü olduğundan uzun vadeli fiyatların, potansiyel olarak yüksek kuvvete ve düşük ağırlığa sahip başka bir olay olan dalgalanmadaki yeniliklere aşırı reaksiyon gösterdiğini bulmuştur. Haberin kuvvetinin artırılması ağırlık sabit tutulmak kaydıyla fiyat reaksiyonunu da artırır (Barberis ve diğ., 1998:333).

Barberis, Shleifer ve Vishny'nin (1998) modeli incelendiği zaman görülmektedir ki; yazarlar modellerinde, hem temsililik davranışı hem de muhafazakarlık davranışı üzerinde yoğunlaşarak, fiyat hareketlerini ve yatırımcıların işlemlerini davranışsal finans açısından yorumlamaktadırlar. Ama modellerine dair bir diğer gerçek ise oldukça çarpıcıdır: modelleri tam olarak Bayesçidir, dolayısıyla modelin matematik yapısı formal açıdan rasyonel bilgi işlemeyle tutarlıdır. Çalışmalarında, inceledikleri temsili yatırımcının işlemleri için rasyonel modelin imkansız olduğuna dair deliller sunmaktadırlar. Nyarko (1991); Barberis, Shleifer ve Vishny'nin (1998) sonucuna benzer şekilde, temsili yatırımcının, rasyonel modele en çok yaklaşan iki hatalı model arasında belirsiz şekilde döngüleyeceğini ve rasyonel modele uygun hareket etmeyeceğini göstermektedir. Her iki yaklaşımda da (ekonomik davranışın test edilebilir ilginç kestirimlerini sunmak açısından) önemli olan yapısal belirsizliktir (Brav ve Heaton, 2002:598).

Barberis'in modelinde; piyasada bir yatırımcı ve bir hisse senedi olduğu varsayılmaktadır. Piyasadaki bu tek yatırımcı, farklı yatırımcıların farklı tahminlerinin ortalamasını yansıtan tahminlere sahip kabul edilmektedir. Piyasadaki yatırımcıları yansıtan bu temsili yatırımcı, hisse senedi fiyatlarını ve getirilerini etkilemektedir. Barberis'in modelinde bu yatırımcının, davranışları kısmen tahmin edilemez olsa da yatırımcının beklentilerini nasıl oluşturduğu tespit edilmeye çalışılmaktadır (Barberis ve diğ., 1998:310). Son yıllarda finans alanında yapılan ampirik incelemeler sonucunda iki çeşit yaygın duruma rastlanmıştır. Bunlar kazanç duyuruları gibi kamuya açıklanan haberlere verilen yetersiz reaksiyon ve üst üste gelen iyi veya üst üste gelen kötü haberlere verilen aşırı reaksiyondur. 1-12 aylık bir dönemde, hisse senedi fiyatlarının, kamuya açıklanan haberlere eksik reaksiyon verdiği görülmektedir. Hisse senedi ile ilgili haberler zaman içinde yavaş bir şekilde hisselerin fiyatına yansımaktadır. Bu durum da göstermektedir ki; şu andaki haberlere bakılarak, hisse senedinin yakın gelecekteki fiyat hareketi tahmin edilebilir. Örneğin şirket ile ilgili bugünlerde piyasaya yansıyan olumlu haberler yakın gelecekte pozitif getiriler ortaya çıkaracaktır. Aşırı reaksiyona dair bulgular göstermiştir ki; 3 ila 5 yıllık bir periyod boyunca ortaya çıkan aynı yöndeki haberler, hisse fiyatının aşırı reaksiyon göstermesine neden olmaktadır. Piyasada uzun süre olumlu haberlerle anılan hisselerin fiyatları aşırı yükselmekte, ancak daha sonraki dönemde fiyatı aşırı yükselmiş hisselerin ortalama getirileri düşük olmaktadır. Bir başka ifadeyle uzun süre iyi performans gösteren şirketlerin hisse senetleri aşırı yüksek değerlere ulaştıktan sonra ortalama fiyata geri dönmektedir (Barberis ve diğ., 1998:308).

Barberis ve diğ. (1998), yatırımcıların inançlarını nasıl oluşturduklarını incelemişlerdir. Kişisel muhakeme hataları ve belirsizlik altında karar verme üzerinde durmuşlardır. Belirsizlik altında karar verme ile ilgili Kahneman ve Tversky'nin (1974) temsil etme (representativeness) davranışı, Barberis'in modelinde, aşırı reaksiyonu açıklamada çok önemli bir dayanaktır. Temsil etme (representativeness) davranışı gösteren kişiler, kendilerince bazı anahtar özellikleri tespit ettikleri zaman, nesneyi veya kişiyi bir gruba dahil ederler ve olasılık kurallarını dikkate almazlar. Örneğin başarıyı temsil eden bir özelliği bir kişide görürlerse, kişinin bu özelliğinin ne kadar kuvvetli olduğuna ve diğer özelliklerine fazla dikkat etmeyerek, bu kişiyi başarılı insanlar grubuna dahil ederler (Bolhuis ve Goodman, 2005:67).

İnsanların ilgilendiği, olasılığa dayanan çok sayıda soru aşağıdaki türlerden birisine aittir: A nesnesinin B sınıfına ait olma olasılığı nedir? A olayının B sürecinden kaynaklanma olasılığı nedir? B sürecinin A olayı oluşturma olasılığı nedir? Bu tür soruları yanıtlarken insanlar tipik olarak temsililik davranışı göstermektedir. Bu davranış nedeniyle olasılıklar A'nın B'nin temsilcisi olma, yani A'nın B'ye benzerlik derecesine göre değerlendirilir. Örneğin, A, B'yi yüksek derecede temsil ederken A'nın B'den kaynaklanma olasılığı yüksek olarak değerlendirilir. Diğer taraftan, eğer A, B'ye benzemiyorsa A'nın B'den kaynaklanma olasılığı düşük olarak değerlendirilir. Temsililiğe göre yargılamayı göstermek için, eski komşusu tarafından aşağıdaki gibi tarif edilen bir kişiyi ele alın: "Steve çok utangaç ve çekingendir, her zaman yardımseverdir ama insanlara ya da gerçekler dünyasına az ilgi duyar. Uysal ve tertipli bir ruha sahip biri olarak düzen ve yapıya ihtiyaç duyar ve ayrıntılara tutkundur." Steve'in bir olasılık listesinden belirli bir mesleğe (örneğin çiftçi, satış elemanı, uçak pilotu, kütüphaneci ya da doktor) ait olma olasılığını insanlar nasıl değerlendirir? İnsanlar bu meslekleri en yüksek ihtimalden en düşüğüne nasıl sıralar? Temsililik sezgisel yönteminde Steve'in örneğin kütüphaneci olma olasılığı bir kütüphaneci klişesinin temsilcisi olma ya da bu klişeye benzeme derecesiyle değerlendirilir. Gerçekten de bu tür sorunların araştırılması, insanların meslekleri tam olarak aynı yolla olasılığa ve benzerliğe göre sıraladığını göstermiştir. Olasılık yargılamasında bu yaklaşım ciddi hatalara yol açmaktadır, zira benzerlik ya da temsililik, olasılık yargılamasını etkilemesi gereken birden fazla faktörden etkilenmemektedir (Tversky ve Kahneman, 1974:1124).

Temsililik davranışı gösteren yatırımcılar, gelecekteki belirsiz bir olayı, yakın zamanda gözlenen bir olayla eşleştirmeyi denerler ya da rastgele ortaya çıkan olaylardaki bağlantıları görürler (Bolhuis ve Goodman, 2005:68). Temsil etme (representativeness) davranışı yatırımcılarda varsa, bu davranışı gösteren yatırımcılar, hissenin bazı anahtar özelliklerine bakarak hisseyi yükselecekler veya düşecekler sınıfına dahil ederler ve bunun olasılık durumunu ve hissenin diğer özelliklerini dikkate almazlar. Böyle bir sınıflandırma rasyonel olmadığı ve dikkate alınması gereken diğer faktörleri gözardı ettiği için aşırı reaksiyona yol açar. Örneğin; hisse senedi piyasasında yatırımcılar, son yıllarda üst üste istikrarlı karlılık gösteren şirketleri yükselecek hisseler grubuna dahil ederler ve bunun sürekli olacağını düşünürler. Şirketin değerini düşürme ihtimali olan

diğer bazı özelliklerini veya rakiplerinin durumunu veya ekonominin genel durumunu dikkate almayarak hatalı bir yargıya ulaşırlar ve hisselerin değerinin sürekli yükseleceğini düşünürler. Bu da aşırı reaksiyona neden olur (Barberis ve diğ., 1998:310).

2.5.1.1. Barberis, Shleifer ve Vishny Modelinde Yer Alan Temsililik Davranışı

Barberis ve diğ. (1998) modelinde, yatırımcıların temsililik ve muhafazakarlık davranışları üzerinde durulmaktadır. Modelde yer alan birinci davranış “temsililik” davranışıdır. Temsililik davranışında, bireyler çoğunlukla yakın geçmişteki bilgileri dikkate almakta, geleceğin geçmişe ne kadar benzeyeceğini tahmin etmeye çalışmakta, gelecekteki belirsiz olayları tahmin etmekte ve yatırımlarına yön vermektedir. Bu türden hevristikler birçok durumda oldukça faydalı olmakla birlikte, önemli sistematik hatalara da neden olmaktadır (Döm, 2003:9). Zihin, algı mekanizmasına gelen bilgileri amacına göre seçerek alır. Herşeyi aynı derecede almaya çalışsa hem amacından uzaklaşmış hem de enerjisini boşa harcamış olurdu. İnsanın algı mekanizmasına analiz edebileceğinden çok daha fazla bilgi ulaşır. Zihin, belli bir süre içinde gelen bilgilerin hepsini, istese dahi, alamaz ve bunun sonucu olarak gelen bilgilerin içinden seçimler yapmaya başlar. Zihin, böylelikle enerjisini tasarruf etmiş ve verimini arttırmış olur. Zihin, gelen bilgileri fiziksel özellikleri ile aynen kaydetmek yerine, o fiziksel özellikleri, anlam taşıyıcı sinyaller olarak algılar. Zihin, gelen bilgilerin, yapılacak iş, çözülecek problem, verilecek hüküm bakımından ne anlama geldiğini çıkarmaya çalışır. Çıkardığı anlama göre de verilmesi gereken kararları verir (Özarpınar, 2010:35).

Temsililik, yatırımcıların karar verme süreçlerinde belirli ön yargı kalıplarına (stereotipelara) bağlı karar verme eğilimidir. Representativeness (temsil etme) yatırımcıların geçmiş olayların gelecekte de devam edeceğini varsaydıkları “küçük sayılar kanunu” aldatmacasının geçerli olduğu zamanlarda artar. Bu zamanlarda yatırımcılar uzun dönem ortalamalarını gözönüne almayarak, o anki başarı ortalamalarına daha çok önem verirler. Finans pazarında, bu durum, yatırımcıların yükselmekte olan bu senetleri alıp, geçmişte başarılı performans göstermemiş senetlere yatırım yapmaktan kaçınmalarını ifade eder. Örneğin bir basketbol oyuncusu sırası geldiğinde üç atışını da arka arkaya baskete çevirdiğinde izleyicinin o basketbol oyuncusu hakkındaki düşüncesinin çok olumlu olmasına yol açar, oysa aynı basketbol

oyuncusunun geçmişinde üç atışının da arka arkaya isabet etmesi gibi bir başarısı yoktur (Karan, 2004:696).

Kişiler, belirsizlik altında yargılama yaparken temsililik davranışı göstermektedir. İnsanlardan bir A nesnesi ya da olayının B sınıfı ya da sürecine ait olma olasılığını yargulamaları istendiğinde; insanlar, genellikle temsililik davranışı göstermektedir (Tversky ve Kahneman, 1974:1131).

Temsililik davranışı; bir şeyin olma olasılığını tahmin etmeye çalışan kişinin bazı belirtileri, bilgileri, (ipuçlarını) temel alarak tahminde bulunmasıdır. Kişinin temel aldığı belirtiler, bilgiler; o şeyin olma olasılığını temsil etmektedir. Sonucu haber veren (temsil eden) bu belirtileri, bilgileri elde eden kişi diğer belirtileri ve bilgileri fazla dikkate almadan, temsil ettiğini düşündüğü belirtilere ve bilgilere göre nihai kararını vermektedir. Örneğin: bir nesnenin uzaklığını, o nesnenin görüntü netliğine göre belirlemek demek; görüntü netliğinin, uzaklığı temsil etmesi demektir. Mutlak manada, iyi şirketin hissesi iyi getiri, kötü şirketin hissesi kötü getiri demektir düşüncesine sahip yatırımcılar hatalar yapmaktadır. Bir başka yaygın temsililik durumu ise iyi şirketlerin geçmişteki iyi performanslarının gelecekte de aynen devam edeceğinin düşünülmesidir (Döm, 2003:49-50).

Temsillilik, bir şeyin olasılığını belirgin bir stereotipi ne kadar karşıladığı veya temsil ettiğine göre yargılama stratejisidir. İnsanlar genellikle uzun vadede yaşanan tecrübeler ve bu tecrübelerden elde edilen ortalama fikirlere büyük önem vermektedirler. Bu durum “küçük sayılar kuralı” olarak da anılmaktadır. Örneğin “altının” uzun dönemde, örneğin 1982-2002 yılları arasında, enflasyonun üzerinde getiri sağlaması, çoğu yatırımcının yüksek getiriyi normal olarak algılamasına yol açacaktır. “Dövizin”, ulusal para birimi karşısında uzun dönemde sürekli değer kazanması, bir süre sonra kur farkının yatırımcılar tarafından olağan algılanmasına neden olması bir başka örneği oluşturmaktadır. Bu davranış şeklinde insanlar tesadüfi olaylardan belirli noktaları değerlendirmekte ve bu noktaları gelecek kararlarında kendilerine rehber almaktadırlar. Gerçekte bu davranış biçimi çevreyi ve yaşam biçimini olduğundan daha tekdüze ve daha organize olmuş gibi göstermektedir. Bu davranış biçiminde insanlar çok sınırlı istatistiksel bilgiyle genelleme yapmaktadırlar (Taner ve Akkaya, 2005:50).

Bilişsel yanlgılar oldukça yaygın bir şekilde gözlemlenmesine rağmen, davranışsal finans tüm yatırımcıların aynı yanlgıya aynı düzeyde maruz kalmayacağını belirtmektedir. Örneğin, yatırımcıların deneyimlerinin yanlgılarında büyük etkisi olduğuna dair kanıtlar vardır. Deneyimi az olan yatırımcılar temsil etme (representativeness) yanlgısını daha çok yaşarlarken, deneyimi fazla olan yatırımcılar ise kumarıcı yanlgısını (gambler's fallacy) daha çok yaşarlar (Karan, 2004:696). İnsanların projeksiyon yaparken diğer bilgilerin pahasına, yakın zamanlı verilere aşırı vurgu yapmaya sistematik bir eğilimi olduğunu görülmektedir (Stein, 1989:1011). Bu durum temsililik davranışına neden olmaktadır.

Yatırımcılar, belirsizlik altında karar verirken Bayes Kuralını ve diğer olasılık ilkelerini ihlal etmekte ve temsililik davranışı göstermektedir. Örneğin; bireyler çoğunlukla yakın geçmişteki bilgileri dikkate almakta, geleceğin geçmişe ne kadar benzeyeceğini tahmin etmeye çalışmakta, gelecekteki belirsiz olayları tahmin etmekte ve yatırımlarına yön vermektedir. Bu tür davranışlar, önemli sistematik hatalara da neden olmaktadır. Örneğin, yatırımcılar yakın geçmişte karları hızla büyüyen şirketlerin, gelecekte de hızla karlarını arttırmaya devam edeceklerini düşünerek, bu şirketlerin hisselerini aşırı fiyatlandırmaktadırlar. Böyle bir aşırı reaksiyon durumunda (overreaction), geçmişteki büyüme oranlarını sürdürmek güç olduğundan ve fiyatlar daha makul değerlendirmeler ile düzeltme yapacağından hisselerin fiyatı zaman içerisinde düşmektedir. Sonuç olarak temsililik davranışı nedeniyle yakın geçmişi baz alarak hisselerin fiyatını aşırı yükselten yatırımcılar, düzeltme sonrası zararlı çıkacaklardır. Aşırı reaksiyon süreci temsililik nedeniyle başlamakta ve uzun vadede çok büyük kayıplara yol açabilmektedir (Döm, 2003:9).

Literatürde temsililik davranışı kapsamında değerlendirilebilecek çalışmaların bazıları şunlardır: Psikologlar yargılama yaparken ve karar alırken insanların belirgin bilgilere (yani kendini gösteren ve dikkat çeken bilgilere) aşırı ağırlık verdiklerini bulmuştur (Kahneman ve Tversky (1973), Grether (1980)). Ayrıca "genellikle, kaynağına bakmayarak bilgiye güvenirlir ve bilginin kestirimci değerine bakmayarak eşit derecede emin çıkarımlarda bulunurlar. Bilginin doğru ve tam güvenilir olup olmadığının ya da alternatif olarak günü geçmiş, yanlış olup olmadığının ve kulaktan dolma bilgileri temel alıp almadığının önemi pek olmayabilir" (Fiske ve Taylor (1991)). Canlı bilgileri temel

alan görüşlerinden daha emindirler (Clark ve Rutter (1985)) ve vaka, senaryo ve belirgin örneklere ilgili bilgilere, soyut ve istatistiksel bilgilerden daha fazla ağırlık verirler (Kahneman ve Tversky (1973), Bar- Hillel (1980), Hamill, Wilson ve Nisbett (1980), Nisbett ve Ross (1980), Bar-Hillel ve Fischhoff (1981), Taylor ve Thompson (1982), Tversky ve Kahneman (1982)) (Odean, 1998:1894).

Psikologlar, yaptıkları araştırmalarla; insanların karar verirken, dikkat çeken, çarpıcı ve kolay hatırlanabilen bilgilerden aşırı etkilendiğini ortaya çıkarmışlardır. Tversky ve Kahneman'a göre (1973) olayların hatırlanabilirliği kişileri aşırı etkilemekte ve yanlış algılamalara neden olmaktadır. Örnek olarak, arabalar ile ilgili istatistikler söylenebilir. İstatistikler ne söylerse söylesin pek çok insan, yakın çevresinin araba markalarıyla ilgili tecrübelerini ve anlatımlarını istatistiklerden daha fazla önemseyerek araba seçimi yapmaktadır (Döm, 2003:46).

Psikologlar tarafından belgelendirilen önemli bir olgu da temsililik davranışdır. Bu davranışı sergileyen bir kişi kesin olmayan bir olayın ya da örneklemin olasılığını (i) temel özelliklerinde ana popülasyona benzerlik derecesinde ve (ii) oluşturulduğu sürecin belirgin özelliklerini yansıtmada derecesinde değerlendirir. Örneğin, bir kişi ile ilgili ayrıntılı bir açıklama, deneklerin belli mesleğe sahip kişilerle olan tecrübesi ile iyi eşleşiyorsa, denek, verilen bireyin o mesleğe sahip olma gerçek olasılığını, kayda değer derecede olduğundan fazla değerlendirme eğilimindedir. Temsililik açıklamasına aşırı ağırlık verilirken, denek, o mesleğe ait popülasyonun küçük bir kısmının istatistiksel deliline eksik ağırlık verir (Barberis ve diğ., 1998:316).

Temsililik davranışının, tartışılan önemli bir gösterimi insanların gerçekten rastgele dizilerdeki ilişkileri gördüklerini düşünmeleridir. Temsililik davranışının bu yönü, aşırı reaksiyona neden olmaktadır. Bir şirket, birkaç yıldaki kazanç büyümesine dair tutarlı bir geçmişe sahip olduğunda (buna ürünlerinin ve yönetiminin belirgin ve coşkulu açıklamaları da eşlik edebilir), yatırımcılar bu geçmişin altta yatan kazanç büyümesi potansiyelini temsil ettiği sonucuna varabilirler. Sonuç olarak, temsililik davranışı gösteren yatırımcılar, yüksek kazanç geçmişinin kendini tekrarlamasının pek mümkün olmadığı gerçeğini göz ardı edebilir ve tahmin edilen kazanç büyümesi gelecekte gerçekleşmediğinde hayal kırıklığına uğrayabilirler. Bu durum aşırı reaksiyonun ne olduğunu elbette tam olarak anlatmaktadır. İnsanlar bilginin olağanüstülüğünden

etkilenmekte ve geçerliliğine çok dikkat etmemektedir. Diğer bir nokta ise; kolay hatırlanan bilgiler insanların algısını daha fazla etkilemektedir. Bilginin doğruluğu ve güncelliği ikinci planda kalmaktadır (Döm, 2003:48). Borsada hisse alım satımı yapan yatırımcılar için de temsililik davranışı (hevristik) geçerlidir. Pek çok yatırımcı istatistikleri inceler ve analiz eder ancak hisse senedi veya şirket hakkındaki yakın tarihli bir bilgi veya çarpıcı bir hikaye, hatta çarpıcı bir tahmin, istatistiklerden daha etkili olur ve kişinin kararlarını etkiler. Bir diğer önemli nokta da yatırımcı, çarpıcı hikayeyi veya tahmini bir kaç farklı kaynaktan benzer şekilde duymuş ise tek bir kaynaktan duyulana göre etkisi artmaktadır. İnsanlar bir kişinin abartabileceğini ama üç dört kişinin abartmasının düşük bir ihtimal olduğunu düşünmektedirler.

Yapılan deneysel çalışmalar ortaya çıkarmıştır ki; yatırımcılar açılış fiyatı ya da en son piyasa faaliyetleri gibi basit ve dikkat çekici bilgilere daha fazla önem vererek aşırı reaksiyon göstermektedir (Döm, 2003:48). Bazı bilgilere aşırı ağırlık verilmesi, bazı bilgilerin ise hakettiğinden az dikkate alınması; özellikle yatırımcıların kendi görüşlerini destekleyen bilgilere hakettiğinden fazla önem verip, desteklemeyen bilgilere hakettiğinden az önem vermesinden kaynaklanmaktadır.

Tek bir döneme ait kazanç açıklaması örneğin; son 3 ay ait yüksek kazanç açıklaması yatırımcılar üzerinde az etkili olurken, son 3 yılın bütün dönemlerine ait yüksek kazanç açıklamaları birlikte yatırımcılar üzerinde oldukça etkili olmaktadır. Bir şirketin üst üste on dönem yüksek kar açıklaması yatırımcıları aşırı etkileyebilmektedir. Böyle bir bilgi, şirketin çok iyi bir şirket olduğunu ve hisse değerinin hızla yükseleceğini temsil etmektedir ve aşırı reaksiyona yol açmaktadır (Shefrin, 2000:128).

Yatırımcılar, en son ve çarpıcı bilgilerin temsililik etkisi altında, örneğin; yakın geçmişteki üst üste gelen yüksek kazanç duyuruları etkisi altında, uzun vadeli geleceğe dair bilgileri ve ihtimalleri gözardı edebilmektedir. Dikkat çeken bilgilere aşırı önem verilmesi, geleceğe dair olasılıkların gözardı edilmesi, yanlış fiyatlandırmaya yani aşırı reaksiyona yol açmaktadır (Dreman ve Berry, 1995:122).

Yargılamalardaki yanlılıklar belirsizlik altında düşünmenin bazı sezgisel yöntemlerini gösterir. Belirsizlik altında yargılama yapmada kullanılan üç sezgisel yöntem şunlardır: (i) insanlardan bir A nesnesi ya da olayının B grubu ya da sürecine ait olma olasılığını yargılamaları istendiğinde genellikle kullanılan temsililik; (ii) insanlardan bir grubun

sıklığını ya da belli bir gelişmenin mantıklılığını değerlendirmeleri istendiğinde sıklıkla kullanılan, olayların ya da senaryoların kullanılabilirliği ve (iii) kullanılabilir ilgili bir değer varken genellikle sayısal bir tahminde kullanılan, bir referans kaynağından ayarlama. Bu sezgisel yöntemler etkindir ve yüksek derecede ekonomi ile de ilişkilidir. Bu tür sezgisel yöntemler sistematik ve kestirilebilir hatalara yol açmaktadırlar. Bu sezgisel yöntemlerin ve yol açtıkları yanlışlıkların daha iyi anlaşılması belirsizlik durumlarında yargılamaları ve kararları iyileştirebilir (Tversky ve Kahneman, 1974:1131).

2.5.1.2. Barberis, Shleifer ve Vishny Modelinde Yer Alan Muhafazakarlık

Davranışı

Barberis ve arkadaşlarının modelinde yer alan ikinci davranış ise muhafazakarlıktır (conservatism). Muhafazakarlık (conservatism) davranışı gösteren kişiler, sahip oldukları görüşleri yeni bilgiler ortaya çıktıkça değiştirirler ancak bu değişim yavaş gerçekleşir. Yani muhafazakarlık davranışı gösteren yatırımcılar, hisse senedi ile ilgili piyasaya ulaşan yeni bilgileri ilk başlarda fazla dikkate almazlar ve bu bilgilerin verdiği sinyalleri geç farkedebilirler. Bilgilerin verdiği sinyalleri geç fark eden yatırımcıların alım satım işlemleri de gecikmiş olur. Bu nedenle eksik reaksiyon yatırımcıların muhafazakarlık davranışına dayanmaktadır. Muhafazakarlık davranışı gösteren yatırımcılar tepkisiz değillerdir ama tepkilerini bilgilerin ortaya çıkışından oldukça sonra göstermektedirler. Eksik reaksiyon ile ilgili yapılan çalışmalara göre; muhafazakarlık nedeniyle yatırımcıların alımları veya satışları bilginin ulaşmasından 6 ila 12 ay sonra gerçekleşmektedir. Yani eksik reaksiyon oluşmaktadır (Barberis ve diğ., 1998:310).

Literatürde incelenen davranışlardan ikisi; temsillik ve muhafazakarlıktır. Deneysel psikologlar insanların küçük örneklere çok fazla dayanma (onları altta yatan popülasyonun aşırı derecede temsilcisi olarak görme) ve büyük örneklere çok az dayanma (onların önceki durumlarını çok muhafazakar güncelleme) eğiliminde olduklarını bulmuştur. Barberis ve diğ. (1998), yatırımcıların bazen yeni bilgilere eskilere göre aşırı ağırlık verdiği (temsillik) ve bazen yeni bilgilere eksik ağırlık verdiği (muhafazakarlık) davranışlarını dikkate alan bir model geliştirmiştir (Coval ve Shumway, 2005:5).

Barberis, modelini anlatırken Daniel ve diğerlerinin (1998) modelinde yer alan iki psikolojik duruma da vurgu yapmakta ve “Daniel de bizim gibi modelini iki psikolojik faktöre dayandırmaktadır” demektedir. Ancak Daniel ve diğerlerinin modellerini dayandırdığı iki psikolojik faktör Barberis ve diğerlerinin psikolojik faktörleriyle aynı değildir. Daniel’in üzerinde durduğu iki psikolojik faktörden birincisi; aşırı güven ikincisi ise kendine atfetmedir. İki modelin üzerinde durduğu psikolojik faktörler farklı olmakla beraber, aşırı reaksiyonun ve eksik reaksiyonun nedeni psikolojik faktörler olarak görülmektedir. Ayrıca bu dört psikolojik olgunun aralarında sebep sonuç ilişkisi veya birlikte etki etme gibi durumlar da söz konusu olabilir. Örneğin aşırı güven psikolojisi muhafazakarlığı artırıyor veya kendine atfetme muhafazakarlığı artırıyor olabilir. Veyahut muhafazakarlık ve aşırı güven psikolojisi birlikte eksik reaksiyona neden oluyor olabilir (Barberis ve diğ., 1998:310). Daniel ve akadaşlarının modeli ileri de ayrıntılı olarak açıklanacağı için Barberis ve arkadaşlarının modelinin açıklanmasına geri dönüyoruz.

Muhafazakarlık davranışı nedeniyle insanlar değişikliklere karşı ya direnç göstermektedirler veya değişime yavaş uyum sağlamaktadırlar. Yani, insanlar normal olarak kabul ettikleri durumlarda kendilerini güvende hissetmektedirler. Muhafazakarlık ikilemi, örneklendirme ikilemiyle karşılıklı çatışma halindedir. Olaylar değiştiğinde, muhafazakarlık gereği insanlar reaksiyon göstermektedirler, ancak değişimden sonra belirli bir süre içerisinde yeni durumu, normal olarak algılamaya başlamaktadırlar. Yeni bilgiler oluştuğu, muhafazakarlık kendisini daha baskın hissettiren bir olgudur (Taner ve Akkaya, 2005:50).

İnsanlar mevcut inançlarına ve düşüncelerine uyan bilgilere uymayanlardan daha fazla ağırlık vermektedir. Hatta daha da ileri giderek kendi düşüncelerini destekleyen bilgileri toplarken, desteklemeyen bilgileri de çıkarmaktadırlar (Döm, 2003:48). Muhafazakarlık davranışı içerisindeki yatırımcılar, mevcut inançlarıyla tutarlı bilgilere aşırı ağırlık verirler, inançlarını destekleyen bilgileri toplamaya eğilimlidirler ve desteklemeyen bilgileri hemen reddederler (Lord, Ross ve Lepper (1979), Nisbett ve Ross (1980), Fiske ve Taylor (1991)) (Odean, 1998:1894). Yatırımcıların karşı karşıya oldukları zorluğun bilgi elde etmekten ziyade elde edilen bilgilerle ne yapılacağıyla ilgisi vardır. Çoğu insan iş, yatırım kararı vermeye gelince sistematik olarak yanlıdır ve bu yanlılıklar kötü

hafızalardan inşa edilir ve yatırımcıların muhafazakar davrandığı görülmektedir (Bolhuis ve Goodman, 2005:62).

Muhafazakar yatırımcılar, genellikle yaşlı ve emekli kişilerden oluşmaktadır. Paraları konusunda çok titizlerdir. Kazanç sağlayabilecekleri kısa bir döneme sahip olduklarını düşünerek, varlıklarını korumaya çalışırlar. Muhafazakarlar, servetlerini muhafazaya çalışırlar, risk ve heyecanı sevmezler, yatırım danışmanlarını seçmekte çok dikkatlidirler, itimat ettikleri kişi ile yıllarca çalışabilirler, devlet kağıtlarına yatırım yapmayı severler (Karan, 2004:703).

Yatırım danışmanları, hisse senetlerinin değil de uzun vadeli bonoların uzun vadeli muhafazakar yatırımcılar için uygun olduğunu ileri sürmektedirler. Canner, Mankiw ve Weil (1997) tarafından özetlenen yatırım önerileri daha muhafazakar yatırımcılar için bono/hisse oranının arttırılması şeklindedir (Campbell, 2000:1540).

Yatırımcılar arasında; yatırım hedeflerinde, işledikleri bilginin miktarı ve türünde ve sonuçta portföylerini içeren enstrümanların sayısı ve karakterinde büyük farklılık bulunmaktadır. Yatırımcının yaşı arttıkça, muhafazakarlıklığı artmaktadır. En gençten en yaşlıya ilerlendikçe kısa vadeli sermaye kazançları azalır, temettü gelirine daha fazla önem verilir, broker önerilerine dayanma azalır, menkul kıymet analizine daha fazla zaman ve para harcanır, portföy daha çeşitlendirilmiş hale gelir ve yüksek riskli yatırım araçlarının kullanımı azalır. Ayrıca, özellikle kadın yatırımcıların muhafazakar davrandığı, çeşitlendirme yaptığı ve temettü yönelimli olduğu görülmektedir. Bu durum, bu grupların menkul kıymetler borsasının ayrık segmentlerini işgal ettiğini kesin olarak ispatlamamakla beraber ileri sürülen yatırım duruşunda keskin farklılıklar olduğunu göstermektedir (Lease ve diğ., 1976:57).

Barberis ve diğerlerinin modelinde şirketin kazançları, rastgele bir seyir izlemektedir. Ancak yatırımcı bunu bilmemektedir. Aksine yatırımcı şirket kazançlarının, iki farklı tutum sergilediğini düşünmektedir. Birinci durumda kazançların ortalamaya dönme eğiliminde olduğunu, ikinci durumda ise kazançların bir trend izlemeye başladığını düşünmektedir. Örneğin kazançlardaki artışları yeni artışların takip edeceğini tahmin etmektedir. Yatırımcıya göre, şirket kazançları, iki durumdan birisinde devam etme eğilimindedir. Yani ya kazançlar ortalamaya dönecektir veya bir trende girecektir. Her iki durumda da yatırımcı kazançları gözlemler ve elde ettiği verileri hissenin iki durumdan

hangisinde olduğunu belirlemek için kullanır. Gözlemlerine dayanarak oluşturduğu düşünceye göre; ya kazançlar ortalamaya dönecektir diye tahmin eder ya da yeni bir trendin başladığını düşünür. Özellikle sürpriz pozitif kazancı, başka bir sürpriz pozitif kazanç takip ederse, yatırımcı artış trendine girildiğini düşünür. Ancak pozitif sürprizi negatif bir sürpriz takip ederse ortalamaya dönme durumunun olduğunu düşünür. Barberis'in modelinde, verilerden elde edilen ampirik öngörüler bu iki durumu desteklemektedir (Barberis ve diğ., 1998:310).

Yatırımcıların, kamuya açıklanan bilgilere ve şirket ile ilgili haberlere eksik reaksiyon göstermesi şu şekilde açıklanabilir. Yatırımcı, her zaman periyodunda, şirket ile ilgili bilgileri ve haberleri duymaktadır. Şirket ile ilgili duyulan bilgiler iyi de olabilir, kötü de olabilir. Haberin duyulmasından sonraki zaman periyodunda (ancak haberin duyulmasından hemen sonra değil örneğin 3 ay veya 6 ay sonra) eğer hissenin getirisi ortalama getirisinden fazla gerçekleşir ise; bu haber yatırımcıların eksik reaksiyon gösterdiği iyi haber olarak kabul edilir. Başka bir ifadeyle; iyi haberlere eksik reaksiyon veren hisse senedi, takip eden dönemde (örneğin 3 ay sonraki dönemde) daha yüksek getiriler sağlayarak eksik reaksiyonu düzeltmektedir. Hisse sağlaması gereken getiriyi geç de olsa yatırımcısına sağlamaktadır. Piyasada tam tersi bir durum da gerçekleşebilir. Yani yatırımcılar, şirketle ilgili kötü bir habere 3 ay veya 6 ay sonra tepki veriyorsa yine muhafazakarlık etkisi altında eksik reaksiyon gösteriliyor demektir (Barberis ve diğ., 1998:311).

Barberis'in modelinde iyi habere örnek olarak; piyasanın beklentisinin üzerinde gerçekleşen ve kamuya açıklanan kar miktarı ele alınmıştır. Örneğin; bir şirketin altı aylık beklenen karı 10 milyon dolar iken, gerçekleşen ve kamuya açıklanan altı aylık karı 15 milyon dolar olursa bu iyi bir haberdir ve hisse senedinin getirisini arttırması gerekir. Ayrıca Barberis ve arkadaşları, hisse senedi ile ilgili pek çok farklı tipteki iyi habere de muhafazakarlık nedeniyle eksik reaksiyon gösterildiğini vurgulamıştır (Barberis ve diğ., 1998:311).

Muhafazakarlık davranışı sonucunda oluşan eksik reaksiyonun düzeltilmesi bir ay sonradır gibi kesin bir sonuca ulaşmak mümkün değildir. Düzeltme olmaktadır ancak bu düzeltme bazen bir ay, bazen iki ay bazen de 12 ay sonra olabilmektedir. Bir ay sonra da

düzeltilse 12 ay sonra da düzeltilse eksik reaksiyonu takip eden düzeltme süreci kısa dönemde gerçekleşmektedir (Barberis ve diğ., 1998:311).

Aralarında Edwards'ın da (1968) olduğu birkaç psikolog muhafazakarlık olarak bilinen bir olgu tanımlamışlardır. Muhafazakarlık, bireylerin yeni delille karşılaştıklarında inançlarını değiştirmede yavaş kaldıklarını belirtir. Edwards, deneylerinde bireylerin önceki görüşlerini, doğru yönde ama rasyonel değerlendirmeye göre büyüklükçe çok az derecede güncellediğini tespit etmiştir. Bu muhafazakarlık davranışının sonucudur. Edwards, görüş değişikliğinin düzenli ancak genellikle miktarca yetersiz olduğunu vurgulamaktadır. Herhangi bir konuda bir deneğin görüşlerini değiştirmesi için iki ila beş gözlem gerekmektedir.

Muhafazakarlık, eksik reaksiyon ile aşırı derecede ilişkilidir. Muhafazakarlığa tabi olan denekler, bir kazanç (ya da bazı diğer halka açık bilgilerden) duyurularından gelen eksiksiz bilgi içeriğini göz ardı edebilir; bunun nedeni belki de bu rakamın geniş bir güncel bileşen içerdiğine inanmaları ve kazançlara dair önceki tahminlere en azından kısmen hala sıkıca bağlı olmalarıdır. Sonuç olarak yatırımcılar, hisse değerlemelerini, duyurulara yanıt olarak kısmen ayarlayabilmektedirler. Edwards, rasyonel açıdan bu davranışı, yeni kazanç rakamındaki bilgileri yeni bir kazanç tahmini oluşturmak için yatırımcıların kendi önceki bilgileriyle düzgünce birleştirmede başarısızlık olarak açıklamaktadır. Özellikle, bireyler faydalı istatistiksel delillere, önceki bilgilerini oluşturmada kullandıkları delillere göre daha eksik ağırlık verme eğilimindedir. Alternatif olarak, önceki bilgileri hakkında aşırı güven sahibi olarak karakterize edilebilirler (Barberis ve diğ., 1998:315).

Yaptıkları bir çalışmada Griffin ve Tversky (1992) muhafazakarlığı temsililik ile uzlaştırma girişiminde bulunmuştur. Çalışmalarında, insan inançlarını yeni delilin “kuvvetine” ve “ağırlığına” dayandırmaktadırlar. Kuvvet, delilin belirginliği ve ekstremliği gibi yönler bakarken, ağırlık, örneklem büyüklüğü gibi istatistiksel özelliklere bakmaktadır. Griffin ve Tversky'e göre insanlar tahminlerini revize ederken, delilin kuvvetine çok fazla ve ağırlığına çok az odaklanırlar. Griffin ve Tversky'nin çalışma çerçevesine göre, Edwards tarafından belgelendirildiğine benzer şekilde muhafazakarlık, yüksek ağırlığa ama düşük kuvvete sahip delil ile karşılaşıldığında ortaya çıkmaktadır. İnsanlar, ağırlığı daha büyük reaksiyon gerektirse bile, düşük

kuvvetten etkilenmemekte ve delile hafif reaksiyon göstermektedir. Diğer taraftan, delilin yüksek kuvveti ama düşük ağırlığı olduğunda aşırı reaksiyon, temsililikle tutarlı tarzda ortaya çıkmaktadır. Gerçekten de temsililik, görece düşük ağırlığına rağmen özellikle belirgin delilin kuvvetine aşırı dikkat edilmesi olarak düşünülebilir (Barberis ve diğ., 1998:316).

2.5.2. Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam Modeli

Daniel Hirshleifer ve Subrahmanyam (1998), iyi bilinen iki psikolojik yanlılığı temel alan bir menkul kıymetler borsası eksik ve aşırı reaksiyonları teorisi önermektedir. Bunlardan biri özel bilginin kesinliği hakkındaki yatırımcı aşırı güveni ve diğeri yatırımcıların kendine güveninde yatırım sonuçlarının bir işlevi olarak kaymalara neden olan kendine atfetmedir. Modelde, aşırı güvenin; negatif uzun gecikmeli otokorelasyonlar, fazla dalgalanma ve hisselerin yanlış fiyatlandırılmasıyla ilişkili olduğunda getirinin kestirilebilirliği anlamına geldiği gösterilmektedir. Kendine atfetme davranışı ise; pozitif kısa gecikmeli otokorelasyonlara ("momentum"), kısa vadeli kazançlara "sürüklenme", ama gelecek getirilerle uzun vadeli geçmiş borsa performansı arasında negatif korelasyona neden olmaktadır (Daniel ve diğ., 1998:1839).

Davranışsal finasta “kendine aşırı güven hatası” (overconfidence) olarak tanımlanan bir durum bulunmaktadır. Örnek vermek gerekirse 120 bireysel yatırımcı üzerine yapılan bir araştırmada; diğeri bütün faktörler sabitken, kadın yatırımcıların erkek yatırımcılardan ve daha az alım satım yapan yatırımcıların, daha çok alım satım yapan yatırımcılardan daha fazla kazandığı tespit edilmiştir. Kadın yatırımcılar erkek yatırımcılardan daha az işlem yapmaktadır. Yapılan pek çok çalışmada bu sonuçların aşırı güven ile bağlantısı olduğu tespit edilmiştir. Aşırı güven hatası erkeklerde daha çok görülmektedir. Erkekler, borsa gibi riskli bir piyasada kendilerine daha çok güvenerek çok işlem yapmaktadır. Çok işlem yapmak da zarar etme ihtimalini arttırmaktadır (Özerol, 2011:114-116).

Yatırımcıların yanlılıkları arasında aşırı güven, sınırlandırılmamış iyimserlik, kayıptan kaçınma, kendine atfetme, geçmiş görüş ve zihinsel muhasebe sayılabilir (Bolhuis ve Goodman, 2005:62).

Birkaç başka çalışma, aşırı güveni çeşitli bağlamlarda modellemektedir. De Long ve diğ. (1991), fiyatlar dış kaynaklı olduğunda riski eksik kestiren borsa yatırımcılarının karlarını incelemektedir. Hirshleifer, Subrahmanyam ve Titman (1994), bilgileri başkalarından önce alma olasılığını eksik kestiren analistlerin/yatırımcıların, üzerinde çalışılacak hisseleri seçmede başkalarının peşine takılma eğilimlerini incelemiştir. Kyle ve Wang (1997), Odean (1998) ve Wang (1998), bilgi kesinliğinin aşırı kestirimi olarak aşırı güveni ele alırken, özel işaret ile halka açık işaretleri birbirinden ayırt etmemektedir. Odean (1998), bir özel işaret hakkında aşırı güveni ve özel işarete aşırı reaksiyonu incelediği araştırmasında, aşırı güvenin fazla dalgalanma ve negatif getiri otokorelasyonunu netice verdiğini belirtmektedir. Daniel ve diğerlerinin modeli, yatırımcıların yalnız özel işaretler hakkında aşırı güven beslediğini varsaymaktadır. Ayrıca zamanla değişen güveni ele aldıkları modellerinde, zaman içerisinde özel işaretlere sürekli aşırı reaksiyon gösterildiğini belirtmektedirler.

Model, iki psikolojik düzenliliğe dayanmaktadır: aşırı güven ve atfetme yanlılığı. De Bondt ve Thaler (1995) davranışsal finansın mikro temellerine dair özetlerinde şöyle demektedir: "Yargılama psikolojisindeki en güçlü bulgu belki de insanların kendine aşırı güvendiğidir." Aşırı güvenin delili birden fazla bağlamda bulunmuştur. Aşırı güvenli kişilere örnek olarak; psikologlar, doktorlar, hemşireler, mühendisler, avukatlar, delegeler, girişimciler, yöneticiler, yatırımcılar, menkul kıymet analistleri ve ekonomi tahmincileri gibi piyasa profesyonelleri verilebilir. Bunun yanı sıra, bazı deliller uzmanların görece tecrübesiz bireylere göre daha fazla aşırı güven sahibi olma eğiliminde olduğunu öngörmektedir (Griffin ve Tversky (1992). Ayrıca psikolojik deliller aşırı güvenin yargılama gerektiren ayrıntılı görevlerde (ör. hastalıklara teşhis koyma) mekanik görevlere göre (ör. aritmetik problemlerini çözme) daha şiddetli olduğunu göstermiştir. Aşırı güven, anında ve kati sonuç geri bildirimini sağlayan görevlerin aksine, gecikmiş geri bildirimine sahip görevlerde çok daha şiddetlidir (Einhorn (1980). Menkul kıymetlerin temel değerlemesi (uzun vadeli nakit akışlarının tahmini), açık uçlu meseleler hakkında yargılama gerektirir ve geri bildirim hatalı ve gecikmiştir. Bu yüzden aşırı güven finansal piyasalarda önemli etkilere sahiptir. Daniel ve diğerlerinin modelinde; yatırımcıların, hisseleri değerlendirme yeteneklerini gerçekte olduğundan daha iyi kabul ettikleri ve bu yüzden tahmin hatalarını eksik kestirdikleri varsayılmaktadır. Bu varsayım, insanların kendi yeteneklerini aşırı kestirdikleri ve

kendilerini başkalarının gördüğünden daha avantajlı algıladıkları deliliyle tutarlıdır. Bazı deneysel çalışmalar, bireylerin, tahminde bulunurken hata ihtimallerini düşük kestirdiklerini ve başkalarınıninkine göre kendi tahminlerine aşırı ağırlık verdiklerini bulmuştur (Daniel ve diğ., 1998:1844).

Modelin ikinci yönü kendine atfetmedir. Modeldeki yatırımcının güveni, kamuya açık bilgiler kendininkilerle uyduğunda artar ama halka açık bilgi kendi özel bilgileriyle çeliştiğinde orantılı olarak azalmaz. Psikolojik deliller insanların geçmiş başarı için kendilerini takdir etme ve başarısızlık için harici faktörleri suçlama eğiliminde olduğunu göstermektedir (Fischhoff (1982), Langer ve Roth (1975), Miller ve Ross (1975), Taylor ve Brown (1988)). Langer ve Roth (1975) bunu "Turaysa kazandım, yazıysa şans" şeklinde özetlemiştir (Daniel ve diğ., 1998:1845).

Piyasa yapıcılar, haberleri sistematik olarak yanlış yorumlarsa, inançlardaki yanlılıklar ortaya çıkmaktadır. Literatürde kullanılan bir yanlılık da kendine atfetmedir (ör. Daniel ve diğ. (1998) ve Gervais ve Odean (2001)). Langer ve Roth (1975) ile Miller ve Ross'un (1975) deneysel psikoloji makalelerinde, kişilerin geçmiş başarıları kendi yeteneklerine atfettiği ve geçmiş başarısızlıkları şansa verdiği belgelendirilmektedir. Borsa yatırımcıları kendine atfetme sergiliyorsa, karlı alım-satımlar yapan bir yatırımcı işaretleri yorumlama yeteneğinde aşırı güven sahibi olmaktadır. Böyle bir yatırımcı alım-satım karlarını işaretleri yorumlama yeteneğine aşırı derecede atfeder ve karları şansa yetersiz derecede atfeder ve yakın zamanlı alım-satımları karlı olduğunda daha fazla risk alır (Coval ve Shumway, 2005:5).

Gervais ve Odean'ın (2001) modelinde kendine atfetme yanlılığı tecrübeyle zayıflama eğilimindedir. Dolayısıyla, bir profesyonel yatırımcılar grubunda, kendine atfetme yanlılığı derecesinin daha az olmasını beklemek için nedenler bulunmaktadır (Coval ve Shumway, 2005:5).

Finans piyasalarında analistler ve yatırımcılar, alım-satım kararlarını, yönetimle görüşme, söylentilerin doğrulanması ve finansal durumların analizi yoluyla üretmektedirler. Bir yatırımcı bilgi üretmek için ya da başkalarının ihmal ettiği mevcut verilerin önemini tanımlamak için yeteneğini olduğundan yüksek kestirirse tahmin hatalarını olduğundan düşük kestirmektedir. Kişisel olarak daha fazla içinde olduğu işaret ya da değerlendirmeler hakkında daha fazla aşırı güven duyuyorsa, halka açık

işaretlere değil ama ürettiği bilgilere dair aşırı güven duyma eğiliminde olmaktadır. Bu yüzden, aşırı güven duyan bir yatırımcı; halka açık şekilde alınan bilgilerin değil de kendi özel bilgilerinin kesinliğini olduğundan yüksek kestiren birisi olarak tarif edilmektedir.

Aşırı güvenli yatırımcıların, özel işarete önceliklere göre aşırı ağırlık verdiği ve hisse fiyatının aşırı reaksiyon göstermesine yol açtığı görülmektedir. Halka açık bilgiler piyasaya geldikçe, fiyat sapması ortalama olarak kısmen düzeltilir. İzleyen tarihlerde daha fazla halka açık bilgi geldikçe fiyat tam bilgi değerine daha yakın olarak hareket eder. Dolayısıyla modelin temel bir noktası, hisse fiyatlarının özel bilgi işaretlerine aşırı reaksiyon göstermesi ve halka açık işaretlere eksik reaksiyon göstermesidir. Aşırı reaksiyon düzeltme sürecinin, hisse getirilerinde uzun vadeli negatif otokorelasyonla tutarlı olduğu modelde gösterilmiştir.

Piyasanın farklı bilgi türlerine aşırı ya da eksik reaksiyon gösterme eğilimi, dikkat çeken sürecin açıklanmasına yardımcı olmaktadır. Bu süreçte gerçekten tüm olay çalışmalarındaki ortalama duyuru tarihi getirileri, ortalama olay sonrası anormal getirileriyle aynı yöndedir. Piyasadaki yatırımcıların, bilgilendirilen bir tarafça gerçekleştirilen kamu eylemini (örneğin; bir firmanın yöneticilerinin piyasanın yanlış fiyatlandırmasına alım yaparak yanıt vermesini) gözlemlediğini varsayalım. Rasyonel olarak yönetilen bir firmanın yöneticilerinin, hisselerinin piyasa tarafından düşük fiyatlandırıldığına inandıklarında, hisselerinin çoğunu geri satın alma eğiliminde olması beklenir. Bu gibi durumlar, yöneticilerin piyasa değerlendirme hatasına dair inançlarını yansıtmakta ve dolayısıyla gelecek anormal getirilere işaret etmektedir (Daniel ve diğ., 1998:1841).

Özellikle, eksik değerlemeyi yansıtan yeniden satın almalar pozitif anormal getirilere, ve hisse arzları ise negatif anormal getirilere işaret etmektedir. Model, yatırımcı aşırı güvenini ve yatırım sonuçlarının kendine atfedilmesinden doğan değişiklikleri temel almaktadır. Bu model, yatırımcıların özel bilgi işaretlerine aşırı reaksiyon gösterdiğini ve halka açık bilgi işaretlerine eksik reaksiyon gösterdiğini iddia etmektedir. Ayrıca pozitif getiri otokorelasyonlarının devam eden aşırı reaksiyonun bir sonucu olabileceği gösterilmektedir. Bunu uzun vadeli düzeltme izlemektedir. (Daniel vd., 1998:1865).

Menkul kıymetler borsasında hatalı alım-satım yaklaşımı ile ilgili çalışmalar arasında, (Grossman ve Stiglitz (1980), Shiller (1984), Kyle (1985), Glosten ve Milgrom (1985), Black (1986), De Long ve diğ. (1990) ile Campbell ve Kyle (1993), öne çıkan çalışmalardır. Bu çalışmalar, fiyatlarda, geçerli bilgilerle ilgisiz görünen kestirilemez alım-satımdan kaynaklanan değişkenliğin olduğunu ortaya koymuştur. Daniel ve diğerlerinin yaklaşımı, yatırımcıların yaptığı yanlışların önemli bir bölümünün halka açık gerçek yeni bilgilerin yanlış yorumlanmasından kaynaklandığı görüşünü, temel almaktadır. Dolayısıyla modelde, içsel olarak, davranışlardan kaynaklanan alım-satım hataları üzerine odaklanılmaktadır (Daniel ve diğ., 1998:1865).

Model, uzun vadeli tersine çevirmeleri kısa vadeli momentumlarla uzlaştırmakta ve olay temelli getirinin kestirilebilirliğini açıklamaktadır. Modelde, aşırı güven sahibi bilgilendirilmiş yatırımcılar ortalamada para kaybetmektedir. Literatürdeki çalışmalar, uzun vadede rasyonel borsa yatırımcılarının baskın gelemeyeceğini göstermiştir. De Long ve diğ. (1991)'e göre riskten kaçınan yatırımcılar bilgiler hakkında aşırı güven sahibiyse (Daniel ve diğerlerinin modelinde olduğu gibi), aşırı güven, onların bilgilerden daha etkin şekilde yararlanmalarına imkan tanımaktadır.

Dahası, kendine atfetmeden dolayı, başarılı yatırım yoluyla kazananlar daha fazla aşırı güven sahibi olabilirler Gervais ve Odean (1998). Aşırı güvenin faydası alım-satımda daha agresif davranmaya neden olmasıdır. Bu durum, rakip bilgilendirilmiş yatırımcıların gözünü korkutabilmekte ve aşırı güven sahibi olarak bilinenlerin daha yüksek getiriler kazanabilmesine yol açabilmektedir Kyle ve Wang (1997) ve Benos (1998). Aşırı güvenin etkilerinin daha az likit menkul kıymetler ve varlıklarda daha şiddetli olduğu görülmektedir (Daniel ve diğ., 1998:1866).

Rasyonel arbitrajcılar, bir hisse hakkında sabit kurulum maliyetleriyle karşılaşırsa büyük likit hisseler küçük hisselerle göre daha iyi arbitraj yapılma (daha rasyonel fiyatlandırılma) eğiliminde olmaktadır. Çünkü büyük likit hisselerde sabit araştırma maliyetini karşılamak daha kolaydır. Bu durum, küçük hisseler için büyük hisselerle göre ve daha az likit menkul kıymetler ve gayri menkuller gibi varlıklar için hisselerle göre daha büyük hatalı fiyatlama öngörmektedir. Bunun yanı sıra, bu model, özel bilgilere dair aşırı güveni temel aldığından, getiri kestirilebilirliğinin en büyük bilgi

asimetrilerine sahip firmalarda en güçlü olacağını kestirmektedir. Bu durum küçük firmaların hisse fiyatlarında daha büyük hatalar anlamına gelmektedir.

Modeldeki aşırı güven sahibi borsa yatırımcılarının kurumlar gibi belirli bir yatırımcı kategorisi ile mi, diğer yatırım profesyonelleriyle mi, küçük münferit yatırımcılarla mı yoksa üçüyle birden mi tanımlanabileceği cevaplanmamış bir sorudur. Muhtemelen daha az bilgiye sahip küçük münferit yatırımcılar bile aşırı güven sahibi olabilir. Modeldeki bilgilendirilmemiş yatırımcılar aksi yönde strateji yatırımcıları olarak yorumlanabilir (ister kurumlar ister bireyler). Bazı akıllı aksi yön yatırımcıları rasyonel ve bilgilendirilmiş olarak görülebilir ve bu tür yatırımcıların dahil edilmesi model kestirimlerinin nicel mahiyetini değiştirmeyecektir (Daniel ve diğ., 1998:1867).

İnsanlar aşırı güven sahibidir ve aşırı güven finansal piyasaları etkilemektedir. Bunun nasıl olduğu piyasada kimin aşırı güvene sahip olduğuna ve bilginin nasıl dağıtıldığına bağlıdır. Daha çok fiyatları dikkate alan yatırımcıların, stratejik alım-satım yapan yatırımcıların, içeriden öğrenen yatırımcıların ve riskten kaçan piyasa yapımcıların aşırı güven sahibi olduğu durumlar ayrı ayrı incelenmelidir. Aşırı güven, beklenen alım-satım hacmini ve piyasa derinliğini artırmaktadır ve aşırı güven sahibi yatırımcıların beklenen faydasını azaltmaktadır. Dalgalanma ve fiyat kalitesi üzerindeki etkisi kimin aşırı güven sahibi olduğuna bağlıdır. Aşırı güven sahibi yatırımcılar, piyasaların rasyonel yatırımcıların bilgilerine eksik reaksiyon göstermesine yol açabilmektedir. Piyasalar soyut, istatistiksel ve yüksek oranda ilgili bilgilere eksik reaksiyon gösterirken; belirgin, sistematik olmayan ve daha az ilgili bilgilere aşırı reaksiyon göstermektedir (Odean, 1998:1887).

Aşırı güven topluma maliyetlidir. Aşırı güven sahibi borsa yatırımcıları riski en uygun şekilde paylaşmamakta, bilgi edinmeye çok fazla kaynak harcamakta ve çok fazla alım-satım yapmaktadır. Bunlar iktisadi etkinlik kaybıdır. Aşırı güven alım-satım hacmini ve piyasa derinliğini artırır, ama aşırı güven sahibi yatırımcıların beklenen faydasını azaltır. Bilgi maliyetli olduğunda bilgiyi etkin şekilde takip eden aşırı güven sahibi yatırımcıların işi, pasif yatırımcılarınkine göre daha kötü gitmektedir. Aşırı güven sahibi piyasa yapımcıların dalgalanmayı azaltmasına rağmen aşırı güven sahibi yatırımcılar bu etkiyi artırmaktadır. Halka açıklanan bilgiyi yorumlama yetenekleri hakkında aşırı güven sahibi fiyat kabul edenler, piyasa verimliliğini düşürmektedir; aşırı güven sahibi

içeriden öğrenenler bunu geçici olarak arttırmaktadır. Çok fazla aşırı güven sahibi yatırımcı varken piyasalar rasyonel yatırımcıların bilgilerine eksik reaksiyon gösterme eğilimindedir (Odean, 1998:1916).

Korkmaz ve Çevik 2007 yılında İMKB ile ilgili yaptıkları çalışmalarında aşırı güvenli yatırımcının, kazanç sonrası daha fazla işlem yaptığını ve kazandıran pazardaki işlem miktarının kaybettiren pazardaki işlem miktarından daha fazla olduğunu tespit etmişlerdir (Korkmaz ve Çevik, 2007:152).

Çok sayıda psikolojik delile dayanan temel görüş; bazı ya da tüm yatırımcıların yeteneklerine dair aşırı güven sahibi olduğunu ve dolayısıyla menkul kıymet değerlerine dair ürettikleri tahminlerini aşırı kestirdiklerini belirtmektedir. Diğer bireyler, bilgilendirilmiş aşırı güven sahibi bireylerin alım-satımının getirdiği fiyatlandırma hatalarından yararlanabilirler, ama riskten kaçınmadan dolayı tüm yanlış fiyatlanmayı ortadan kaldıramazlar (Daniel ve diğ., 2001:922).

Modelde yatırımcılar hem sistematik faktörler hem de firmaya özel ödemeler hakkında özel bilgi almaktadır ve bunları yanlış değerlendirmektedir. Yatırımcıların her iki bilgi türü hakkında aşırı güven sahibi oldukları varsayılmakta ve menkul kıymet getirileri hakkındaki sonuçların tümünün, yatırımcılar aşırı güven sahibi oldukça devam edeceği belirtilmektedir. Yatırımcılar için doğal bir içerik bizzat menkul kıymetler borsasının fiyatıdır, zira fiyat yanlış değerlemeyi yansıtmaktadır. Örneğin, lehteki bir bilgi işaretinin ardından yatırımcı beklentileri aşırı reaksiyon göstermektedir, dolayısıyla fiyat çok yükselmektedir (Daniel ve diğ., 2001:924).

2.5.2.1. Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam Modelinde Yer Alan Aşırı Güven Davranışı

Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam Modelinde iki davranış üzerinde durulmaktadır. Modelde yer alan iki davranış; aşırı güven ve kendine atfetmedir. Hisse getirileri ve yatırımcı psikolojisi arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmaların pek çoğunda yatırımcıların aşırı güven davranışı ve etkileri ele alınmıştır. İnsanlar kendilerine aşırı güvenebilirler. Psikologlar aşırı güvenin insanların bilgilerini abartmalarına, riskleri de küçümsemelerine sebep olduğunu tespit etmiştir. Aşırı güven, bilgiyi analiz etme ve bilgiye dayalı karar verme aşamalarından oluşan yatırım karar alma sürecini etkileyerek,

bilginin yorumlanmasında ve analiz yetenekleri konusunda kişinin aşırı güveni sonucu hatalı tercihler yapmasına yol açmaktadır (Temizel ve Meriç, 2008:134).

Aşırı güven en güçlü belgelendirilen davranışsal yanlılıklardan biridir. Davranışsal finansın mikro temellerine dair özetlerinde De Bondt ve Thaler (1995) insanların aşırı güven sahibi olduğu bulgusunun yargılama psikolojisindeki belki de en güçlü bulgu olduğunu belirtmiştir. Psikologlar, doktorlar, hemşireler, mühendisler, avukatlar, delegeler, girişimciler, yöneticiler, yatırım bankerleri, menkul kıymet analistleri ve ekonomi tahmincilerinin tümü aşırı güven sergilemektedirler (Daniel ve Titman, 1999:28).

Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam (1998) modeli, bir grup yatırımcının aynı "özel bilgiler" aldığını varsaymaktadır ve bu aşırı güvenli yatırımcılar bilgilerinin geçerliliğine çok kuvvetli inanmaktadırlar. Daha sonra inançlarıyla tutarsız ilgili bilgi yayımlandığında bu yatırımcılar düşüncelerini yavaş yavaş değiştirmektedirler (Scott ve diğ., 2003:81).

Aşırı güven ile kastedilen insanların yeteneklerini ve bilgilerini aşırı kestirme eğilimidir. Aşırı güven, yatırımcıları sezgilerine aşırı güvenmeye sevk etmektedir. Dikkatli analiz temel alınmadığında, bu durum sezgi ya da inançları temel alan yatırımcı değerlendirmesini ortaya çıkarmaktadır (Bolhuis ve Goodman, 2005:68).

Barber ve Odean (2000)'e göre; pek çok yatırımcı kendine aşırı güvendiği veya hem aşırı güvendiği hem de işlem yapmaktan zevk aldığı için yüksek hacimde işlemler yapmaktadır (Özerol, 2011:117).

İnsan doğasında doğuştan gelen birçok davranışsal yatkınlık vardır. Bunlardan biri de aşırı güvendir. Aşırı güven bireyin kendi tahmin etme yeteneklerine oldukça yüksek ihtimal vermesidir. Kişiler kendilerini ortalama bir insandan ve diğerlerinin onu gördüklerinden daha pozitif görürler. Bu normal hayatta kişilerin kendilerine aşırı güvenli olmalarını, örneğin yeni iş kuracak kimselerin işlerinin başarılı olacağı ihtimaline %70 verirken, başarısız olacağı ihtimaline ise %30 vermeleri gibi durumu açıklar. Aşırı güvenin bir özelliği çok az çeşitliliktir. Çünkü bireyin bildiği, aşına olduğu şeye fazlaca yatırım yapmasından dolayı çeşitleme azalır. Diğer bir deyişle yatırımcılar yerel firmalara daha fazla yatırım yaparlar (Karan,2004:694).

Barber ve Odean'ın (2000) aşırı güven ile ilgili yapmış olduğu araştırmada çıkan sonuçlara göre; cinsiyete ve evli olup olmamaya göre yatırımcıların yüksek risk alma durumları değişmektedir. Araştırma sonuçlarına göre; yüksek risk alma konusunda en istekli olanlar sırasıyla bekar erkekler, evli erkekler, evli bayanlar ve bekar bayanlardır. Yani en fazla risk alabilenler bekar erkeklerdir. En az risk alanlar ise bekar bayanlardır (Döm, 2003:67). Cinsiyet farkı nedeniyle, bekar veya evli olmanın risk algılamasına olan etkisi ayrışma göstermiştir. Bekar erkekler, evli erkeklerden daha fazla risk alırken, cinsiyet değişince, evli kadınlar bekar kadınlardan daha fazla risk almaktadır.

Yatırımcılar kendi kişisel yetenekleri konusunda aşırı güvene sahip olabilmektedirler. Benzer bir biçimde girişimcilerde 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. Ayrıca Barber ve Odean (2001) yaptıkları çalışmada erkeklerin, bayanlara göre kendilerine daha fazla güvendiklerini ve bu tür yanlış yatırım kararlarını verdiklerini tespit etmişlerdir. Profesyonel yatırımcılar aşırı güven sonucu oluşan yanlış sonuçları farklı nedenlere bağlama eğilimi göstermektedirler (Taner ve Akkaya, 2005:49).

Psikolojik çalışmalara göre; insanların önemli bir kısmı aşırı güvene sahiptirler. Aşırı güven; insanları, bilgilerini aşırı önemli tahmin etmeye, riskleri düşük tahmin etmeye ve olayları kontrol edebilme kabiliyetlerini abartmaya sürüklemektedir (Döm, 2003:61). Aşırı güvenli yatırımcılar yatırımları hakkında sahip oldukları bilgileri çok önemli görmekte, yatırımlarının karşılaşılabileceği riskleri önemsememekte ve genel ekonomiden fazla etkilenmeyeceklerini zannetmektedirler.

Genellikle, yatırımcıların halka açık bilgilere karşı özel bilgilerinin önemini abarttıkları anlamındaki yatırımcı aşırı güveni, oturmuş bir psikolojik olgudur ve hemşireler, mühendisler, avukatlar ve piyasa profesyonelleri gibi farklı meslek dizisindeki bireyler için böyle olduğu gösterilmiştir. Daniel ve diğ. (1998), Odean (1998) ile Hong ve Stein (1999), yatırımcı aşırı güveninin, borsalardan elde edilen hisse getirilerindeki otokorelasyon ve hisse fiyatlarının yeni bilgilere eksik reaksiyonu gibi birden fazla ampirik bulgunun açıklanmasında kullanılabileceğini göstermişlerdir. Barber ve Odean (2000 and 2001) ile Locke ve Mann (2001), bazı yatırımcıların aşırı güven sahibi

olduğunun ampirik delilini belgelendirmişlerdir. Bunun yanı sıra, Kyle ve Wang (1997), Benos (1998) ve Wang (2001) teorik olarak aşırı güven sahibi yatırımcıların borsada varlıklarını devam ettirebileceklerini ileri sürmektedir. Daniel ve diğ. (1998) modeli'ne göre; aşırı güven sahibi bir yatırımcı herkes tarafından alınan halka açık bilgi işaretlerinin değil de kendi özel bilgi işaretlerinin kesinliğini aşırı kestiren birisidir (Ekholm, 2006:140).

Kahneman ve Riepe (1998) de, insanların gerçekte olmayan bağlantılar kurarken ve belirsizlik altında olayları değerlendirirken aşırı güvenle hareket ettiklerini belirtmişlerdir (Döm, 2003:9). Barber ve Odean (2001) araştırmasında "Kişiler aşırı güvenli olduklarında Finans pazarında ne olur?" sorusuna şu yanıtları vermişlerdir. Kişiler aşırı güvenli olduğunda işlem hacmi yükselir, kendine güveni çok olan işlemciler az çeşitlenmiş portföyleri tercih ederler ve aynı derecede riskten kaçınmalarına rağmen daha riskli portföyleri tercih ederler. Aşırı güvenin derecesi dinamik olarak değişir. Bir yatırımcı işleme yeni başladığında aşırı güvenli değildir. Aşırı güven derecesi kişinin kariyerine yeni başladığı zamanlarda birkaç dönem yükselmeye başlar. İlk başarılar aşırı güveni artırır ve daha sonraları aşırı güven düşer (Karan, 2004:694).

Varlık fiyatlarının yatırımcı aşırı güveninden etkilendiğini öngören alternatif bir model geliştirilmiştir ve bu model etkin piyasaların rasyonel davranan yatırımcılar kavramını reddetmektedir. Aşırı güven teorisi tarafından önerilebilen portföy stratejileri anormal getiriler elde edilebileceğini söylemektedir. Bu stratejilerden gelen getiriler geleneksel risk ölçütleriyle açıklanamamaktadır (Daniel ve Titman, 1999:36).

Aşırı güven hipotezi yatırımcıların halka açık bilgileri sistematik olarak yanlış işlediğini öngörmektedir. Yatırımcı aşırı güveni, hisse fiyatlarını sistematik olarak saptırabilir ve farklı ülke ve farklı kültürlerde yatırım fırsatları oluşturabilir. Bir şirketin büyüme hızı aşırı güven yanlılığını etkileyen en önemli özellik olarak görünmektedir. Önemli sayıda araştırma insanların aşırı güven sahibi olduklarını ve yatırımcıların geleceği kestirme yetenekleri hakkında özellikle aşırı güven sahibi olduklarını belirtmektedir. De Bondt ve Thaler (1995), psikologların aşırı güveni, yaygın bir insan özelliği olarak kabul ettiklerini belirtmektedir. Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam (1998), aşırı güven davranışını içeren modellerini oluşturmuştur. Ayrıca De Bondt ve Thaler (1985), Odean

(1998) ve Daniel and Titman (1999), aşırı güvenle tutarlı olarak yorumladıkları çalışmalarını yapmışlardır (Scott ve diğ., 2003:80).

Bilişsel psikolojide önemli bir literatür insanların genellikle aşırı güven sahibi olduğunu ve özel olarak, bilgilerinin kesinliği hakkında aşırı güven sahibi olduklarını ortaya koymaktadır. Riskten kaçmada da durum bu şekilde olduğundan kuralın iyi bilinen bazı istisnaları vardır ama çoğu zaman insanlar aşırı güven sahibidir. Psikologlar insanların bazı bilgi türlerine sistematik olarak eksik ağırlık verdiklerini ve diğerlerine aşırı ağırlık verdiklerini bulmuştur (Odean, 1998:1888). Geçmiş görüş yanlılığı da aşırı güveni arttırmaktadır ve bize dünyanın gerçekte olduğundan daha kestirilebilir olduğunu düşündürmektedir (Bolhuis ve Goodman, 2005:69).

Fiyatı kabul edenler, içeriden öğrenenler ya da piyasa yapıcılar aşırı güven sahibi olduğunda alım-satım hacmi artmaktadır. Bu durum aşırı güvenin en güçlü etkisidir. Yakın zamanlı ampirik çalışmalar (Odean (1998), Statman ve Thorley (1998)) aşırı güvenin alım-satım hacmini arttırdığını göstermektedir (Odean, 1998:1888).

Aşırı güven sahibi yatırımcılar, piyasanın, rasyonel yatırımcıların bilgilerine eksik reaksiyon göstermesine yol açabilir ve bu durum seri olarak ilişkili pozitif getirileri doğurmaktadır. Getiriler, borsa yatırımcıları yeni bilgilere eksik ağırlık verdiğinde seri olarak pozitif ilişkili ve bu bilgilere aşırı ağırlık verdiklerinde seri olarak negatif ilişkilidir. Bu eksik ya da aşırı reaksiyonun derecesi, bilgilere eksik ya da aşırı ağırlık veren tüm yatırımcıların oranına bağlıdır. Çıkarıma dair psikoloji literatürünün gözden geçirilmesi, insanların soyut, istatistiksel ve yüksek oranda ilgili bilgilere sistematik olarak eksik ağırlık verdiğini ve belirgin, sistematik olmayan ve dikkat çeken bilgilere aşırı ağırlık verdiğini ortaya çıkarmıştır. Bu durum, piyasaların halka ilk arzlar (Ritter (1991) gibi bazı durumlara neden aşırı reaksiyon gösterdiğine ve kazanç duyuruları (Bernard ve Thomas (1989, 1990)), temettü başlatma (Michaely, Thaler ve Womack (1995)), hisse geri alımları (Ikenberry, Lakonishok ve Vermaelen (1995)) ve broker önerileri (Womack (1996)) gibi diğer durumlara neden eksik reaksiyon gösterdiğine ışık tutabilir.

Gervais ve Odean (2001) tarafından oluşturulan hipoteze göre; yatırımcı kendine aşırı güveniyorsa, elde ettiği kazançları kendi bilgisine ve kendi üstün seçme kabiliyetine bağlayarak sonraki dönemde daha fazla alım satım yapmaktadır. Aşırı güvenli

yatırımcıların neden olduğu işlem artışları borsanın yükselme dönemlerinde daha yoğun yaşanmaktadır (Korkmaz ve Çevik, 2007:140).

2.5.2.2. Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam Modelinde Yer Alan Kendine

Atfetme Davranışı

Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam Modelinde yer alan ikinci davranış “kendine atfetme” davranışdır. Ampirik psikoloji literatürü, aşırı güven davranışı gibi kendine atfetme davranışı üzerinde de durmaktadır. Kendine atfetme davranışı kısaca; bireylerin, eylemlerinin sonuçlarını gözlemledikçe kendi yeteneklerine dair güvenlerini yanlış şekilde güncellemeleridir. Atfetme teorisine Bem (1965) göre, bireyler eylemlerinin geçerliliğini onaylayan olayları çok güçlü şekilde yüksek yeteneklerine ve eylemi onaylamayan olayları harici gürültüye ya da sabotaja atfetmektedirler. Bu durum bireylerin geçmiş seçimleriyle çelişen bilgileri dahili olarak bastırdıkları bilişsel uyumsuzluk kavramıyla ilgilidir.

İnsanlar genellikle iyi sonuçların ve başarıların kendi yeteneklerinden ve kişiliklerinden, kötü sonuçların ise dışsal faktörlerden kaynaklandığını düşünmektedirler. Literatürde, kişilerin olumlu sonuçları kendilerine, olumsuz sonuçları ise başka insanlara ve dışsal nedenlere bağlaması kendine atfetme önyargısı olarak tanımlanmaktadır (Döm, 2003:62). Böyle bir durum kişinin olayları ve sonuçları objektif değerlendirememesine ve hatalarını düzeltmemesine neden olmaktadır. Tam da bu noktada, davranışsal finansın önemli bir iddiası dayanak bulmaktadır. Davranışsal finansın öne sürdüğü önemli bir iddia, yatırımcıların irrasyonel davranışlar gösterdiği ve bu irrasyonel davranışları tekrarladığıdır. Kendi hataları nedeniyle olumsuz sonuçlarla karşılaşan ancak olumsuz sonuçları; kendi hataları dışındaki faktörlere, kendine atfetme önyargısı nedeniyle, bağlayan yatırımcılar hatalarını görememekte ve düzeltmemektedir.

Kendine atfetme önyargısına göre kişiler olumlu sonuçları ve başarıları kendi yeteneklerine olumsuz sonuçları ve başarısızlıkları ise diğer insanlara, olaylara veya kötü şansa bağlamaktadır (Shefrin, 2000:128). Borsa yatırımcıları da, kendine atfetme davranışı nedeniyle, aldıkları hisselerin kazandırması durumunda bu başarıyı kendi analiz ve seçim yeteneklerinin üstünlüğüne bağlayabilmektedirler. Aksi durumda yani aldıkları hisselerin kaybettirmesi durumunda ise başarısızlığı kendileri dışındaki faktörlere (örneğin; ekonomiye veya uluslararası piyasalara) bağlayabilmektedirler.

Hem başarı hem de başarısızlık iyice analiz edilmediği için de yatırımcılar hatalarını görememekte ve davranışsal finansın iddia ettiği gibi hatalarını tekrarlamaktadırlar.

Kendine atfetme yanlılığı, temsililik yanlılığı, kurum-para etkisi ve kayıptan kaçınmayı içeren, alternatif ve popüler olan bir dizi davranışsal hipoteze karşı standart, rasyonel yatırımcı davranışının hipotezi test edildiğinde; borsadaki brokerların geçmiş alım-satım başarısını aşırı derecede kendi yeteneklerine atfettikleri görülmüştür. Ayrıca, borsa brokerlarının geçmiş alım-satım karlarını gelecek alım-satım fırsatlarının aşırı derecede temsilcisi olarak gördükleri ve karları büyüdükçe daha fazla risk aldıkları sonucuna ulaşılmıştır (Coval ve Shumway, 2005:3).

Yatırımcıların önemli bir kısmı kendi tahminlerine uygun gelen bilgileri abartırken, tahminlerine uymayan bilgileri ise önemsiz görmektedir. Örneğin; bir yatırımcı bir araştırma ve analiz sonucunda bir hissenin artacağı inancına sahip olduktan sonra hisse ile ilgili olumlu bilgileri çok önemsemekte, hisse ile ilgili olumsuz bilgileri ise az önemsemekte veya önemsememektedir.

İnsanların, belli bir inanca sahip olduktan sonra elde ettikleri bilgileri inançlarına uygun yorumladığına dair araştırma sonuçları elde edilmiştir. Kişiler inançlarını destekleyen bilgileri ilişkili ve güvenilir olarak yorumlarken, inançlarını desteklemeyen bulguları ilişkisiz ve güvenilir olarak yorumlamaktadır. İnanca uygun bilgilerin güçlü yönlerini dikkate alma, inanca uygun olmayan bilgilerin ise zayıf yönleri üzerinde durma da önemli bir etkiye sahip bulunmaktadır (Döm, 2003:75). Kişi artış sağlayacak faktörleri dikkate almakta ve doğrudan ilişki kurmakta ancak düşüşe neden olacak faktörleri dikkate almamakta ve tenkit etmektedir. Bunun sonucunda hisseye aşırı reaksiyon verilmektedir.

Yatırımcılar, daha iyi bildiklerini düşündükleri firmaların hisse senetlerine yatırım yaparlar. Şirketi herkesten daha iyi tanıdıklarını düşünürler. “tanıdıklarına yatırım olarak tanımlayabileceğimiz bu durumun bir diğer örneği de çalışanların çalıştıkları firmaların hisse senetlerine yatırım yapmalarınıdır (Özerol, 2011:120).

Bir yatırımcı özel bir işareti temel alarak alım-satım yapıyorsa, aynı işarete sahip olması durumunda daha sonraki halka açık bir işaretin alım-satımı (iyi haberler bir alımdan sonra ya da kötü haberler bir satıştan sonra gelir) onayladığı görülmektedir. Daniel ve

diğerlerinin modelinde; bir yatırımcının güvenin, halka açık onaylayıcı bilgi aldığında yükseldiği, onaylamayan bilgi aldığından düştüğü kabul edilmektedir. Bu nedenle, bir birey yetenekleri hakkında yanlı olmayan inançlarla yola çıkarsa ortalama olarak halka açık yeni işaretler kendi özel işaretinin geçerliliğini onaylıyor olarak görülür. Bu durum, halka açık bilginin önceki özel işarete daha fazla aşırı reaksiyonu tetiklediği anlamına gelmektedir. Devam eden aşırı reaksiyonun menkul kıymetler fiyatlarında momentuma yol açtığını bilinmektedir. Ama daha fazla halka açık bilgi, fiyatı kademeli olarak ortalamay doğru geriye çektiğinden bu momentumun en sonunda tersine döndüğü de görülür. Dolayısıyla, kendine atfetme, kısa vadeli momentum ve uzun vadeli tersine dönme anlamına gelmektedir.

Kendine atfetmeyi temel alan dinamik analiz, kurumsal olaylara gecikmeye bağlı bir yanıtta da yol açabilmektedir. Nakit akışı ya da kazanç sürprizleri ilk başta güveni güçlendirme eğilimindedir ve bu durum aynı yönlü ortalama hisse fiyatı eğilimine yol açmaktadır. Aşırı reaksiyonun daha sonra tersine dönmesi, buna karşı hisse fiyatı eğilimine yol açabilmektedir. Bu yüzden, bu analiz hem kazanç sürprizleriyle aynı yöndeki kısa vadeli duyuru sonrası hisse fiyatı eğilimleriyle hem de daha sonraki tersine dönmelerle tutarlıdır. Modelde, yatırımcılar geçerli özel bilgileri aşırı değerlendirmeleri ve bu kesinliğe dair yanlı güncellemeleri haricinde rasyonel olmalarıyla yarı rasyonel kabul edilmektedirler. Fiyat anomalilerini piyasa etkinsizliği olarak açıklayan modellere sık yapılan bir itiraz, tam rasyonel yatırımcıların yanlış fiyatlanmaya karşı alım-satım yoluyla kar ediyor olabilmeleridir. Eğer sermaye yarı rasyonellerden akıllı yatırımcılara akarsa en sonunda akıllı yatırımcılar fiyat belirlemede baskın duruma gelmektedirler (Daniel ve diğ., 1998:1842).

2.5.3. Hong ve Stein'in Modeli, Haber Avcılığı ve Momentum Davranışı

Hong ve Stein'in 1999 yılında yaptıkları çalışmada yer alan davranışsal finans modeli, kısmen rasyonel davranan iki yatırımcı grubu tarafından yönlendirilen bir piyasayı ele almaktadır. Birbirinden farklı davranışlar sergileyen bu iki grup "haber avcıları" ve "momentum yatırımcıları" olarak adlandırılmaktadır. Her bir haber avcısı bazı özel bilgilere göre hareket etmektedir ama geçmiş ve mevcut hisse fiyatlarından diğer haber avcılarının sahip olduğu bilgileri çıkartamamaktadır. Eğer bilgi, haber avcıları arasında kademeli olarak yayılırsa fiyatlar kısa vadede eksik reaksiyon göstermektedir. Eksik

reaksiyonun varlığı, momentum yatırımcılarının trendi kovalayarak kar edebileceği anlamına gelmektedir. Bununla beraber, momentum yatırımcıları yalnız fiyata göre alım satım yaptıkları için arbitrajdaki girişimleri uzun dönemlerde kaçınılmaz şekilde aşırı reaksiyona yol açmaktadır. Eksik ve aşırı reaksiyonların davranışsal açıklamasını geliştiren bu modelin ürettiği bir diğer çıkarım da; bilgiler haber avcıları arasında ne kadar yavaş yayılırsa momentumun da o kadar kuvvetleneceğidir (Hong ve Stein, 1999:2143).

Borsalarda orta vadeli momentum ve getirilerde kazanç sonrası sürüklenmeler görülmektedir. Bunlar sıra dışı yüksek geçmiş getiriler üretmiş ya da iyi kazanç haberlerine sahip olmuş hisselerin izleyen altı ila on iki ayda görece güçlü getiriler sağlamaya devam etme eğilimlerini açıklamaktadır (düşük geçmiş getiri ya da kötü kazanç haberlerine sahip olmuş hisseler için de tam tersi negatif yönde momentum hareketi görülmektedir). Borsada hisse fiyatlarında görülen momentum hareketinin varlığını gösteren çalışmalar arasında Jegadeesh ve Titman'ın (1993) momentuma dair ve Bernard ve Thomas'ın (1989, 1990) kazanç sonrası sürüklenmeye dair çalışmaları en önemlileridir (Hong ve Stein, 2007:109).

Hong ve Stein'in (1999) kademeli bilgi-yayıma modeli (haber avcıları ve momentum yatırımcıları modeli), hisse getirilerinin hem orta vadeli momentum hareketini hem de uzun vadede yaşanan tersine dönüşleri, farklı iki tip yatırımcı grubunun davranışları ile açıklamaktadır. Hong ve diğerleri 2000 yılında yaptıkları diğer bir çalışmada; momentumun kademeli bilgi akışından kaynaklanıp kaynaklanmadığını ve bilgilerin daha yavaş yayıldığı hisselerde daha fazla momentum olup olmalıydığını araştırmışlardır. Araştırma bulguları göre; momentum kademeli bilgi akışından kaynaklanmaktadır ve daha yavaş bilgi yayılımı momentumun kuvvetlenmesine neden olmaktadır (Hong ve diğ., 2000:294).

Hong ve Stein'in modelinde de; birleşik davranış modeli inşa etmeye dair Barberis ve diğerlerinin (1998) ile Daniel ve diğerlerini (1998) amaçlarının aynısı takip edilmektedir. Bununla birlikte, temel açısından farklı bir yaklaşım benimsenmektedir. Temsilci yatırımcının psikolojisine dair çok fazla şey söylemeye çalışmak yerine farklı davranışlar sergileyen iki tip heterojen yatırımcılar arasındaki etkileşimler üzerinde durulmaktadır. Genel olarak ifade etmek gerekirse; Hong ve Stein, modellerinde, eksik

reaksiyon ve aşırı reaksiyonu, borsa yatırımcılarının belli bilişsel yanlılıklarından daha fazla birbirleriyle etkileşim halinde hareket eden haber avcılarının ve momentum yatırımcılarının davranışlarına bağlamaktadır (Hong ve Stein, 1999:2144).

Hong ve Stein'in modeli, "haber avcıları" ve "momentum yatırımcıları" olarak adlandırdıkları iki tür yatırımcı üzerinde durmaktadır. Bu yatırımcı gruplarının hiç biri genel anlamda tam rasyonel davranmamaktadır. Her bir yatırımcı türü yalnız kullanılabilir halka açık bilgilerin bazı alt kümelerini değerlendirmektedir. Haber avcıları gelecek ile ilgili kararlar verirken, özel olarak gözlemledikleri işaretleri temel alarak tahmin yapmaktadır; sınırlamaları geçerli ya da geçmiş fiyatları dikkate almamalarıdır. Bunun aksine, momentum yatırımcıları geçmiş fiyat değişikliklerini temel alarak karar vermektedirler. Momentum yatırımcılarının, sınırlamaları ise, tahminlerinin temelde geçmiş fiyatlara dayanmasıdır (Hong ve Stein, 1999:2144).

Modelde, yatırımcıların, bilgi işleme yeteneklerindeki bu iki kısıta ilaveten bir varsayım daha bulunmaktadır: Özel bilgiler haber avcıları popülasyonunda kademeli olarak yayılmaktadır. Modelin tüm sonuç ve değerlendirmeleri bu üç ana varsayımdan kaynaklanmaktadır. Yalnız haber avcıları etkinken piyasada eksik reaksiyon olmaktadır ama asla aşırı reaksiyon görülmemektedir. Yeni bilgi fiyatlara yavaşça yansımaktadır. Kademeli bilgi dağılımı ve haber avcılarının fiyatları dikkate almaması nedeniyle fiyatlar yavaş yavaş değişmektedir.

Daha sonra momentum yatırımcıları modele eklenmektedir. Momentum yatırımcıları geçmiş fiyatları temel stratejileri gereği inceler ve haber avcılarınca geride bırakılan her türlü eksik reaksiyonu arbitraj yaparlar ve fiyatın yükselmesine neden olurlar. Bununla beraber, momentum yatırımcıları basit stratejilerle sınırlandırılmışsa tepkileri de yeterince isabetli olamamaktadır. Örneğin, bir momentum yatırımcısının t zamanında alım-satımını yalnız bazı önceki aralıklarda (ör: t - 2'den t - 1'e fiyat değişikliğine dayandırması gerektiği varsayılırsa) momentum yatırımcılarının, haber avcılarının neden olduğu eksik reaksiyondan kar etme çabaları isabetli olamamaktadır. Fiyatların ilk reaksiyonu gerçekten hızlandırılmıştır ve bu durumda herhangi bir habere karşı aşırı reaksiyon oluşmaktadır.

Yine, bu sonucun anahtarı momentum yatırımcılarının basit stratejiler kullandığı, yani halka açık tüm bilgileri dikkate almadıkları varsayımının sonucudur. Bir momentum

yatırımcısının, t zamanındaki işlemi, yalnız $t - 2$ 'den $t - 1$ 'e fiyat değişiminin bir işlevi olmakla kısıtlıdır, bunun devam eden bir hareket olması gerektiği açıktır. Ortalama olarak, bu basit kovalama stratejisi para kazandırmaktadır. Özellikle, bu strateji ile hareket eden ve başka bilgileri dikkate almayan momentum yatırımcıları, karlarının çoğunu "momentum döngüsünde" erkenden yani hareketin başlangıcında kazanmaktadır (Hong ve Stein, 1999:2145).

Hisse senedi getirilerinin doğrusal kestirilebilirliği incelendiğinde, bu kestirilebilirliğin zaman değişkenliğinden dolayı ortaya çıktığı görülmektedir. Bazı teorik modellere göre, arbitraj yatırımcılarının etkileşimi piyasa dinamiklerini tetikleyerek, büyük oranda temel dengeden sapmaya yol açmaktadır (McMillan, 2003:570).

Davranışsal bir modelin üç kritere göre değerlendirilmesi gerekmektedir: (1) Öncül olarak mantıklı ya da rastgele gözlemlerle tutarlı yatırımcı davranışı hakkında varsayımlara dayanmalı; (2) Açık bir şekilde anomaliyi açıklamalı ve (3) Test edilebilen ve sonuçta geçerliliği gösterilebilen bir dizi başka kestirimde bulunmalıdır (Hong ve Stein, 1999:2169).

Birinci kritere göre; Hong ve Stein'in modelinde, yatırımcı gruplarının sınırlanan rasyonelliğinin (kullanılabilir bilgilerin küçük bir alt kümesini işleme yeteneği olarak) belli şekilde yorumlanması, hem mantıklı hem de sezgisel olarak isabetli görülmektedir. Dahası, çalışmada bu şekilde sınırlanan rasyonellik basit momentum stratejileri üzerinde arbitrajcıların hareketlerini de dikkate almaktadır. Bu çıkarım, gerçek dünyada gözlenenle güçlü şekilde tutarlı olarak görünmektedir.

Modelin ana kavramsal katkısı, borsa yatırımcılarının bir grubu tarafından haberlere kısa vadede eksik reaksiyon varsa (arbitraj stratejileri düşünülerek) sonuç olarak uzun vadede de aşırı reaksiyon olması gerektiğini göstermektedir.

Son olarak, model fiyat anomalileri ile ilgili; birden fazla, test edilebilir yardımcı çıkarımı, gerçekten sunmaktadır. En önemlileri şunlardır: (1) Hem kısa vadeli süreklilik hem de uzun vadeli tersine çevirmeler bilgi yayılımının daha yavaş olduğu küçük şirketlerin hisselerinde daha fazla görülmektedir; (2) Başlangıçta özel olan bilgiye, halka açık haber duyurularına göre daha uzun vadeli aşırı reaksiyon olmalıdır ve (3)

Momentum yatırımcılarının davranışlarıyla getiri otokorelasyonlarının örüntüsü arasında bir ilişki olmalıdır (Hong ve Stein, 1999:2169).

Piyasadaki varlık fiyatlarının geçmiş verilerde gözlenenlere çok benzer bir olgu sergilediği görülmektedir. Özellikle, hisse getirileri yüksek ortalamaya sahiptir, aşırı derecede dalgalanır ve zaman serilerinde kayda değer derecede kestirilebilirler (Barberis ve diğ., 2001:48).

Finansal piyasaların etkinliği hakkındaki teorik görüşler, hayati biçimde rasyonel spekülasyonun piyasayı dengelemesine dayanmaktadır. Bu görüşler esas olarak rasyonel spekülörlerin "genel eğilimin tersine gittiğini" ve böyle davranarak fiyatları temel değerlere yaklaştırdığını söylemektedir. Araştırmalar, riskten kaçınma varken bu spekülasyonun etkinliğini sorgulamıştır. Figlewski (1979) temel riski, rasyonel spekülasyondan caydırıcı olarak vurgulamış ve DeLong, Shleifer, Summers ve Waldmann (1987) bizzat irrasyonel davranışın kestirilemezliğinin rasyonel spekülasyonu daha az etkin kılan bir risk kaynağı olabildiğini göstermiştir.

Hong ve Stein'in modeli ise bunun aksine pozitif geri bildirim yatırımcıları varken spekülörlerin genel eğilimin tersine gitmektense bu eğilime uymalarının rasyonel olabileceği düşüncesindedir. İrrasyonel hareket eden yatırımcıların gelecekte de hatalı satın alımlar yapacağını tahmin eden rasyonel spekülörler yarın daha yüksek fiyata satma ümidiyle bugün satın almaktadırlar. Dahası, rasyonel spekülörler tarafından satın alımlar pozitif geri bildirim yatırımcılarını daha da heyecanlandırabilir ve böylece fiyatlar temel değerlerden, rasyonel spekülörlerin yokluğunda ulaşacaklarından, daha da uzağa gidebilir. Rasyonel spekülörler tarafından alınan kararlı hale getirici arbitraj alımlarının boyutlarının küçük olabileceğini ileri süren önceki çalışmalardan farklı olarak, Hong ve Stein'in modelinde, arbitraj alımlarının varlık fiyatlarını olması gereken değerlere doğru hareket ettirmek yerine, tersi yönde daha da uzaklaştırdığı iddia edilmektedir (DeLong ve diğ., 1990:394).

Yaklaşık 38.000 hisse fiyatı ve kur tahmini temel alınarak, uzman olmayan yatırımcıların, fiyatlardaki aşırı geçmiş 'eğilimlerin' sürekliliğini beklediği görülmektedir. Bu yüzden, bunlar fiyatların yükseldiği piyasalarda iyimser ve düştüğü piyasalarda kötümserdirler. İlginç şekilde, yapılan araştırmada yer alan denekler hisse senedi ile ilgili tahminlerini geri plana iterek fiyat hareketlerine göre tahminler

yürütmektedir. Ayrıca algılanan risk hissenin önceki performansına da bağlı gözükmektedir (De Bondt, 1993:355). Bu sonuçlar, özellikle pek çok amatör bireysel yatırımcının, Hong ve Stein'in modelinde yer alan ve fiyatlara göre işlem yapan momentum yatırımcıları grubu içerisinde ele alınabileceğini göstermektedir.

Kısa vadeli fiyat sürekliliği anomalilerindeki ve hisse getirilerindeki dalgalanmalarda bilgi belirsizliğinin etkileri bulunmaktadır. İyi haberleri kötülerden ayırt etmek için analist tahminleri ve fiyat momentumu incelenmelidir. Bilgi belirsizliğini azaltmak için de firma büyüklüğü, firma yaşı, analist kazanç tahminleri, hisse dalgalanması ve nakit akışı dalgalanması dikkate alınmalıdır.

Halka açık yeni bilgiye ilk piyasa reaksiyonun yetersiz olduğuna dair açık delil bulunmaktadır. Bu nedenle momentum stratejisi özellikle yüksek belirsizlik olan hisselerde daha fazla kazanç elde etmeye yardımcı olmaktadır (Zhang, 2006:135).

Aşırı güvenli yatırımcılar, genellikle, son haftalarda hızlıca yükselen ellerindeki menkul kıymetleri satmaktadırlar. Ayrıca, önceki kazananları kaybedenlerden çok daha fazla satmaktadırlar. Bu tip davranışlar; yatırımcıların alabileceği çok sayıda menkul kıymetlerin değerlendirilmesinin zorluğuyla, yatırımcıların dikkatlerinin finans medyası gibi dış kaynaklar tarafından yönlendirilmesine izin verme eğilimleriyle bağlantılıdır. Satın alımlar ve satışlardan sonraki getiri ilişkilerinin anlaşılması daha zordur. Bu yatırımcıların bazılarının aşırı değerlendirilen momentum menkul kıymetlerinin yükselmesine katkı sağlayan son alıcıların arasında ve bu menkul kıymetler düştüğünde ilk kayba uğrayacaklar arasında olmaları mümkündür. Daha kesin olan ise bu yatırımcıların bir şekilde yanlış yorumladıkları faydalı bilgilere gerçekten sahip olduklarıdır (Odean, 1999:1296).

Hisse senetlerinin bazen herhangi bir kişinin tahmin ettiği değer üzerinden satılmadığı ve alıcıların çılgın bir fiyat dalgasına kapıldıkları konusunda, çok kapsamlı kanıtlar geçmişte piyasada gözlemlenmiştir. Piyasa profesyonellerinin, yüzyılın dönümündeki internet balonu da dahil, yirminci yüzyılda yaşanan birçok spekülatif çılgınlıktan büyük ölçüde sorumlu olduğu kabul edilmektedir. Piyasa fiyatları üzerinde bu tür psikolojik etkiler bulunması, yatırımcıların, piyasa fiyatlarını gerçek değeri yansıtan veriler olarak kabul etmeme olasılığını doğurmaktadır (Malkiel, 2007:210).

Bir yatırımcının pozitif bir hisse getirisi elde etmesi, yatırımcının ortalama hisse getirisi kestirimini yukarıya doğru revize etmesine yol açmaktadır. Bu ise geçmiş hisse getirilerini beklenen gelecek hisse getirileriyle pozitif ilişkili yapmaktadır (Campbell, 2000:1542).

Jegadeesh ve Titman (2001) yılında yaptıkları çalışmada; momentum karları için daha önce Jegadeesh ve Titman (1993) tarafından belgelendirilen çeşitli açıklamaları incelenmektedir. Jegadeesh ve Titman (1993) örneklem döneminden sonraki sekiz yıl içerisinde de daha önceki dönemlerdeki karlara dikkat çekici derecede benzeyen momentum karları bulmuştur. Piyasa katılımcılarının, momentum yatırım stratejilerini değiştirmedeği görülmektedir. Jegadeesh ve Titman (2001), momentum karları hakkında daha fazlasını öğrenmek için tutma sonrası dönemdeki momentum portföylerinin getirilerini incelemişlerdir. Conrad ve Kaul (1998); Barberis ve diğ. (1998); Daniel ve diğ. (1998); Hong ve Stein'in (1999) çalışmalarındaki bulgular yatırımcıların momentum stratejilerini sıklıkla kullandığını göstermektedir (Jegadeesh ve Titman, 2001:718).

Chen ve diğerleri 2002 yılındaki çalışmalarında; iki temel sonuç üzerinde durmaktadır. Birincisi, açığa satış kısıtlamaları, denge hisse fiyatlarını ve beklenen getirileri etkilemektedir. İkincisi, defter/piyasa oranı, kazanç/fiyat oranı ve momentum stratejileri gibi getirileri tahmin etmede kullanılan yöntemlerin de, açığa satış kısıtlamalarından etkilendiği görülmektedir. Hong ve diğerlerinin (2000) çalışmasında da momentum stratejilerinin düşüş sırasında kullanılmakta olduğu vurgulanmıştır (Chen ve diğ., 2002:201).

Borsadaki hisse senetlerinin değeri hızla yükselirken yatırımcıların çabuk zengin olma isteği doğal olarak harekete geçmekte ve yatırımcıları alım yapmaya yönlendirmektedir. Ters durumda yani borsadaki hisse senetlerinin değeri düşerken, yatırımcılar, zenginlik düzeylerini korumak istemektedirler. Bu, borsanın fiyat hareketlerine gösterilen psikolojik ve davranışsal bir reaksiyondur. Yatırımcılar, hisse fiyatlarındaki artışlara tepki olarak satın alma ve hisse fiyatlarındaki düşüşe tepki olarak satma davranışı gösterirlerse; böyle bir durumda önceki fiyat değişimlerine yönelik yatırımcı tepkileri, yükselmekte olan fiyatın daha da fazla yükselmesine, düşmekte olan fiyatın daha da fazla düşmesine yol açarak fiyatların aşırı dalgalanmasına neden olmaktadır. Aşırı

reaksiyonun nedenlerinden birisi olan fiyat hareketinden etkilenip, alım yapmak belli bir dönem kısır döngü oluştursa bile sonsuza kadar süremez ve oluşan fiyat balonu patlar. Çünkü fiyat artışları, sadece yeni fiyat artış beklentilerinden kaynaklanmaktadır ve başka reel bir veriye dayanmamaktadır. Yatırımcılar, fiyat artışının süreceğini düşünerek hisseyi almaktadırlar ve bu alımlar da hisse fiyatının artmasının gerçek nedeni olarak karşımıza çıkmaktadır. Hisse fiyatları reel ekonomik bir nedenden dolayı değil, yatırımcıların alım yapmalarından dolayı yükselmektedir (Shiller, 2005:63).

Hong ve Stein'in (1999) davranışsal modeli bilgilerin kademeli olarak piyasada yayıldığını vurgulamaktadır ve hisse getirilerinin hem orta vadeli momentumunu hem de uzun vadeli tersine dönüşlerini, yatırımcıların davranışlarının birbirini etkilemesi açısından incelemektedir. Bu modele göre; momentum kademeli bilgi akışından kaynaklanmaktadır ve bilgilerin daha yavaş yayıldığı hisselerde daha fazla momentum görülmektedir. Hong ve Stein'in 1999 yılında geliştirdiği model ile uyumlu sonuçlara Hong ve diğerlerinin (2000) çalışmasında da rastlanmıştır. Hisse fiyatlarındaki momentum hareketi, hisse ile bilgilerin piyasada kademeli olarak yayılmasından kaynaklanmaktadır (Hong ve diğ., 2000:294).

Bange (2000) küçük bireysel yatırımcıların, tahminlerini ve yatırım kararlarını anketler üzerinden analiz etmiştir. Anketlerden birisinde; katılımcılara, hisse senedi piyasasının gelecek altı ay içerisinde yön olarak "bullish" artan mı, "bearish" azalan mı yoksa nötr mü olacağı ile ilgili tahminleri sorulmuştur. İkinci ankette de katılımcılara portföylerinin oran olarak ne kadarını hisse senetlerine hangi dönemde yatırdıkları sorulmuştur. Anket sonuçları, yatırımcıların tahminlerini gecikmeli olarak yatırımlarına yansıttığını göstermektedir. Ayrıca, yatırımcılar, portföylerindeki hisse senedi oranını piyasa yükseldikten sonra arttırıp, piyasa düştükten sonra ise azaltma eğilimi göstererek; artanları alma, azalanları satma şeklindeki momentum hareketine katılmaktadırlar (Ülkü, 2001:115). Amerika'daki bireysel yatırımcıların borsadaki fiyat hareketlerinden ve trendlerden etkilenerek momentum yatırımcısı gibi hareket ettiği bu araştırmanın sonuçlarına bakılarak söylenebilir. Çünkü piyasa genelinin yükselmesi veya düşmesi, bireysel yatırımcıların, portföyleri içerisindeki hisse senedi oranını değiştirmelerine neden olmaktadır.

Hisse senedi fiyatlarındaki hareketler, Şu veya bu Şekilde halkın, yatırımcıların güvenini etkileyerek ekonomiyi yönlendirmektedir. Hisse senetlerinin yükseliŐte olduğu dönemde, güven artmaktadır. İnsanları daha fazla satın almaya teşvik etmektedir. Dolayısıyla Şirket karları yükselmektedir. Şirket karlarının artması da hisse senetlerinin değerini daha da arttırmaktadır. Bu döngü; fiyat artışlarının, yeni fiyat artışlarını tetiklemesi Şeklinde devam eder ancak bir süreliğine ve daralma aşamasında ekonomi küçülürken, hisse fiyatları da negatif etkilenmektedir. Yani hisse senedi fiyatları düŐtükçe artış döngüsü ters yönde iŐler ve düşüş döngüsü oluşur yatırımcıların bir kısmı, bunun gibi kapsamlı döngüleri düşünmekte ve kavramakta zorlanmaktadırlar (Akerlof ve Shiller, 2010:168).

Geçmiş fiyat hareketlerini dikkate alarak işlem yapma davranışı çeşitli çalışmalar ile araştırılmıştır. Bunlardan Adreassen ve Kraus'un 1990 yılında yaptığı deneysel çalışmada; deneye katılan kişilerin, kendilerine sadece geçmiş fiyat hareketleri ile ilgili bilgi verildiği zaman, geçmiş fiyat hareketlerini baz alarak hareket ettiği bulunmuştur. Örneğin son dönemde artmakta olan hisselerin artmaya devam edeceğini tahmin ederek alım yapan kişiler, son dönemde düşmekte olan hisselerin düŐmeye devam edeceğini düşünerek alımdan kaçınmıŐlardır. Geçmiş fiyat hareketlerinin takip edilmesi ile ilgili bir diğer çalışma da De Bondt'un 1993 yılında yaptığı çalıŐmadır. Bu araştırmanın sonuçları, Adreassen ve Kraus'un araştırma sonuçları ile uyumludur. De Bondt, yatırımcıların geçmiş fiyat hareketlerini baz alarak, işlem yaptığına dair kanıtlar tespit etmiştir. Yatırımcılar artış trendini gördüklerinde alım, düşüş trendini gördüklerinde ise satış yapmaktadır (Döm, 2003:133).

Bazı ekonomistler, fiyatın yatırımcı psikolojisini etkilemesini rasyonelliğe uygun bulmadıkları için kabul etmek istemezler. Ancak rasyonel bir tespit yapmak gerekirse; borsadaki fiyat hareketi yatırımcıların psikolojisini etkilemekte, etkilenen yatırımcı psikolojisi de geri dönüşlü olarak borsadaki fiyatı etkilemektedir. Aslında bu durum insanın yapısı ve psikolojik özellikleri dikkate alındığında son derece rasyonel ve olması gereken bir sonuçtur. Bu döngüde insan psikolojisi de yer aldığı ve insan psikolojisini sayısal olarak ifade etmenin standart bir yöntemi olmadığı için, piyasanın anlaşılmasını güçleŐtirmektedir. Buna ek olarak; farklı ülkelerde ve farklı kültürlerde güven ve adalet algıları arasındaki farklar, Şirketin gelişimini ve Şirketin hisse senedine

olan güveni aynı şiddette etkilememektedir. Bazı ülkelerde negatif yönlerine rağmen; şirketler destelenmekte, şirketlerin negatif yönleri zaman içerisinde düzeltilmekte ve şirket güçlenmektedir. Örneğin Japonya’da yatırımcılar kültürel faktörlerin de etkisi ile, Japon şirketlerinin olumsuz durumlarında, başka ülke insanları kadar şirketin başarısından ve geleceğinden endişe ederek, satış psikolojisine yönelmemektedir. Bu nedenle başarılı veya başarısız şirketlerin hisse senetleri her ülkede aynı fiyat hareketini göstermemekte ve fiyat hareketleri de yatırımcı psikolojisini aynı şiddette etkilememektedir (Akerlof ve Shiller, 2010:173). İMKB’nin de gelişmekte olan bir borsa olması ve gelişmiş borsalara kıyasla belirsizliğin daha fazla görülmesi, bilgiye değil fiyata göre işlem yapmayı yani momentum etkisi altında işlem yapmayı fazlaştırmaktadır.

Bilgiye dayalı işlem yapan yatırımcılar da, piyasada söylenti tacirlerinin etkili olduğunu görmeye başladıkları zaman, yükselmekte olanları alma ve düşmekte olanları satma şeklindeki momentum hareketine katılmaktadır. Söylenti tacirleri fiyat hareketleri ile doğrudan ilişkisi olmayan gelişmeleri, haberleri ve bilgileri sürü davranışı oluşturacak şekilde piyasaya yayan kişilerdir. Söylenti tacirleri geçmiş fiyat hareketlerine göre işlem yapma (momentum) davranışının artmasına neden olan yatırımcılardır. Söylenti tacirlerinin kendisi de momentum yatırımcısıdır (DeLong ve diğ., 1990:356). Momentum hareketinin etkisi altında işlem yapan yatırımcılar, ekonomi ve hisse senetleri ile ilgili verilerden çok endeks ve hisse fiyatlarının hareketleri ile ilgili gelişmelere odaklanmaktadır.

Piyasa oyuncularının çok sevdiği bir ifade “trend is your friend” yani makro düşünme, gelecekte olabilecek şeyleri tahmine çalışma, olması gereken şeyleri boşver.” yani trende göre hareket et sürüye göre işlem yap demektir (Özerol, 2011:129). Fiyatlar artıyorsa al, trend aşağı yönlü ise sat stratejisi (momentum davranışı) sürü psikolojisinden kaynaklanmaktadır.

Finansal piyasalardaki yatırımcıların, başarılı bir yatırım yapmak için diğer yatırımcıların ne yapacaklarını önceden tahmin etmesi gerektiği düşünülmektedir. John Maynard Keynes (1936), finansal piyasaları, herkesin birbirinin tahminini öğrenmeye çalıştığı bir ortama benzetmektedir. Ünlü yatırımcı George Soros da yatırımcıların diğer yatırımcıların niyetlerini kestirme ihtiyacına vurgu yapmıştır. Birçok durumda,

yatırımcılar, diğer insanların ne yapmak üzere olduğunu düşünerek işlem yapmaktadır. Örneğin; diğer yatırımcıların büyük miktarda Japon Yeni almak istediklerini sanan birisi, Japon Yeni alma konusunda cesaretlenecektir. Ekonomistler, diğer yatırımcıların stratejilerini taklit etme güdüsünü “stratejik tamamlayıcılık” olarak ifade etmektedir (Balı ve Büyükşalvarcı, 2011:22).

Kişiliğin ve davranışların gelişiminde sosyal çevrenin belirleyiciliği oldukça fazladır ve birey ancak toplumla birlikte hareket ederek birey niteliğini kazanır (İnanç ve Yerlikaya, 2011:43). Yatırımcılar da çevrelerindeki diğer yatırımcılar ile birlikte hareket ederek kendi yatırımcı kişiliklerini oluşturmaktadır.

Yatırımcılar, diğerlerinin yaptığını veya yapacaklarını düşündükleri işlemleri taklit ettikleri zaman, kendini gerçekleştiren kehanetler veya kendini gerçekleştiren tahminler ortaya çıkmaktadır. Örneğin; finansal krizlerde veya hisse senetlerinin hızlı düşüşlerinde yatırımcılar, diğerlerinin düşüş beklentisine girdiğini ve satış yapacağını düşününce, satışlar başlamakta ve gerçekten düşüş yaşanmaktadır (Balı ve Büyükşalvarcı, 2011:23).

Rasyonaliteden ziyade, psikolojik özelliklerden kaynaklanan davranışlar bazen yatırımcı duyarlılığı (investor sentiment) olarak tanımlanırken, bazen de rasyonel olmayan yatırımcılar veya uzman olmayan yatırımcılar olarak da tanımlanabilmektedir. Kyle (1985) ve Black (1986) ise bu tür yatırımcıları söylenti taciri olarak tanımlamaktadırlar. Çünkü bu tür yatırımcılar rasyonel davranışları için gereken dikkate ve uzmanlığa sahip değildir ve psikolojik faktörlere göre işlem yapmaktadırlar (Döm, 2003:11).

Bilinçsiz ve cahil bir yatırımcı kitlesi finansal krizlerin oluşmasında önemli roller oynamaktadır. Anlaşılacağı üzere, hisse senedi piyasalarındaki yatırımcıların profili, o piyasaların daha sağlıklı bir işleyiş mekanizmasına sahip olabilmesi için oldukça önemlidir (Akbulut ve Kaderli, 2009:216).

Borsa ile ilgili, çoğu zaman olumsuz haberler, yorumlar bulunabilir. Yatırımcılar, medya haberlerinden etkilenip hisse satışı yapmamalıdır. Bir hisse senedinin satılmasının sebebi şirketin durumunun olumsuz hale gelmesi olmalıdır. Ancak çoğu yatırımcı medyadaki olumsuz yorumlara bakarak ellerindeki hisseleri satmaktadır bu

durum da göstermektedir ki; yatırımcılar yönlendirilebilmektedir (Lynch ve Rothchild, 2002:353).

Yatırımcıların, benzer şekilde yanlış düşünerek hareket ettiği görülmektedir. Bu genel durum söylenti tacirleri söylentilerin etkisinde kalarak birbirini taklit ettiği ve sosyal davranma kavramı içerisinde doğru hareketlerle birlikte yanlış hareketleri de taklit ettiği zaman şiddetlenmektedir (Döm, 2003:11).

Pişmanlıktan kaçma duygusu yatırımcıları sürü davranışında bulunmaya iterek, onları pişmanlığa karşı dolaylı bir sigorta sağlayan saygı duyulan büyük firmalara yatırım yapmaya yöneltmektedir (Karan, 2004:696). Borsalarda geçmiş veriler incelendiğinde, genellikle büyük fiyat hareketlerini, büyük fiyat hareketleri; küçük fiyat hareketlerini ise küçük fiyat hareketleri takip etmektedir (Bolgün ve Akçay, 2005:42). Çok sayıda yatırımcı aynı yönde hatalı işlemleri adeta birbirini taklit ederek yapmaktadır. Bireysel yatırımcıların yanısıra başkaları adına işlem yapan profesyonel yatırımcılar da saygınlığını koruma (reputational) veya diğerlerinden farklı olmama adına hataları taklit edebilmektedir. Kazanan hisseleri alma ve kaybedenleri satma davranışı çoğu yöneticinin insanlar tarafından özellikle kısa vadede başarılı kabul edilmesini sağlamaktadır. Ama uzun vadede düzeltme gerçekleştiğinde herkes aynı sonuç ile karşılaştığı için başarısızlık normal kabul edilmektedir (Döm, 2003:11).

Borsalarda çeşitli zamanlarda grup hareketleri yaşanmaktadır. Alım yönlü veya satış yönlü toplu hareket, bir bakıma sürü psikolojisidir. Buna göre eğer yatırımcılar işlerin iyi gitmeyeceğini düşünürlerse piyasanın yönü aşağı olmakta ve sizin elinizde piyasanın en sağlam şirketinin hisselerinin olması bir şey ifade etmemektedir (Özerol, 2011:132). Yatırımcılar sadece hisseleri takip etmemekte, diğer yatırımcıları da gözlemleyerek etkilenmektedir. Bilgilerin ve gözlemlerin etkisi altında oluşturulan inançlar ve tahminler özellikle belirsizliğin olduğu durumlarda insanların rasyonel davranmasını engelleyebilmektedir. Yatırımcılar, özellikle belirsizliği azaltamadıkları durumlarda çoğunluğun yaptığını yaparak bir çeşit psikolojik rahatlama yaşamaktadır.

Son otuz yıl içinde borsa profesyonel yatırımcılar sürüsünün kontrolü altına girmiştir. Bu durum araştırma yapan ve bildiği şirketlere yatırım yapan bireysel yatırımcılar için önemli fırsatlar sunmaktadır. Çünkü profesyoneller belirli kalıplar içinde düşünmekte ve hareket etmektedir. Hatta çoğu zaman birbirlerini taklit ederek sürü halinde alım

satım yapmaktadırlar. Bu durum da profesyonellerin bazen önemli alım fırsatlarını gözden kaçırmalarına neden olmaktadır. Bireysel yatırımcılar ise bir kaç şirketi sürekli takip ederek gözlemlerine dayanarak değerlendirebilmekte ve profesyonellerden önce alım yapabilmektedirler (Lynch ve Rothchild, 2002:351).

Yale Üniversitesi ekonomisti Shiller'e göre; Amerika'da 2002 yılında, borsayı kontrolden çıkaran ve aşırı yükselişe ardından da düşüşe yol açmış olan, piyasada yaşanan spekülasyon çöşku ve insanların sürü davranışı göstermesidir (Balı ve Büyüksalvarcı, 2011:165).

BÖLÜM 3: İMKB'DE İŞLEM YAPAN BİREYSEL YATIRIMCILARIN DAVRANIŞ BİÇİMLERİNE YÖNELİK BİR ARAŞTIRMA

Birinci ve ikinci bölümlerde, tezin kavramsal boyutunu oluşturmak amacıyla; özellikle davranışsal finans, yatırımcı davranışları ve davranışsal finans modelleri ile ilgili literatür incelenmiş ve tartışılmıştır. Böylece çalışmanın araştırmasını gerçekleştirecek temel yapı sağlanmıştır. Bu bölümde öncelikle bireysel yatırımcıların davranışlarını araştırmaya ilişkin araştırma yöntemi belirlenecek daha sonra araştırmadan elde edilen veriler analiz edilerek araştırma bulguları sunulacaktır.

3.1. Araştırmanın Amacı

Bu araştırmanın temel amacı, “ Türkiye İMKB’de işlem yapan bireysel yatırımcıların davranışlarını, davranışsal finansın üç modeli açısından değerlendirmektir”. Davranışsal finans literatüründe yer alan; Barberis vd. (1998) modeli, muhafazakarlık ve temsililik davranışı gösteren yatırımcıların anomalilere neden olduğunu iddia etmektedir. Bu araştırmada modelin iddia ettiği muhafazakarlık ve temsililik davranışlarının Türkiye’deki bireysel yatırımcılarda olup olmadığını ve ne oranda olduğunu tespit edilmeye çalışılmıştır. Daniel ve diğ. (1998), modelinde iddia edilen aşırı güven ve kendine atfetme davranışlarının da Türkiye’deki bireysel yatırımcılarda da olup olmadığını ve ne oranda olduğunu tespit etmeye çalıştık. Ayrıca Hong ve Stein’in (1999) modelinin iddiası olan haber avcılığı ve momentum yatırımcılığı davranışları da ankette yer alan sorular ile ölçülmeye çalışılmıştır.

Davranışsal finans literatüründe normal şartlar altında; etkin piyasa teorisine göre, kişilerin her zaman rasyonel tercihler yapması ve tercihlerini yaparken bilgiyi esas alması beklenmektedir. Bu beklentinin aksine, yatırımcılar pek çok defa psikolojik faktörlerin ve önyargıların etkisi ile rasyonel davranmamaktadır. Yatırımcıların yeni bilgiden değil de, psikolojik faktörlerden etkilenecek işlem yapması, yatırımcı psikolojisinin incelenmesi ihtiyacını ortaya çıkarmıştır. Literatürde özellikle incelenen aşırı reaksiyon(overreaction) ve eksik reaksiyon (underreaction) yatırımcı psikolojisine bağlı önemli piyasa hareketleri olarak önümüze çıkmaktadır. Pek çok çalışma, aşırı reaksiyonu ve eksik reaksiyonu davranışsal finans ekolü çerçevesinde, insan

psikolojisini dikkate alarak incelemiştir. Anket çalışması ile aşırı reaksiyon, düşük reaksiyon ve bunların nedenlerini ortaya çıkarmaya çalışan ve psikolojik faktörlere dayanan modeller ele alınacaktır. Özellikle davranışsal finans çevrelerinde kabul görmüş üç model ve bu modellerin aşırı reaksiyonun ve eksik reaksiyonun nedeni olarak ileri sürdüğü psikolojik faktörlerin Türkiye'deki bireysel yatırımcılarda ne oranda olduğunu tespit etmek tezin temel amaçlarıdır. Tezin uygulama bölümünde; üç davranışsal modelin iddia ettiği psikolojik faktörlerden hangilerinin, İMKB'de yatırım yapan bireysel yatırımcılar üzerinde ne oranda etkili olduğu ortaya çıkarılmaya ve açıklanmaya çalışılmıştır. İMKB'de işlem yapan bireysel yatırımcıların davranışsal finansın üç modelinde üzerinde durulan davranışları gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla hazırlanan anket soruları veri toplamak için kullanılmıştır. Ayrıca, bireysel yatırımcılarda en fazla hangi davranışın veya davranışların etkili olduğu da anlaşılmasına çalışılacaktır.

Araştırmanın temel amacının yanı sıra konu bütünlüğü açısından çeşitli alt amaçları oluşturulmuştur. Bu alt amaçlar aşağıdaki gibidir:

- Türkiye İMKB'de işlem yapan bireysel yatırımcıların finansal davranışlarını boyutlandırmak.
- Demografik özellikler ile davranışsal finansın modellerinde yer alan davranışlar arasındaki ilişkiyi incelemek ve farklılık testleri yapmak.
- Uluslararası literatürde geçerliliği tartışılan davranışsal finansın üç modelini, yapısal eşitlik modellemesi ile Türkiye ölçeğinde test etmek.

3.2. Araştırmanın Önemi

Hisse senedi borsalarında meydana gelen hareketlerin analiz edilmesinde diğer faktörlerin yanı sıra, yatırımcı davranışları ve yatırımcı profili büyük bir önem arz etmektedir. Çünkü borsada işlem yapan yatırımcıların kalitesi arttıkça, o borsada işleyişin ve fiyat oluşumunun daha etkin ve verimli bir biçimde gerçekleşeceği aşikârdır. Bu öneme rağmen yatırımcı profili ve davranışları ile ilgili olarak yapılan ampirik çalışmalar oldukça sınırlıdır (Akbulut ve Kaderli, 2009:212).

Davranışsal finans teorisyenleri, gerçek piyasa ortamlarında ve hazırlanmış simule piyasa ortamlarında kendi anketlerini ve deneylerini yapmışlardır. De Bondt'un (1993)

ve Odean'ın (1998) piyasa koşullarında yaptıkları araştırmalar bunlara iki önemli örnektir. Muradoğlu (1996), De Bondt'un (1993) çalışmasına benzer olarak yaptığı çalışmada; işletme bölümü öğrencilerine ve portföy yöneticilerine yönelik deneysel sorular yönelmiştir. Araştırmanın amacı; kişilerin yaptıkları tahminlerin, geçmiş fiyat hareketlerinin trend halinde devam edeceği şeklinde olup olmadığıdır. Araştırma sonuçları göstermiştir ki; hem işletme bölümü öğrencileri hem de portföy yöneticileri trend takipçisi gibi davranmakta ve geçmiş fiyat hareketlerinin devam edeceğini tahmin etmektedir. Ayrıca uzman yatırımcı olan portföy yöneticilerinin aşırı güven göstererek amatör yatırımcı olan öğrencilerden daha kesin tahminler yaptığı da ortaya çıkarılmıştır. Araştırmanın sonucu olan; hem amatör hem de uzman yatırımcıların geçmiş fiyat hareketlerine bakarak tahminler yaptığı gerçeği etkin piyasalar teoreminin "rasyonel beklentiler" varsayımına uygun değildir ve teoremin iddiası üzerinde düşünülmesi gerektiğini göstermektedir (Ülkü, 2001:114).

Sosyal psikolojinin yatırımcıları da oldukça fazla ilgilendiren önemli bir tavsiyesi şudur; kişilerin farkında olmadan yaptıkları algılama ve karar verme hataları konusunda bilgilenmesi ve dikkatlerinin çekilmesi gerekmektedir. Böylece söz konusu hataların daha az tekrarlanmasına ve minimize edilmesine katkı sağlanacaktır (Ülkü, 2001:131). Bu kapsamda; davranışsal finansın üç modelinin iddia ettiği davranışların (muhafazakarlık, temsililik, aşırı güven, kendine atfetme, haber avcılığı ve momentum davranışları), İMKB'de işlem yapan bireysel yatırımcılarda olup olmadığı araştırılmalıdır. Cevaplanması gereken önemli sorulardan bazıları şunlardır; yatırımcıların kaç tanesinde hangi psikolojik yanlılgılar etkili olmaktadır, en fazla hangi psikolojik durum veya durumlar yatırımcıların kararlarını etkilemektedir. Yatırımcıların algıma hataları en çok hangi durumlarda ve zamanlarda ortaya çıkmakta ve işlemlerini nasıl etkilemektedir. Bu tür soruların cevapları verildikçe yatırımcıların davranışları anlaşılabilir, borsanın daha dengeli ve etkili bir fiyatlandırma ortamına ulaşması düşünülebilir.

3.3. Araştırmanın Kapsam ve Kısıtları

İMKB'de işlem yapan bireysel yatırımcıların davranışlarını tespit etmeye yönelik hazırlanmış olan 44 soruluk anket 1 Mart 2011 ile 20 Kasım 2011 tarihleri arasında, verileri toplamak amacıyla İstanbul, Ankara, İzmir, Bursa, Balıkesir, Sakarya, Aydın,

Tokat, Düzce, Zonguldak, Bolu, Eskişehir, Batman illerinde oturan toplam 408 bireysel yatırımcıya uygulanmıştır. Araştırmanın kurumsal yatırımcıları kapsamaması, bir kısıt olarak değerlendirilebilir.

Anket içeriği hazırlanırken davranışsal finans literatüründe yer alan; Barberis vd. (1998) modeli muhafazakarlık ve temsililik davranışı gösteren yatırımcıların anomalilere neden olduğunu iddia etmektedir. Araştırma ile modelin iddia ettiği muhafazakarlık ve temsililik davranışlarının Türkiye'deki bireysel yatırımcılarda olup olmadığı ve ne oranda olduğu tespit edilmeye çalışılmıştır. Ayrıca Daniel ve diğ. (1998) modelinde iddia edilen aşırı güven ve kendine atfetme davranışlarının da Türkiye'deki bireysel yatırımcılarda olup olmadığı ve ne oranda olduğu tespit edilmeye çalışılmıştır. 3. Modelin iddiaları olan haber avcılığı ve momentum davranışları da ankette yer alan sorular ile ölçülmeye çalışılmıştır. Araştırma, davranışsal finans literatüründeki her bir davranış ile ilgili detaylı davranış analizlerine girmemiş yalnızca davranışsal finansın üç temel modeliyle ilgilenmiştir. Bu durum davranışsal finans konusunun bütünlüğünün incelenmesi açısından bir kısıt oluşturabilir.

3.4. Araştırma Sürecinin Belirlenmesi

Araştırma sürecinin belirlenmesinde amaç, birinci ve ikinci bölümlerde ulaşılan bilgiler doğrultusunda araştırmanın amacını gerçekleştirmek için gerekli olan birincil verilerin bilimsel araştırma yöntemleri doğrultusunda sağlanmasıdır. Bu kapsamda ilk olarak araştırmanın çerçevesi belirlenmiştir. Daha sonra araştırmanın amaçları doğrultusunda araştırma değişkenleri açıklanmıştır. Bu aşamayı veri toplamak için kullanılacak olan yöntemin süreci, örneklemin belirlenmesi, veri toplama tekniğinin ön (pilot) uygulamasının yapılması ve toplanan verilerin analizinde kullanılacak istatistiksel testlerin belirlenmesi takip edecektir.

Davranışsal finans modelleri gittikçe artan bir ilgiyle takip edilmekte ve ele alınmaktadır. Borsalardaki fiyat dalgalanmalarını anlayabilmek için yatırımcı davranışlarının anlaşılması gerekmektedir. Akademisyenler ile yapılan görüşmeler sonucunda bireysel yatırımcıların davranışlarını anlamaya yönelik ampirik bir tez çalışmasının finans literatürüne katkı sağlayacağı düşünülmüş ve bu nedenle araştırma bu alanda yapılmıştır. Ulusal ve uluslararası finans literatüründe yer alan borsa ve yatırımcılar ile ilgili eserler incelendikten sonra içerik ve anket hazırlanmıştır. Yatırımcı

davranışlarını dikkate alan üç modelin iddiaları ile ilgili olarak araştırmanın hipotezleri oluşturulmuştur. Benzer anketler ve literatür incelenerek ilk etapta 100 soru hazırlanmıştır. Daha sonra alanda uzman hocalar ile görüşülerek soru sayısı 44'e indirilmiştir. Örneklem hesaplamaları sonucunda anket formları deneklere dağıtılmıştır. 408 bireysel yatırımcıya uygulanan anket verileri SPSS Programı yardımıyla analiz edilmiştir. Verilerin analiz edilmesinde frekans ve yüzde hesaplamaları gibi betimleyici istatistiklerden, faktör analizleri, farklılık testleri ve yapısal eşitlik modellemesi (Doğrulayıcı Faktör Analizi) gibi kestirisel (tahmine yönelik) istatistiklerden yararlanılmıştır.

3.5.Araştırmanın Hipotezleri

Yapılan literatür araştırması sonucunda çalışmanın kapsam ve içeriği dikkate alınarak araştırmanın temel hipotezleri aşağıdaki gibi belirlenmiştir.

H1: *İMKB'DE işlem yapan bireysel yatırımcılar Muhafazakarlık Davranışı etkisi altında kalarak işlem yapmaktadır.*

H2: *İMKB'DE işlem yapan bireysel yatırımcılar Temsililik Davranışı etkisi altında kalarak işlem yapmaktadır.*

H3: *İMKB'DE işlem yapan bireysel yatırımcılar Aşırı Güven Davranışı etkisi altında kalarak işlem yapmaktadır.*

H4: *İMKB'DE işlem yapan bireysel yatırımcılar Kendine Afetme Davranışı etkisi altında kalarak işlem yapmaktadır.*

H5: *İMKB'DE işlem yapan bireysel yatırımcılar Haber Avcılığı Davranışı etkisi altında kalarak işlem yapmaktadır.*

H6: *İMKB'DE işlem yapan bireysel yatırımcılar Momentum Davranışı etkisi altında kalarak işlem yapmaktadır.*

H7: *Hisse senedi alım satımı yapan bireysel yatırımcıların davranışları cinsiyet özelliklerine göre farklılaşmaktadır.*

H8: *Hisse senedi alım satımı yapan bireysel yatırımcıların davranışları yaş gruplarına göre farklılaşmaktadır.*

H9: *Hisse senedi alım satımı yapan bireysel yatırımcıların davranışları, gelir durumlarına göre farklılaşmaktadır.*

H10: *Hisse senedi alım satımı yapan bireysel yatırımcıların davranışları bilgi kaynaklarına göre farklılaşmaktadır.*

H11: *Hisse senedi alım satımı yapan bireysel yatırımcıların davranışları, karar verirken dikkate aldıkları faktörlere göre farklılaşmaktadır.*

H12: *Hisse senedi alım satımı yapan bireysel yatırımcıların davranışları, hisseleri ortalama elde tutma sürelerine göre farklılaşmaktadır.*

H13: *Hisse senedi alım satımı yapan bireysel yatırımcıların davranışları, portföylerindeki hisse senedi sayısına göre farklılaşmaktadır.*

H14: *“Hisse senedi alım satımı yapan bireysel yatırımcıların davranışları, borsa hakkındaki bilgi düzeylerine göre farklılaşmaktadır.*

3.6. Araştırmanın Yöntemi

Araştırma amacının gerçekleştirilmesi için; sosyal bilimlerde en fazla kullanılan araştırma yöntemlerinden birisi olan nicel araştırma yöntemi kullanılmıştır. Nicel Araştırma, olgu ve olayları nesnelleştirerek gözlemlenebilir, ölçülebilir ve sayısal olarak ifade edilebilir bir şekilde ortaya koyan bir araştırma türleridir. Amaç: bireylerin toplumsal davranışlarını gözlem, deney ve test yoluyla nesnel bir şekilde ölçmek ve sayısal verilerle açıklamaktır (Yıldırım ve Şimşek, 2005).

Anket aracılığı ile toplanan veriler SPSS 18.0 ve LISREL 8.7 programları yardımıyla analiz edilmiştir. Frekans analizleri ile demografik özellikler ile ilgili bulgular, faktör analizleri ile bireysel yatırımcıların davranış boyutları ile ilgili bulgular, farklılık testleri ile demografik özelliklere göre bireysel yatırımcıların davranışlarında farklılık olup olmadığı ile ilgili bulgular ve yapısal eşitlik modellemesi (doğrulayıcı faktör analizi) ile davranışsal finansın üç modelinde yer alan davranış modellerinin Türkiye ölçeğinde kabul edilebilirlik durumu ile ilgili bulgulara ulaşılmaya çalışılmıştır.

3.6.1.Araştırmanın Evren ve Örneklemi

Araştırmanın evrenini belirlemeye yönelik yürütülen çalışma sonucunda Türkiye’de hisse senedi yatırımı yapan kişi sayısının toplam nüfusun %1,4’üne denk geldiği ve bu rakamın 994.500 olduğu belirlenmiştir (TSKB, 2010:154). Bu doğrultuda araştırmanın evrenini, İMKB’de işlem yapan toplam 994.500 bireysel yatırımcı oluşturmuştur.

Evrenin tamamına ulaşmak mümkün olmadığı için örneklem belirleme yoluna gidilmiştir. Literatürdeki örneklem formülleri dikkate alındığında bir milyon kişilik bir evreni 384 kişilik bir örneklem temsil edebileceği (Altunışık ve diğ., 2010:135) görülmüştür. Bu doğrultuda; araştırmanın evrenini oluşturan 994.500 bireysel yatırımcıyı temsil edecek ve genellemeler yapmamıza yardımcı olacak örneklem sayısına ulaşmak için araştırmanın anketi İMKB’de işlem yapan toplam 408 kişiye uygulanmıştır.

3.6.2. Veri Toplama Tekniği

Araştırmada veri toplama tekniği olarak anket kullanılmıştır. Deneklerin objektif cevaplar verebilmesi için anlaşılır ve kısa sorular sorulmuştur. Anketin ilk bölümünde 14 adet (demografik ve kişisel özelliklere yönelik) soru yer almaktadır. Anketin ikinci bölümünde ise üç modelin iddia ettiği toplam altı farklı davranışı tespit etmeye yönelik 30 tane soru yer almaktadır. Her bir davranış için beşer soru sorulmuştur. Bu sorulara beşli Likert ölçeğine uyumlu olarak; kesinlikle katılmıyorum, katılmıyorum, kararsızım, katılıyorum ve kesinlikle katılıyorum şeklinde seçenekler konulmuştur. Anket hisse senedi yatırımcılarının ikamet ettiği 10 ilde çeşitli bankaların, aracı kurumların, şirketlerin çalışanlarına ve müşterilerine uygulanmıştır. Başlangıçta 900 kişiye anket gönderilmiştir. Gönderilen anketlerin yaklaşık %50’si cevaplandırılmıştır. Cevaplanan anketlerden de yaklaşık %90’ı (408 tanesi) kullanılabilir olduğu için istatistiksel analizlere tabi tutulmuştur.

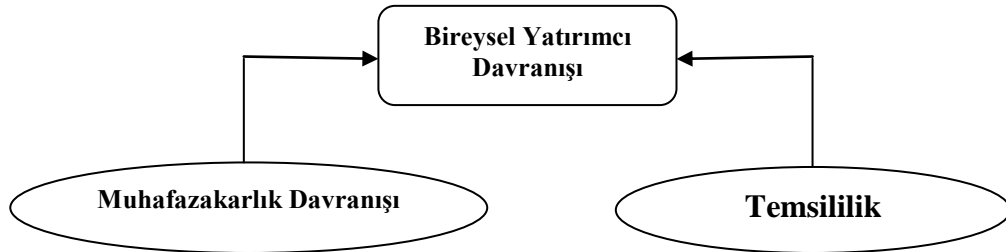
Araştırmanın ihtiyaç duyduğu verileri toplamak amacıyla hazırlanmış olan ve toplam 44 sorudan oluşan anket İstanbul, Ankara, İzmir, Bursa, Balıkesir, Sakarya, Aydın, Tokat, Düzce, Zonguldak, Bolu, Eskişehir, Batman illerinde ikamet eden bireysel yatırımcılara uygulanmıştır.

Bir ölçüm aracının güvenilirliğinin hesaplanmasında birçok yöntem kullanılmakla birlikte en yaygın olarak kullanılan yöntem içsel tutarlılık yöntemidir. Çalışmada içsel tutarlılık yöntemi kullanılarak kullanılan anket formunda yer alan 30 soruya ilişkin Cronbach's Alfa güvenilirlik ölçütü hesaplanmıştır. Hesaplamalar sonucunda Cronbach's Alfa katsayısı; anketin bütünü için 0.924 olarak bulunmuştur (N=408, Items=30, Cronbach's Alpha=0,924). Cronbach's Alfa katsayısı 0.80-1.00 arasında olması yüksek derecede güvenilirliği ifade etmektedir. (Kalaycı, 2008:405).

3.6.3. Araştırmada Kullanılan Modeller ve Değişkenleri

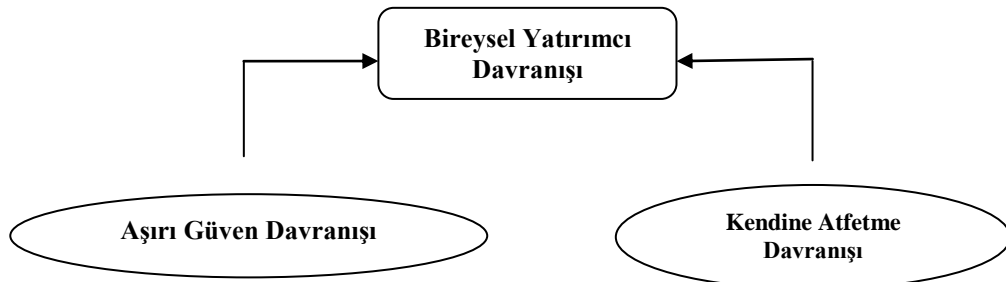
Davranışsal finans ile ilgili yapılan literatür araştırması sonucunda bireysel yatırımcıların hisse senedi alım satımı davranışını etkileyen 3 farklı modele ulaşılmıştır. Model 1: Barberis vd. (1998) tarafından geliştirilen model, Model 2: Daniel vd. (1998) tarafından geliştirilen model ve Model 3: Hong ve Stein (1999) tarafından geliştirilen model. Modeller ve alt değişkenleri ile ilgili bilgiler aşağıda sunulmaktadır.

Şekil 1: Barberis ve diğerlerinin Muhafazakarlık ve Temsililik Davranışları Üzerine Kurulu Modeli



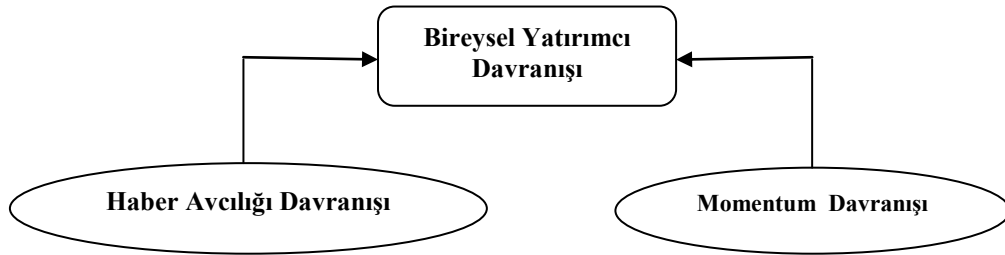
Barberis vd. (1998) muhafazakarlık ve temsililik davranışları üzerine kurulu davranışsal modeli; yatırımcıların muhafazakarlık davranışı ve temsililik davranışı gösterdiklerini ve işlemlerinin bu davranışlara göre şekillendiğini iddia etmektedir. Ayrıntılı bilgiler tezin ikinci bölümünde yer alan modeller başlığı altında verilmiştir.

Şekil 2: Daniel ve Diğerlerinin Aşırı Güven ve Kendine Atfetme Davranışları Üzerine Kurulu Modeli



Daniel vd. (1998) aşırı güven ve kendine atfetme davranışları üzerine kurulu davranışsal modeli; yatırımcıların aşırı güven davranışı ve kendine atfetme davranışı gösterdiklerini ve işlemlerinin bu davranışlara göre şekillendiğini iddia etmektedir. Ayrıntılı bilgiler tezin ikinci bölümünde yer alan modeller başlığı altında verilmiştir.

Şekil 3: Hong ve Stein'in Haber Avcılığı Davranışı ve Momentum Davranışı Üzerine Kurulu Modeli



Hong ve Stein'in (1999) haber avcılığı davranışı ve momentum davranışı üzerine kurulu davranışsal modeli; yatırımcıların haber avcılığı davranışı ve kendine atfetme davranışı gösterdiklerini ve işlemlerinin bu davranışlara göre şekillendiğini iddia etmektedir. Ayrıntılı bilgiler tezin ikinci bölümünde yer alan modeller başlığı altında verilmiştir.

3.7. Araştırmaya Katılan Bireysel Yatırımcıların Demografik Özellikleri

Araştırmaya katılan bireysel yatırımcıların demografik özellikleri çeşitli değişkenler açısından incelenmiştir. Demografik özelliklere ilişkin kriter, frekans ve yüzde dağılımları aşağıdaki tablolarda özetlenmiştir.

Tablo 1: Bireysel Yatırımcıların Cinsiyete Göre Dağılımları

Kriterler	Frekans	%
Bayan	83	20,3
Erkek	325	79,7
Toplam	408	100,0

Araştırmaya katılan deneklerin cinsiyetlerini belirlemeye yönelik yapılan frekans analizinde, deneklerin yaklaşık %20'sinin bayan %80'inin ise erkek olduğu görülmektedir. Bu durum İMKB'de işlem yapan bireysel yatırımcıların dağılımı ile

uyumlu bir durumdur. Bireysel yatırımcılar, cinsiyete göre sınıflandırıldığında; toplam 994.500 bireysel yatırımcının 726.000'i (%73) erkek, 268.500'i (%27) kadındır (Fikirkoça ve diğ, 2010:152).

Tablo 2: Bireysel Yatırımcıların Yaş Gruplarına Göre Dağılımları

Kriterler	Frekans	%
18-29	129	31,6
30-39	166	40,7
40-49	84	20,6
50-59	21	5,1
60 ve Üstü	8	2,0
Toplam	408	100,0

Araştırmaya katılan deneklerin yaşlarını belirlemeye yönelik yapılan frekans analizinde, deneklerin %40'ının 30-39 yaş aralığında %20'sinin de 40-49 yaş aralığında olduğu görülmektedir. Sadece %2'si 60 yaş üstündedir.

İMKB'de 2009 yılı itibariyle yatırımcıların %70'i 30-54 yaş arasındaki 25 yıllık dilimde yer almaktadır. 35-39 ile 40-44 yaş aralıkları, yatırımcı sayısının en yoğun olduğu gruptur (Fikirkoça ve diğ, 2010:150).

Tablo 3: Bireysel Yatırımcıların Medeni Durumlarına Göre Dağılımları

Kriterler	Frekans	%
Evli	280	68,6
Bekar	127	31,1
Total	407	99,8

Araştırmaya katılan deneklerin medeni durumunu belirlemeye yönelik yapılan frekans analizinde, deneklerin %69'unun evli olduğu, %31'inin bekar olduğu görülmektedir.

Tablo 4: Bireysel Yatırımcıların Eğitim Durumlarına Göre Dağılımları

Kriterler	Frekans	%
İlköğretim	8	2,0
Lise	74	18,1
Önlisans	43	10,5
Lisans	234	57,4
Lisansüstü	48	11,8
Total	407	99,8

Araştırmaya katılan deneklerin eğitim durumlarını belirlemeye yönelik yapılan frekans analizinde, deneklerin yaklaşık %58'inin lisans mezunu olduğu görülmektedir. Sadece %2'si ilköğretim mezunudur.

Tablo 5: Bireysel Yatırımcıların Mesleki Durumlarına Göre Dağılımları

Kriterler	Frekans	%
Ücretli özel	195	47,8
Ücretli kamu	134	32,8
Serbest meslek	51	12,5
Öğrenci	13	3,2
Emekli	8	2,0
Evhanımı	7	1,7
Total	408	100,0

Araştırmaya katılan deneklerin mesleki durumlarını belirlemeye yönelik yapılan frekans analizinde, deneklerin %48'inin özel sektörde ücretli çalıştığı, %33'ünün de kamuda ücretli çalıştığı görülmektedir. Toplamda deneklerin %80'i ücretli çalışanlardır.

Tablo 6: Bireysel Yatırımcıların Hisse Senedi Alım- Satım Deneyim Sürelerine Göre Dağılımları

Kriterler	Frekans	%
Bir yıldan az	93	22,8
1-3	118	28,9
3-5	67	16,4
5-10	69	16,9
10 ve üzeri	59	14,5
Total	406	99,5

Araştırmaya katılan deneklerin ne kadar zamandır hisse senedi alımı yaptığını belirlemeye yönelik yapılan frekans analizinde, deneklerin %29'unun 1-3 yıl arasında, toplamda ise %48'inin 3 yıldan daha uzun bir süredir hisse senedi alımı yaptığını görülmektedir.

Tablo 7: Bireysel Yatırımcıların Hisse Senetlerini Ortalama Elde Tutma Sürelerine Göre Dağılımları

Kriterler	Frekans	%
0-6 ay	217	53,2
7-11 ay	112	27,5
1-2 yıl	59	14,5
3-5 yıl	10	2,5
6 ve üzeri	6	1,5
Toplam	404	99,0

Araştırmaya katılan deneklerin hisseleri ortalama ne kadar elde tuttıklarını belirlemeye yönelik yapılan frekans analizinde, deneklerin %53 gibi büyük bir kısmının hisseleri 6 aydan daha kısa süre elde tuttuğu görülmektedir. Deneklerin sadece %4'ü hisseleri 3 yıldan daha uzun süre elde tutmaktadır.

Tablo 8: Bireysel Yatırımcıların Portföyde Ortalama Hisse Sayılarına Göre Dağılımları

Kriterler	Frekans	%
1	59	14,5
2	122	29,9
3	122	29,9
4-10	92	22,5
11 VE ÜZERİ	12	2,9
Toplam	407	99,8

Araştırmaya katılan deneklerin portföylerinde ortalama kaç hisse olduğunu yönelik yapılan frekans analizinde, deneklerin %30'unun iki hisseli portföyleri tercih ettiği görülmektedir. Aynı şekilde deneklerin %30'u da üç hisseli portföyleri tercih etmektedir. Portföyünde 4-10 arası hisse bulunduranların oranı ise %22,5 olarak görülmektedir.

Tablo 9: Bireysel Yatırımcıların Hisse Senedi Getirisi ve Enflasyon Oranı İlişkisine Göre Dağılımları

Kriterler	Frekans	%
Evet	141	34,6
Hayır	66	16,2
Bazı yıllar evet	152	37,3
Fikrim yok	45	11,0
Toplam	405	99,3

Araştırmaya katılan deneklerin hisse senedi getirilerinin enflasyondan yüksek olup olmadığını belirlemeye yönelik yapılan frekans analizinde, deneklerin %35'i enflasyon oranının üzerinde getiri elde ettiğini belirtirken, %38'inin de bazı yıllar enflasyonun üzerinde getiri elde ettiği görülmektedir.

Tablo 10: Bireysel Yatırımcıların Hisse Senedi Yatırım Performanslarına Göre Dağılımları

Kriterler	Frekans	%
Ortalamanın altında	92	22,5
Ortalama düzeyinde	196	48,0
Ortalamanın üzerinde	78	19,1
Fikrim yok	40	9,8
Toplam	407	99,8

Araştırmaya katılan deneklerin kendi yatırım performanslarını diğer yatırımcıların performansı ile karşılaştırmaları istenmiştir. Deneklerin % 48'i performansını ortalama düzeyde görürken, sadece %19'u kendi performansını ortalamanın üzerinde olarak belirtmiştir.

Tablo 11: Bireysel Yatırımcıların Yatırım Kararlarında Kullandığı Bilgi Kaynağı Göre Dağılımları

Kriterler	Frekans	%
Çevrenin düşünceleri	199	48,8
Kişisel araştırmalar	102	25,0
Aracı kurumlar	26	6,4
Televizyon	61	15,0
Gazete dergi	4	1,0
Diğer	15	3,7
Toplam	407	99,8

Araştırmaya katılan deneklerin yatırım kararları alırken kullandıkları bilgi kaynaklarını belirlemeye yönelik yapılan frekans analizinde, deneklerin %49'unun çevresindeki yatırımcıların bilgi ve düşüncelerine dikkat ettiği, %25'inin de kişisel araştırmalarını dikkate aldığı görülmektedir.

Tablo 12: Bireysel Yatırımcıların Karar Alınırken Dikkat Ettikleri Faktörlere Göre Dağılımları

Kriterler	Frekans	%
Faiz oranları	51	12,5
Temel analiz	92	22,5
Döviz kurları	29	7,1
Teknik analiz	71	17,4
Tüyolar	83	20,3
Siyasi istikrar	36	8,8
Diğer	46	11,3
Toplam	408	100,0

Araştırmaya katılan deneklerin alım satım kararlarında dikkate aldıkları faktörleri belirlemeye yönelik yapılan frekans analizinde, deneklerin %22'sinin temel analize dikkat ettiği, %17'sinin teknik analize dikkat ettiği %20'sinin ise alınan tüyolara dikkat ettiği görülmektedir.

Tablo 13: Bireysel Yatırımcıların Bilgi Düzeylerine Göre Dağılımları

Kriterler	Frekans	%
Az	119	29,2
Normal	246	60,3
Çok	42	10,3
Toplam	407	99,8

Araştırmaya katılan deneklerin menkul kıymetler piyasası hakkındaki bilgi düzeylerini belirlemeye yönelik yapılan frekans analizinde, deneklerin %10'unun menkul kıymetler piyasası hakkında çok bilgili olduğu, %60'ının normal düzeyde, %29'unun ise az bilgili olduğu görülmektedir.

Tablo 14: Bireysel Yatırımcıların Aylık Gelir Düzeylerine Göre Dağılımları

Kriterler	Frekans	%
1000 liradan az	31	7,6
1001-3000	261	64,0
3001-5000	84	20,6
5001-7000	21	5,1
7001 ve üzeri	11	2,7
Toplam	408	100,0

Araştırmaya katılan deneklerin aylık gelir düzeylerini belirlemeye yönelik yapılan frekans analizinde, deneklerin %64'ünün 1001-3000 lira arası aylık gelire sahip olduğu, %21'inin de 3001-5000 arasında aylık gelire sahip olduğu görülmektedir.

3.8. Yatırımcı Davranışları İle İlgili Değerlendirmeler

Katılımcıların cevaplarının frekans dağılımını gösteren Tablo 15 aşağıda sunulmaktadır.

Tablo 15: Cevapların Frekans Dağılımları - Ortalamalarına İlişkin Genel Durum

Boyut	Değişkenler	%	Değişken Ort.	Boyut Ort.
Muhafazakârlık	Fiyatının artacağını düşündüğüm bir hisse senedi ile ilgili açıklanan birkaç olumsuz haber düşüncemi değiştirmez.	49,3	2,8505	2,8417
	Hisse senedi ile ilgili düşüncelerimi oluştururken çok dikkatli davranırım ve daha sonra düşüncelerimi kolay kolay değiştirmem.	54,2	2,7279	
	Türkiye'deki yatırımcıların çoğu, bir hisseyi iyi kabul ettikten sonra, kötü haberleri fazla dikkate almazlar.	35,8	3,1422	
	Kötü olan bir şirketin, iyileşmekte olduğuna dair elde ettiğim bilgileri değerlendiremediğim oldu.	55,9	2,6502	
	Fiyatının düşeceğini düşündüğüm bir hisse senedi ile ilgili açıklanan birkaç olumlu haber düşüncemi değiştirmez.	47,2	2,8378	
Temsililik	Yatırımcılar, alım satım yaparken, hisse senedi ile ilgili eski tarihli ve yeni tarihli bütün unsurlara göre hareket ederler.	48,8	2,7598	2,6326
	Alım satım yaparken, hisse senedi ile ilgili en son veya olağandışı görünen unsurlara göre hareket ederim.	56,5	2,6634	
	Türkiye'de, hisse senedi ile ilgili üst üste alınan iki-üç çarpıcı haber, hisse alım satımını etkiler.	64,4	2,3907	
	Geçmişte ben de iki üç çarpıcı haberle yönlendirildim, hisse alım satımı yaptım.	53,8	2,7531	
	Alım satım yaparken, hisse senedi ile ilgili eski tarihli ve yeni tarihli bütün unsurlara göre hareket ederim.	62,3	2,5961	
Kendine atfetme	Yatırımcılar, hisse senetleri hakkında sahip oldukları düşünceleri destekleyen bilgilere, daha çok önem verirler.	63,0	2,5613	2,7625
	Bir hissenin fiyatının yükseleceğine inaniyorsam, olumsuz bilgileri fazla dikkate almam.	43,0	2,9165	
	Hatalı hisse alım-satımı yaptığımı kabullenmem zor olur.	33,7	3,1130	
	Aldığım bir hisse senedi zarar ettirmiş olsa da zaman içerisinde, zararı telafi edeceğime inanırım.	52,9	2,6936	
	Bir hisse senedi ile ilgili oluşturduğum düşüncelere uymayan bilgilere, şüphe ile yaklaşırım.	58,0	2,5283	
Aşırı güven	Alım satım yapmadan önce, piyasanın genelini bilmediği özel bilgileri elde etmek, benim için çok önemlidir.	57,2	2,5676	2,6271
	Geçmişte, piyasanın bilmediği özel bilgileri elde ederek, karlı alım satımlar yaptım.	39,0	3,0711	
	Bireysel yatırımcılar, elde ettikleri özel bilgilere, kamuya açıklanan bilgilerden daha fazla önem verirler.	58,6	2,5443	
	Hakkında özel bilgiler elde ettiğim hisselerle ilgili tahminlerime, çok güvenirim.	50,7	2,6355	
	Piyasanın genelini bilmediği özel bilgilere sahip yatırımcılar, piyasanın genelinden daha fazla kazanç elde ederler.	64,9	2,3170	
Haber avcılığı	Mevcut fiyat ve geçmiş fiyatlardan daha çok, elde ettiğim özel bilgilere göre işlem yaparım.	43,7	2,9165	2,5906
	Ellerinden gelse, bütün yatırımcılar, fiyat hareketlerinden daha ziyade özel bilgilere ulaşabilmeyi isterler.	65,0	2,3309	
	Hisse hakkında özel bilgilere sahip olmadan, yüksek karlar elde etmenin çok zor olduğuna inanırım.	49,8	2,6691	
	Gelecekteki fiyatı tahmin edebilmek için, sadece mevcut fiyatı ve geçmiş fiyat hareketlerini incelemek, yeterli değildir.	63,1	2,4742	
	Gelecekteki fiyatı doğru tahmin edebilmek için, özel bilgilere ulaşmak gerekir.	58,0	2,5627	
Momentum	Son günlerde yükselmeye başlayan ve belli bir süre daha yükseleceğini düşündüğüm hisseleri alırım.	56,6	2,5760	2,8329
	Artış trendine giren hisseleri alarak, genellikle karlı çıkmışım.	42,8	2,9435	
	Yatırımcılar, hisse ile ilgili özel bilgilerden daha çok, mevcut fiyata ve geçmiş fiyat hareketlerine bakarak alım satım yaparlar.	39,2	3,0345	
	Piyasanın düşüşe geçtiğini düşünürsem, hisse senedi satışı yaparım.	49,3	2,7488	
	Düşüş trendine giren hisseleri satarak, genellikle karlı çıkmışım.	42,6	2,8621	

Tablo 15’te üç ayrı davranışsal modelin (aşırı ve eksik reaksiyona neden olduğunu iddia ettiği) altı davranış ile ilgili sorulmuş olan 30 adet anket sorusuna 408 adet deneğin vermiş olduğu cevapların kümülatif toplamları ve ortalamaları yer almaktadır. Barberis ve diğerlerinin modelinde yer alan “muhafazakarlık” ve “temsillik”, Daniel ve diğerlerinin modelinde yer alan kendine “atfetme” ve “aşırı güven”, Hong ve Stein’in modelinde yer alan “haber avcıları” ve “momentum yatırımcıları” davranışları; ankette yer alan toplam 30 ifade ile Türkiye’deki bireysel yatırımcıların davranışlarında, ne oranda etkili olmaktadır sorularına cevaplar bulunmaya çalışılmıştır. Denekler, “kesinlikle katılıyorum=1”, “katılıyorum=2”, “kararsızım=3”, “katılmıyorum=4” ve “kesinlikle katılmıyorum=5” şeklinde hazırlanmış olan beşli likert ölçeğindeki şıklardan kendilerine uyan şıkkı işaretlemişlerdir. Her bir davranış için deneklere beşer soru yöneltilmiştir.

Yüzde sütunun da yer alan değerler ifadelere verilen kesinlikle katılıyorum ve katılıyorum cevaplarının 408 kişi içindeki yüzdesini göstermektedir. Örneğin; Barberis ve diğerlerinin modelinde yatırımcıların muhafazakarlık davranışını gösterip göstermediğini anlamaya yönelik olan birinci cümleye, “*Fiyatının artacağını düşündüğüm bir hisse senedi ile ilgili açıklanan birkaç olumsuz haber düşüncemi değiştirmez.*” cümlesine, 408 deneğin % 49’u “kesinlikle katılıyorum” veya “katılıyorum” şeklinde cevap vermiştir. 408 deneğin cevaplarının ortalaması ise 2,8505 çıkmıştır. Bu sonuç genel anlamda yatırımcıların muhafazakarlık ile ilgili bu cümleye katıldığını, muhafazakarlıkla ilgili olan bu davranışı gösterdiğini ifade etmektedir.

Muhafazakarlık ile ilgili ikinci cümle olan, “*Hisse senedi ile ilgili düşüncelerimi oluştururken çok dikkatli davranırım ve daha sonra düşüncelerimi kolay kolay değiştirmem.*” cümlesine ise deneklerin %54,2’si “kesinlikle katılıyorum” veya “katılıyorum” cevabını vermiştir. Dolayısıyla bu cümlenin ortalaması 2’ye daha yakın bir değer 2,7279 çıkmıştır. Deneklerin, muhafazakarlık ile ilgili bu duruma daha fazla katıldıkları görülmektedir. Muhafazakarlık davranışı ile ilgili deneklerin en fazla katıldığı cümle %55,9 ile “*Kötü olan bir şirketin, iyileşmekte olduğuna dair elde ettiğim bilgileri değerlendiremediğim oldu.*” cümlesidir. Geçmiş tecrübeler ile ilgili olan bu cümleye dayanarak, yatırımcıların özellikle, kötü olduğunu düşündükleri hisselerde

daha muhafazakar davrandıkları düşünülebilir. *“Türkiye’deki yatırımcıların çoğu, bir hisseyi iyi kabul ettikten sonra, kötü haberleri fazla dikkate almazlar”* ifadesine deneklerin sadece %35,7’si katılmıştır. En düşük katılım bu ifadede gözükmektedir. Muhafazakarlık açısından, Türkiye borsasındaki yatırımcılara yönelik düşüncelerini anlamaya yönelik bu ifadeye verilen cevaplara göre; deneklerin çoğunluğunun, Türk yatırımcıların kötü haberlerin etkisine çabuk girdiğini düşündüğü anlaşılmaktadır.

Ankette “muhafazakarlık” davranışına yönelik ifadeler verilen cevaplar genel olarak katılım yönündedir. Bu nedenle İMKB’de işlem yapan bireysel yatırımcıların muhafazakarlık davranışını gösterdikleri söylenebilir. Ancak diğer davranışlar ile ilgili verilen cevapların ortalamaları dikkate alındığında muhafazakarlığın (2,8417 değeri 3’e en yakın değer olduğu için) deneklerin en az gösterdiği davranış olduğu görülmektedir.

Barberis ve diğerlerinin modelinde yer alan ikinci davranış olan “temsililik” davranışını ölçmeye yönelik deneklere beş ifade yöneltilmiştir. *“Türkiye’de, hisse senedi ile ilgili üst üste alınan iki-üç çarpıcı haber, hisse alım satımını etkiler”* ifadesi deneklerin en fazla katıldığı ifadedir. Temsililik davranışı ile ilgili bu ifadeye deneklerin, %64,4’ü katılmıştır. Denekler, İMKB’de işlem yapan yatırımcıların, iki-üç çarpıcı haber ile yönlendirilebildiğini düşünmektedir. Denekler beş ifadeden en az (% 48,8) *“Yatırımcılar, alım satım yaparken, hisse senedi ile ilgili eski tarihli ve yeni tarihli bütün unsurlara göre hareket ederler”* ifadesine katılmıştır. En az bu ifadeye katılımın olması da yatırımcıların temsililik etkisi altında kaldıklarını göstermektedir.

Temsililik davranışı ile ilgili beş ifadeye verilen cevapların ortalaması 2,6326 olmuştur. Bu değer deneklerin Barberis ve diğerlerinin modelinde yer alan “temsililik” davranışını gösterdikleri şekilde yorumlanabilir.

Model 1’e yönelik genel bir sonuç olarak; İMKB’de işlem yapan bireysel yatırımcılarda hem “muhafazakarlık” hem de “temsililik” davranışının var olduğu ancak temsililik davranışının muhafazakarlık davranışından daha fazla olduğu söylenebilir.

Daniel ve diğerlerinin modelinde yer alan kendine atfetme ile ilgili de beş ifade ankette yer almıştır. %63 katılımın olduğu “*Yatırımcılar, hisse senetleri hakkında sahip oldukları düşünceleri destekleyen bilgilere, daha çok önem verirler*” ifadesi, kendine atfetme davranışı ile ilgili olan beş ifade arasında, en yüksek katılımın olduğu ifadedir. Denekler, yatırımcıların, kendi düşüncelerine daha fazla önem verdiğini düşünmektedir. İkinci en yüksek katılım %58 ile “*Bir hisse senedi ile ilgili oluşturduğum düşüncelere uymayan bilgilere, şüphe ile yaklaşırım*” ifadesindedir. Bu ifadeye katılımın yüksek olması yatırımcıların, hisse senedini kişiselleştirdiğini ve objektif değerlendirmeden uzaklaştığını göstermektedir.

Kendine atfetme davranışı ile ilgili beş ifadeye deneklerin katılımı; ortalama 2,7625 çıkmıştır. Bu değer dikkate alınarak, yatırımcıların, çoğunluğunun kendine atfetme davranışını gösterdiği söylenebilir.

Daniel ve diğerlerinin modelinde yer alan ikinci davranış olan “aşırı güven” ile ilgili de beş ifade ankette yer almıştır. Deneklerin en fazla katıldığı ifade %64,9 gibi yüksek bir oran ile “*Piyasanın genelinin bilmediği özel bilgilere sahip yatırımcılar, piyasanın genelinden daha fazla kazanç elde ederler*” ifadesinde gerçekleşmiştir. Deneklerin bu ifadeye yüksek oranda katılması dikkate alınarak yatırımcıların kendi özel bilgilerine aşırı güvendiği söylenebilir. “*Geçmişte, piyasanın bilmediği özel bilgileri elde ederek, karlı alım satımlar yaptım*” ifadesine katılım ise en düşük seviyededir. Bunun nedeni yatırımcıların çok fazla özel bilgi toplayamaması veya topladığı özel bilgileri geçmişte değerlendirememesi olabilir. Bu noktada, deneklerin, özel bilgileri yatırımcıların çok kazanç elde ettikleri şeklinde tahmini bir görüşe sahip olduğu düşünülmektedir.

“Aşırı güven” davranışı ile ilgili yöneltilen beş ifadeye verilen cevapların ortalaması, 2,6271 çıkmıştır. Bu sonuç dikkate alınarak, deneklerin çoğunluğunun, aşırı güven davranışı gösterdiği söylenebilir.

Model 2’ye yönelik genel bir sonuç olarak; İMKB’de işlem yapan bireysel yatırımcılarda hem “aşırı güven” davranışının hem de “kendine atfetme” davranışının

var olduğu ancak aşırı güven davranışının kendine atfetme davranışından daha fazla olduğu söylenebilir.

Hong ve Stein'in modeli ilk iki modelden farklıdır. Söz konusu modelde piyasada işlem yapan yatırımcılar iki farklı davranış gösteren, iki farklı tip yatırımcı olarak düşünülmektedir. Yatırımcı, “haber avcıları” olarak isimlendirilen birinci tip yatırımcı grubunda yer alıyor ise; hisse senedi ile ilgili özel haberlere göre işlem yapmaktadır. Eğer yatırımcı, “momentum yatırımcıları” olarak adlandırılan ikinci tip yatırımcı grubunda yer alıyor ise; hisse senedinin geçmiş fiyat hareketlerine göre alım satım yapmaktadır. Deneklere, “Haber avcıları” ve “momentum yatırımcıları” ile ilgili de beşer ifade yöneltilmiştir. Deneklere yöneltilen ifadeler ile hangi tip yatırımcı oldukları anlaşılmaya çalışılmıştır.

“Haber avcıları” ile ilgili beş ifadeye deneklerin verdiği cevapların ortalama değeri 2,5906 iken; “momentum yatırımcıları” ile ilgili beş ifadeye deneklerin verdiği cevapların ortalama değeri, daha yüksek, 2,8329 olmuştur. Bunun anlamı ankete katılan 408 yatırımcının çoğunluğu “haber avcıları” ile ilgili ifadelere daha fazla katılmıştır. Deneklerin daha az bir kısmı “momentum yatırımcıları” ile ilgili ifadelere katılmıştır. Bu sonuçlar dikkate alınarak; İMKB’de işlem yapan bireysel yatırımcıların daha büyük bir bölümünün “haber avcısı” gibi davrandığı yani hisse ile ilgili özel haberlere göre işlem yaptığı söylenebilir. Benzer şekilde İMKB’de işlem yapan bireysel yatırımcıların daha küçük bir bölümünün ise “momentum yatırımcısı” gibi davrandığı yani hisselerin geçmiş fiyat hareketlerine göre alım satım yaptığı söylenebilir. Bir diğer çıkarım ise; İMKB’de, haber avcılarının sayısının, momentum yatırımcılarının sayısından daha fazla olabileceğidir.

“Haber avcıları” ile ilgili beş ifadeden, “*Ellerinden gelse, bütün yatırımcılar, fiyat hareketlerinden daha ziyade özel bilgilere ulaşabilmeyi isterler*” ifadesi %65 katılım ile deneklerin en fazla katıldığı ifade olmuştur. Buna dayanarak yatırımcıların çok büyük bir kısmının hisse ile ilgili özel bilgilere önem verdiği ve haber avcılığı davranışını gösterdiği söylenebilir. Deneklerin %43,7’si “*Mevcut fiyat ve geçmiş fiyatlardan daha çok, elde ettiğim özel bilgilere göre işlem yaparım*” ifadesine katılmıştır. Buna göre

yatırımcıların yaklaşık yarısı hisse ile ilgili özel bilgilere geçmiş fiyatlardan daha fazla dikkat ettiğini söylemektedir.

“Momentum yatırımcıları” ile ilgili de beş ifadeye katılım yüksektir. Beş ifadeye ortalama katılım değeri 2,8329 olarak tabloda yer almaktadır. *“Son günlerde yükselmeye başlayan ve belli bir süre daha yükseleceğini düşündüğüm hisseleri alırım”* ifadesi % 56,6 katılım ile deneklerin en fazla katıldığı ifade olmuştur. Buna dayanarak İMKB’deki yatırımcıların özellikle yükselen hisselerde momentum yatırımcısı gibi hareket ettiği söylenebilir. *“Yatırımcılar, hisse ile ilgili özel bilgilerden daha çok, mevcut fiyata ve geçmiş fiyat hareketlerine bakarak alım satım yaparlar”* ifadesi % 39 ile deneklerin en az katıldığı ifade olmuştur. Bu sonuca göre; yatırımcıların bir kısmı (ancak yarıdan daha az bir kısmı) özellikle geçmiş fiyat hareketlerine göre işlem yapmaktadır denilebilir. Bu durum haber avcıları ile ilgili ifadelere daha fazla katılmayı da destekleyen bir durumdur. Çünkü haber avcılığı ile ilgili ifadelere deneklerin çok daha büyük bir kısmı katılırken daha az sayıda yatırımcının da momentum yatırımcılığı ile ilgili ifadelere katılması modelin iki farklı davranış sergileyen iki farklı yatırımcı vardır görüşünü desteklemektedir.

Model 3’e yönelik genel bir sonuç olarak; İMKB’de işlem yapan bireysel yatırımcıların bir kısmı “haber avcısı” gibi davranırken, diğer bir kısmı da momentum yatırımcısı gibi davranmaktadır denilebilir. Sonuçlara göre İMKB’de işlem yapan yatırımcıların daha büyük bir kısmı haber avcısı gibi davranırken, daha küçük bir kısmı ise momentum yatırımcısı gibi davranmaktadır.

3.9. Modellere Yönelik Açıklayıcı (Exploratory) Faktör Analizi ile ilgili Testler

Güvenilirlik, bir faktör içindeki değişkenler arasındaki ortalama ilişkiyi göz önüne alan ölçümün içsel tutarlılığı olarak tanımlanmaktadır. Literatür incelendiğinde sosyal bilimler de içsel güvenilirlik için Cronbach alfa katsayısının çoğunlukla kullanıldığı görülmektedir. Cronbach alfa katsayısının 0.70 olması içsel güvenilirlik için yeterli kabul edilmektedir. Tablo 16’da 1. Modelde yer alan faktörlerin soru sayıları ve Cronbach’s Alfa değerleri gösterilmektedir. Tablodaki veriler değerlendirildiğinde modelin içsel güvenirliliğinin yeterli olduğu söylenebilir.

Tablo 16: Model 1 ile ilgili Faktörlerin Soru Sayıları ve Güvenilirlik (α) Değerleri

Faktörler	Soru sayısı	Cronbach Alfa (α) Değerleri
Temsililik	5	0,699
Muhafazakarlık	4	0,774

Model 1’de yer alan değişkenlerin bireysel yatırımcılar tarafından nasıl algılandığını daha spesifik boyutlar altında belirlemek amacı ile faktör analizi uygulanmıştır. Tablo 17’de bireysel yatırımcıların davranışlarını yansıtan faktör analizi sonuçları gösterilmektedir.

Tablo 17: Model 1 ile ilgili Bireysel Yatırımcı Davranışı Faktörleri ve Faktör Yükleri

Faktörler	Değişkenler	1	2
Temsililik	S7 Türkiye’de, hisse senedi ile ilgili üst üste alınan iki-üç çarpıcı haber, hisse alım satımını etkiler.	,756	
	S8 Geçmişte ben de iki üç çarpıcı haberle yönlendirildim, hisse alım satımı yaptım.	,690	
	S6 Alım satım yaparken, hisse senedi ile ilgili en son veya olağandışı görünen unsurlara göre hareket ederim.	,689	
	S26 Alım satım yaparken, hisse senedi ile ilgili eski tarihli ve yeni tarihli bütün unsurlara göre hareket ederim.	,494	
	S5 Yatırımcılar, alım satım yaparken, hisse senedi ile ilgili eski tarihli ve yeni tarihli bütün unsurlara göre hareket ederler.	,454	
Muhafazakarlık	S1 Fiyatının artacağını düşündüğün bir hisse senedi ile ilgili açıklanan birkaç olumsuz haber düşüncemi değiştirmez.		,821
	S2 Hisse senedi ile ilgili düşüncelerimi oluştururken çok dikkatli davranırım ve daha sonra düşüncelerimi kolay kolay değiştirmem.		,737
	S3 Türkiye’deki yatırımcıların çoğu, bir hisseyi iyi kabul ettikten sonra, kötü haberleri fazla dikkate almazlar.		,655
	S4 Kötü olan bir şirketin, iyileşmekte olduğuna dair elde ettiğim bilgileri değerlendiremediğim oldu.		,491

Varimax Rotasyonlu Temel Bileşenler Faktör Analizi. Kaiser-Meyer-Olkin Örneklem Yeterliliği: ,813.
Bartlett Küresellik Testi: $p < 0,05$; χ^2 : 707,916, df: 36. Açıklanan Toplam Varyans: % 48,068.

Literatürde faktör analizine uygunluk konusunda KMO değerinin en az 0,50 ve Bartlett testi sonucunun anlamlı olması gerekmektedir. Bu doğrultuda davranışsal finans boyutlarını belirlemek için faktör analizine tabi tutulan verilerin, KMO değerinin ve Bartlett testi değerlerinin faktör analizi için uygun olduğu görülmektedir (KMO değeri 0,813. Bartlett Testi sonucu $p < 0,05$). Diğer taraftan faktör analizi için temel bileşenler analizi ve varimax döndürme tekniği kullanılmıştır.

Tablo 17 incelendiğinde analize alınan 9 maddenin iki faktör altında toplandığı görülmektedir. Bu iki faktörün ölçeğe ilişkin açıkladıkları varyans % 48,068 dir. Buna göre analizde ortaya çıkan iki faktörün birlikte varyansın çoğunluğunu açıkladıkları söylenebilir. Önemli olarak belirlenen bu iki faktörden birincisinin ölçeğe ilişkin açıkladığı toplam varyans %24,192, ikincisinin ise %23,876 dır.

Analiz sonuçlarına göre birinci faktör (temsillik) 5 maddeden, ikinci faktör (muhafazakarlık) 4 maddeden oluşmaktadır. Birinci faktörde yer alan maddelerin faktör yük değerleri 0,756 ile 0,494 arasında değişmektedir. İkinci faktörde yer alan maddelerin faktör yük değerleri 0,821 ile 0,491 arasında değişmektedir.

Faktörlerdeki maddelerin içerikleri dikkate alınarak isimlendirme yapılmıştır. Birinci faktörde yer alan maddelerin tümünün temsillik davranışı ile ilgili olduğu düşünülerek bu faktöre temsillik davranışı ismi verilmiştir. İkinci faktörde yer alan maddelerin muhafazakarlık davranışı ile ilgili olduğu düşünülerek bu faktöre muhafazakarlık davranışı ismi verilmiştir. Bu doğrultuda:

H1: İMKB'DE işlem yapan bireysel yatırımcılar muhafazakarlık davranışı etkisi altında kalarak işlem yapmaktadır.

H2: İMKB'DE işlem yapan bireysel yatırımcılar temsillik davranışı etkisi altında kalarak işlem yapmaktadır.

Hipotezlerinin istatistiksel anlamda geçerli olduğu ve kabul edildiği söylenebilir.

Model 2 İle İlgili Faktör Analizi

Model 2 ile ilgili faktörlerin soru sayıları ve Cronbach alfa değerleri Tablo 18'de gösterilmektedir. Tablodaki veriler değerlendirildiğinde modelin içsel güvenirliliğinin yeterli olduğu söylenebilir.

Tablo 18: Model 2 ile ilgili Faktörlerin Soru Sayıları ve Güvenilirlik (α) Değerleri

Faktörler	Soru sayısı	Cronbach Alfa (α) Değerleri
Aşırı Güven	5	0,759
Kendine Atfetme	5	0,729

Ölçek de yer alan değişkenlerin bireysel yatırımcılar tarafından nasıl algılandığını daha spesifik boyutlar altında belirlemek amacı ile faktör analizi uygulanmıştır. Tablo 19’da bireysel yatırımcıların davranışlarını yansıtan faktör analizi sonuçları gösterilmektedir.

Tablo 19: Model 2 ile ilgili Faktörler ve Faktör Yükleri

Faktörler	Değişkenler	f
Aşırı Güven - Kendine Atfetme	S13 Yatırımcılar, hisse senetleri hakkında sahip oldukları düşünceleri destekleyen bilgilere, daha çok önem verirler.	,799
	S9 Alım satım yapmadan önce, piyasanın genelinin bilmediği özel bilgileri elde etmek, benim için çok önemlidir.	,775
	S27 Piyasanın genelinin bilmediği özel bilgilere sahip yatırımcılar, piyasanın genelinden daha fazla kazanç elde ederler.	,709
	S11 Bireysel yatırımcılar, elde ettikleri özel bilgilere, kamuya açıklanan bilgilerden daha fazla önem verirler.	,709
	S16 Aldığım bir hisse senedi zarar ettirmiş olsa da zaman içerisinde, zararı telafi edeceğime inanırım.	,693
	S14 Bir hissenin fiyatının yükseleceğine inanıyorsam, olumsuz bilgileri fazla dikkate almam.	,642
	S28 Bir hisse senedi ile ilgili oluşturduğum düşüncelere uymayan bilgilere, şüphe ile yaklaşırım.	,603
	S12 Hakkında özel bilgiler elde ettiğim hisselerle ilgili tahminlerime, çok güvenirim.	,580
	S10 Geçmişte, piyasanın bilmediği özel bilgileri elde ederek, karlı alım satımlar yaptım.	,533
	S15 Hatalı hisse alım-satımı yaptığımı kabullenmem zor olur.	,439

Varimax Rotasyonlu Temel Bileşenler Faktör Analizi. Kaiser-Meyer-Olkin Örnekleme Yeterliliği: ,883. Bartlett Küresellik Testi: $p < 0,05$; x^2 : 1277,102, df: 45. Açıklanan Toplam Varyans: % 43,144.

Model 2 ile ilgili davranışsal finans boyutlarını belirlemek için faktör analizine tabi tutulan verilerin KMO değerinin ve Bartlett testi değerlerinin faktör analizi için uygun olduğu görülmektedir (KMO değeri 0,883. Bartlett Testi sonucu $p < 0,05$). Diğer taraftan faktör analizi için temel bileşenler analizi ve varimax döndürme tekniği kullanılmıştır.

Tablo 19 incelendiğinde analize alınan on maddenin bir faktör altında toplandığı görülmektedir. Bu tek faktörün ölçeğe ilişkin açıkladıkları varyans % 43,144 dir. Buna göre analizde ortaya çıkan tek faktörün varyansın çoğunluğunu açıkladıkları söylenebilir. Belirlenen bu tek faktörün ölçeğe ilişkin açıkladığı toplam varyans

%43,144 dür. Faktörde yer alan maddelerin faktör yük değerleri 0,799 ile 0,439 arasında değişmektedir.

Faktördeki maddelerin içerikleri dikkate alınarak isimlendirme yapılmıştır. Faktörde yer alan maddelerin hem aşırı güven hem de kendine atfetme davranışları ile ilgili olduğu düşünülerek bu faktöre aşırı güven ve kendine atfetme davranışı ismi verilmiştir. Buna göre;

H3: İMKB'DE işlem yapan bireysel yatırımcılar aşırı güven davranışı etkisi altında kalarak işlem yapmaktadır.

H4: İMKB'DE işlem yapan bireysel yatırımcılar kendine atfetme davranışı etkisi altında kalarak işlem yapmaktadır.

Hipotezleri, istatistiksel olarak anlamlı olmadığı için kabul edilmemiştir. Görüldüğü gibi bireysel yatırımcıların finansal davranışları modelin iddia ettiği üzere iki ayrı boyuttan değil iki boyutun harmanlanmasından oluşmaktadır.

Model 3 ile İlgili Faktör Analizi

Model 3 ile ilgili faktör analizi sonuçları ve faktörlerin soru sayıları ve güvenilirlik değerleri Tablo 20'de sunulmaktadır. Tablodaki verilere göre Model 3'ün güvenilirlik değerlerinin yeterli olduğu görülmektedir.

Tablo 20: Model 3 ile ilgili Faktörlerin Soru Sayıları ve Güvenilirlik (α) Değerleri

Faktörler	Soru sayısı	Cronbach Alfa (α) Değerleri
Momentum Yatırımcıları	5	0,755
Haber Avcıları	5	0,760

Ölçekte yer alan değişkenlerin bireysel yatırımcılar tarafından nasıl algılandığını daha spesifik boyutlar altında belirlemek amacı ile faktör analizi uygulanmıştır. Tablo 21'de bireysel yatırımcıların davranışlarını yansıtan faktör analizi sonuçları gösterilmektedir.

Tablo 21: Model 3 ile İlgili Faktörler ve Faktör Yükleri

Faktörler	Değişkenler	1	2
Momentum	S22 Artış trendine giren hisseleri alarak, genellikle karlı çıkmışımıdır.	,805	,099
	S30 Düşüş trendine giren hisseleri satarak, genellikle karlı çıkmışımıdır.	,735	,165
	S23 Yatırımcılar, hisse ile ilgili özel bilgilerden daha çok, mevcut fiyata ve geçmiş fiyat hareketlerine bakarak alım satım yaparlar.	,652	,190
	S24 Piyasanın düşüşe geçtiğini düşünürsem, hisse senedi satışı yaparım.	,624	,201
	S21- Son günlerde yükselmeye başlayan ve belli bir süre daha yükseleceğini düşündüğüm hisseleri alırım.	,574	,366
Haber Avcılığı	S19 Hisse hakkında özel bilgilere sahip olmadan, yüksek karlar elde etmenin çok zor olduğuna inanırım.	,098	,808
	S29 Gelecekteki fiyatı doğru tahmin edebilmek için, özel bilgilere ulaşmak gerekir.	,278	,718
	S18 Ellerinden gelse, bütün yatırımcılar, fiyat hareketlerinden daha ziyade özel bilgilere ulaşabilmeyi isterler.	,088	,703
	S17 Mevcut fiyat ve geçmiş fiyatlardan daha çok, elde ettiğim özel bilgilere göre işlem yaparım.	,259	,569
	S20 Gelecekteki fiyatı tahmin edebilmek için, sadece mevcut fiyatı ve geçmiş fiyat hareketlerini incelemek, yeterli değildir.	,385	,534

Varimax Rotasyonlu Temel Bileşenler Faktör Analizi. Kaiser-Meyer-Olkin Örneklem Yeterliliği: ,856.
Bartlett Küresellik Testi: $p < 0,05$; χ^2 : 1074,076, df: 45. Açıklanan Toplam Varyans: % 51,598.

Model 3 ile ilgili davranışsal finans boyutlarını belirlemek için faktör analizine tabi tutulan verilerin KMO değerinin ve Bartlett testi değerlerinin faktör analizi için uygun olduğu görülmektedir (KMO değeri 0,856. Bartlett Testi sonucu $p < 0,05$).

Tablo 21 incelendiğinde analize alınan on maddenin iki faktör altında toplandığı görülmektedir. Bu iki faktörün ölçeğe ilişkin açıkladıkları varyans % 51,598 dir. Buna göre analizde ortaya çıkan iki faktörün birlikte varyansın çoğunluğunu açıkladıkları söylenebilir. Önemli olarak belirlenen bu iki faktörden birincisinin ölçeğe ilişkin açıkladığı toplam varyans %26,412, ikincisinin ise %25,186 dır.

Analiz sonuçlarına göre birinci faktör (momentum yatırımcıları) beş maddeden, ikinci faktör (haber avcıları) beş maddeden oluşmaktadır. Birinci faktörde yer alan maddelerin faktör yük değerleri 0,805 ile 0,574 arasında değişmektedir. İkinci faktörde yer alan maddelerin faktör yük değerleri 0,808 ile 0,534 arasında değişmektedir.

Faktörlerdeki maddelerin içerikleri dikkate alınarak isimlendirme yapılmıştır. Birinci faktörde yer alan maddelerin tümünün momentum davranışı ile ilgili olduğu düşünülerek bu faktöre “momentum davranışı” ismi verilmiştir. İkinci faktörde yer alan

maddelerin haber avcılığı davranışı ile ilgili olduğu düşünülerek bu faktöre “haber avcılığı davranışı” ismi verilmiştir. Buna göre;

H5: *İMKB’DE işlem yapan bireysel yatırımcılar haber avcılığı davranışı etkisi altında kalarak işlem yapmaktadır.*

H6: *İMKB’DE işlem yapan bireysel yatırımcılar momentum davranışı etkisi altında kalarak işlem yapmaktadır.*

Hipotezleri, istatistiksel açıdan anlamlı olduğu için kabul edilmiştir.

3.10. Farklılık Testleri

İMKB’de alım satım yapan bireylerin davranışlarının cinsiyet açısından farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla yapılan t-testi sonuçları tablo 22’de gösterilmektedir.

Tablo 22: Bireysel Yatırımcıların Davranışlarının Cinsiyet Özelliklerine Göre Farklılığı

Davranış	Cinsiyet	N	Ort	S	sd	T	P
Muhafazakarlık	Bayan	82	11,1463	3,20540	404	-,709	,479
	Erkek	324	11,4352	3,31692			
Temsililik	Bayan	82	12,8171	3,74208	399	-,687	,492
	Erkek	319	13,2038	4,72573			
Momentum	Bayan	82	14,0366	3,79553	402	-,278	,781
	Erkek	322	14,1832	4,37929			
Haber Avcılığı	Bayan	82	12,9634	3,97661	403	,031	,975
	Erkek	323	12,9474	4,27186			
Aşırı Kendine Güven	Bayan	83	26,7349	7,33532	398	398	,806
	Erkek	317	26,9716	7,95373			

Tablo 22’deki değerlere göre bireysel yatırımcıların davranışları cinsiyete göre anlamlı bir farklılık göstermemektedir ($p > 0,05$). Buna göre;

H7: *“Hisse senedi alım satımı yapan bireysel yatırımcıların davranışları cinsiyet özelliklerine göre farklılaşmaktadır”* hipotezi istatistiksel olarak anlamlı olmadığı için reddedilmiştir.

Tablo 23: Bireysel Yatırımcıların Davranışlarının Yaş Özelliklerine Göre Farklılığı

Davranışlar		KarelerToplamı	Df	Kareler Ortalaması	F	Sig.
Momentum	Gruplararasıda	34,050	4	8,513	,466	,761
	Grupçinde	7290,435	399	18,272		
	Toplam	7324,485	403			
Haber Avcılığı	Gruplararasıda	41,896	4	10,474	,589	,671
	Grupçinde	7115,116	400	17,788		
	Toplam	7157,012	404			
Temsililik	Gruplararasıda	35,412	4	8,853	,427	,789
	Grupçinde	8210,353	396	20,733		
	Toplam	8245,766	400			
Muhafazakarlık	Gruplararasıda	18,142	4	4,536	,416	,797
	Grupçinde	4373,200	401	10,906		
	Toplam	4391,342	405			
Aşırı Kendine Güven	Gruplararasıda	76,984	4	19,246	,312	,870
	Grupçinde	24329,613	395	61,594		
	Toplam	24406,598	399			

Hisse senedi alım satımı yapan bireysel yatırımcıların davranışlarının, yaş gruplarına göre, anlamlı bir fark gösterip göstermediğini test etmek için uygulanan ANOVA analizi sonuçları Tablo 23'te verilmiştir. Analiz sonuçları bireysel yatırımcıların davranışlarının yaş grupları bakımından istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık olmadığını göstermektedir. ($p > 0,05$). Başka bir deyişle bireysel yatırımcıların davranışlarının yaş grupları ile çok ilişkili olmadığı söylenebilir.

H8: “Hisse senedi alım satımı yapan bireysel yatırımcıların davranışları yaş gruplarına göre farklılaşmaktadır” hipotezi istatistiksel olarak anlamlı olmadığı için reddedilmiştir.

Tablo 24: Bireysel Yatırımcıların Davranışlarının Gelir Durumlarına Göre Farklılığı

Davranışlar		Kareler Toplamı	Df	Kareler Ortalaması	F	Sig.
Momentum	Gruplararasıda	110,408	4	27,602	1,527	,194
	Grupiçinde	7214,077	399	18,080		
	Toplam	7324,485	403			
Haber Avcılığı	Gruplararasıda	86,540	4	21,635	1,224	,300
	Grupiçinde	7070,472	400	17,676		
	Toplam	7157,012	404			
Temsililik	Gruplararasıda	83,900	4	20,975	1,018	,398
	Grupiçinde	8161,865	396	20,611		
	Toplam	8245,766	400			
Muhafazakarlık	Gruplararasıda	55,212	4	13,803	1,276	,279
	Grupiçinde	4336,130	401	10,813		
	Toplam	4391,342	405			
Aşırı Kendine Güven	Gruplararasıda	627,794	4	156,949	2,607	,035
	Grupiçinde	23778,803	395	60,200		
	Toplam	24406,597	399			

Hisse senedi alım satımı yapan bireysel yatırımcıların davranışlarının, gelir durumlarına göre anlamlı bir fark gösterip göstermediğini test etmek için uygulanan ANOVA analizi sonuçları Tablo 24’te verilmiştir. Analiz sonuçları bireysel yatırımcıların davranışlarının; (momentum, haber avcılığı, temsililik ve muhafazakarlık davranışları dikkate alınarak), gelir durumları bakımından istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık olmadığını göstermektedir ($p>0,05$). Başka bir deyişle bireysel yatırımcıların momentum, haber avcılığı, temsililik ve muhafazakarlık davranışlarının gelir durumları ile çok ilişkili olmadığı söylenebilir. Buna göre;

H9: “Hisse senedi alım satımı yapan bireysel yatırımcıların davranışları, gelir durumlarına göre, farklılaşmaktadır” hipotezi istatistiksel olarak kısmen reddedilmiştir.

Ancak analiz sonuçları; bireysel yatırımcıların davranışlarının, aşırı güven ve kendine atfetme davranışı dikkate alınarak, gelir durumları bakımından istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık göstermektedir ($p<0,05$). Bu nedenle; bireysel yatırımcıların aşırı güven ve kendine atfetme davranışlarının gelir durumları ile ilişkili olduğu ve gelir düzeyi değiştikçe aşırı güven ve kendine atfetme davranışının değiştiği söylenebilir.

Tablo 25: Bireysel Yatırımcıların Davranışlarının Bilgi Kaynaklarına Göre Farklılığı

Davranışlar		Kareler Toplamı	Df	Kareler Ortalaması	F	Sig.
Momentum	Gruplararası	149,968	5	29,994	1,660	,143
	Grupiçinde	7174,494	397	18,072		
	Toplam	7324,462	402			
Haber Avcılığı	Gruplararası	147,304	5	29,461	1,673	,140
	Grupiçinde	7008,605	398	17,610		
	Toplam	7155,908	403			
Temsili	Gruplararası	86,603	5	17,321	,837	,524
	Grupiçinde	8149,375	394	20,684		
	Toplam	8235,977	399			
Muhafazakar	Gruplararası	81,540	5	16,308	1,512	,185
	Grupiçinde	4304,139	399	10,787		
	Toplam	4385,679	404			
Aşırı-kendine güven	Gruplararası	362,538	5	72,508	1,186	,315
	Grupiçinde	24028,635	393	61,142		
	Toplam	24391,173	398			

Hisse senedi alım satımı yapan bireysel yatırımcıların davranışlarının, bilgi kaynaklarına göre anlamlı bir fark gösterip göstermediğini test etmek için uygulanan ANOVA analizi sonuçları Tablo 25’te verilmiştir. Analiz sonuçları bireysel yatırımcıların davranışlarının yaş grupları bakımından istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık olmadığını göstermektedir. ($p > 0,05$). Başka bir deyişle bireysel yatırımcıların davranışlarının bilgi kaynakları ile çok ilişkili olmadığı söylenebilir.

H10: “Hisse senedi alım satımı yapan bireysel yatırımcıların davranışları bilgi kaynaklarına göre farklılaşmaktadır” hipotezi istatistiksel olarak anlamlı olmadığı için reddedilmiştir.

Tablo 26: Bireysel Yatırımcıların Davranışlarının, Karar Verirken Dikkate Aldıkları Faktörlere Göre Farklılığı

Davranışlar		Kareler Toplamı	Df	Kareler Ortalaması	F	Sig.
Momentum	Gruplararası	170,017	8	21,252	1,173	,314
	Grupiçinde	7154,468	395	18,113		
	Toplam	7324,485	403			
Haber Avcılığı	Gruplararası	332,931	8	41,616	2,415	,015
	Grupiçinde	6824,082	396	17,233		
	Toplam	7157,012	404			
Temsililik	Gruplararası	249,532	8	31,191	1,529	,145
	Grupiçinde	7996,234	392	20,399		
	Toplam	8245,766	400			
Muhafazakarlık	Gruplararası	83,068	8	10,383	,957	,470
	Grupiçinde	4308,274	397	10,852		
	Toplam	4391,342	405			
Aşırı Kendine Güven	Gruplararası	1273,626	8	159,203	2,691	,007
	Grupiçinde	23132,971	391	59,164		
	Toplam		399			

Hisse senedi alım satımı yapan bireysel yatırımcıların davranışlarının, karar verirken dikkate aldıkları faktörlere göre anlamlı bir fark gösterip göstermediğini test etmek için uygulanan ANOVA analizi sonuçları Tablo 26’da verilmiştir. Analiz sonuçları bireysel yatırımcıların momentum, temsililik ve muhafazakarlık davranışlarının karar verirken dikkate aldıkları faktörler bakımından istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık olmadığını göstermektedir ($p>0,05$). Başka bir deyişle bireysel yatırımcıların momentum, temsililik ve muhafazakarlık davranışlarının, karar verirken dikkate aldıkları faktörler ile çok ilişkili olmadığı söylenebilir. Buna göre;

H11: “Hisse senedi alım satımı yapan bireysel yatırımcıların davranışları, karar verirken dikkate aldıkları faktörlere, göre farklılaşmaktadır” hipotezi istatistiksel olarak kısmen reddedilmiştir.

Ancak, analiz sonuçları, bireysel yatırımcıların haber avcılığı, aşırı güven ve kendine atfetme davranışlarının karar verirken dikkate aldıkları faktörler bakımından istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık olduğunu göstermektedir ($p<0,05$). Bu nedenle bireysel yatırımcıların haber avcılığı, aşırı güven ve kendine atfetme davranışlarının, karar verirken dikkate aldıkları faktörler ile ilişkili olduğu ve faktörler değiştikçe yatırımcıların bu davranışlarında farklılıklar olduğu söylenebilir.

Tablo 27: Bireysel Yatırımcıların Davranışlarının, Hisseleri Ortalama Elde Tutma Sürelerine Göre Farklılığı

Davranışlar		Kareler Toplamı	Df	Kareler Ortalaması	F	Sig.
Momentum	Gruplararasıda	90,233	4	22,558	1,239	,294
	Grup içinde	7189,357	395	18,201		
	Toplam	7279,590	399			
Haber Avcılığı	Gruplararasıda	17,055	4	4,264	,238	,917
	Grup içinde	7104,626	396	17,941		
	Toplam	7121,681	400			
Temsililik	Gruplararasıda	32,683	4	8,171	,391	,815
	Grup içinde	8187,660	392	20,887		
	Toplam	8220,343	396			
Muhafazakarlık	Gruplararasıda	73,844	4	18,461	1,702	,149
	Grup içinde	4306,437	397	10,847		
	Toplam	4380,281	401			
Aşırı Kendine Güven	Gruplararasıda	137,962	4	34,490	,560	,692
	Grup içinde	24064,369	391	61,546		
	Toplam	24202,331	395			

Hisse senedi alım satımı yapan bireysel yatırımcıların davranışlarının, hisseleri ortalama elde tutma sürelerine, göre anlamlı bir fark gösterip göstermediğini test etmek için uygulanan ANOVA analizi sonuçları Tablo 27’de verilmiştir. Analiz sonuçları bireysel yatırımcıların davranışlarının, hisseleri ortalama elde tutma süreleri, bakımından istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık olmadığını göstermektedir ($p > 0,05$). Başka bir deyişle bireysel yatırımcıların davranışlarının, karar verirken dikkate aldıkları faktörler ile çok ilişkili olmadığı söylenebilir.

H12: “Hisse senedi alım satımı yapan bireysel yatırımcıların davranışları, hisseleri ortalama elde tutma sürelerine, göre farklılaşmaktadır” hipotezi istatistiksel olarak anlamlı olmadığı için reddedilmiştir.

Tablo 28: Bireysel Yatırımcıların Davranışlarının Portföydeki Hisse Sayısına Göre Farklılığı

Davranışlar		Kareler Toplamı	Df	Kareler Ortalaması	F	Sig.
Momentum	Gruplararası	122,666	4	30,666	1,709	,147
	Grupiçinde	7140,099	398	17,940		
	Toplam	7262,764	402			
Haber Avcılığı	Gruplararası	127,632	4	31,908	1,818	,125
	Grupiçinde	7003,821	399	17,553		
	Toplam	7131,453	403			
Temsililik	Gruplararası	49,334	4	12,333	,602	,662
	Grupiçinde	8098,666	395	20,503		
	Toplam	8148,000	399			
Muhafazakarlık	Gruplararası	44,553	4	11,138	1,026	,394
	Grupiçinde	4344,148	400	10,860		
	Toplam	4388,701	404			
Aşırı Kendine Güven	Gruplararası	415,781	4	103,945	1,721	,144
	Grupiçinde	23792,144	394	60,386		
	Toplam	24207,925	398			

Hisse senedi alım satımı yapan bireysel yatırımcıların davranışlarının, portföydeki hisse senedi sayısına, göre anlamlı bir fark gösterip göstermediğini test etmek için uygulanan ANOVA analizi sonuçları Tablo 28’de verilmiştir. Analiz sonuçları bireysel yatırımcıların davranışlarının, portföydeki hisse senedi sayısı, bakımından istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık olmadığını göstermektedir ($p > 0,05$). Başka bir deyişle bireysel yatırımcıların davranışlarının, portföylerindeki hisse senedi sayısı ile çok ilişkili olmadığı söylenebilir.

H13: “Hisse senedi alım satımı yapan bireysel yatırımcıların davranışları, portföylerindeki hisse senedi sayısına, göre farklılaşmaktadır” hipotezi istatistiksel olarak anlamlı olmadığı için reddedilmiştir.

Tablo 29: Bireysel Yatırımcıların Davranışlarının, Borsa Hakkındaki Bilgi Düzeylerine Göre Farklılığı

Davranışlar		Kareler Toplamı	Df	Kareler Ortalaması	F	Sig.
Momentum	Gruplararası	18,750	2	9,375	,515	,598
	Grupiçinde	7282,188	400	18,205		
	Toplam	7300,938	402			
Haber Avcılığı	Gruplararası	43,010	2	21,505	1,212	,299
	Grupiçinde	7114,000	401	17,741		
	Toplam	7157,010	403			
Temsililik	Gruplararası	25,333	2	12,666	,612	,543
	Grupiçinde	8219,665	397	20,704		
	Toplam	8244,998	399			
Muhafazakarlık	Gruplararası	12,765	2	6,382	,586	,557
	Grupiçinde	4376,677	402	10,887		
	Toplam	4389,442	404			
Aşırı Kendine Güven	Gruplararası	153,682	2	76,841	1,260	,285
	Grupiçinde	24151,105	396	60,988		
	Toplam	24304,787	398			

Hisse senedi alım satımı yapan bireysel yatırımcıların davranışlarının, borsa hakkındaki bilgi düzeylerine, göre anlamlı bir fark gösterip göstermediğini test etmek için uygulanan ANOVA analizi sonuçları Tablo 29’da verilmiştir. Analiz sonuçları bireysel yatırımcıların davranışlarının, borsa hakkındaki bilgi düzeyleri, bakımından istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık olmadığını göstermektedir ($p>0,05$). Başka bir deyişle bireysel yatırımcıların davranışlarının, borsa hakkındaki bilgi düzeyleri ile çok ilişkili olmadığı söylenebilir.

H14: “Hisse senedi alım satımı yapan bireysel yatırımcıların davranışları, borsa hakkındaki bilgi düzeylerine, göre farklılaşmaktadır” hipotezi istatistiksel olarak anlamlı olmadığı için reddedilmiştir.

3.11. Davranışsal Finans Ölçüm Modelleri ile İlgili Doğrulayıcı Faktör Analizleri

Literatürde doğrulayıcı faktör analizi, açıklayıcı faktör analiz modelinin bir uzantısı olarak kabul edilmekte ve gizli değişkenler (faktörler) ile gözlenen ölçümler (değişken) arasındaki ilişkileri ölçmeye olanak sağlayan, doğrulayıcı karakterli bir Yapısal Eşitlik

Modellemesi türü olarak tartışılmaktadır (Yılmaz ve Çelik, 2009). Doğrulayıcı faktör analizi genel olarak klasik faktör analizi çalışmalarından sonra uygulanan bir yöntem dir. Açıklayıcı faktör analizi çalışmasıyla belirlenen faktör yapıları doğrulayıcı faktör analizine tabi tutulmakta ve ölçüm modeli geliştirme sürecinin ilk aşamalarında son derece etkili olmaktadır (Şimşek, 2007).

Bir ölçüm modelinde örtük değişken ve gözlenen değişken olmak üzere iki tür değişken yapısı vardır. Örtük değişken, klasik faktör analizindeki faktörlere denk gelmektedir. Gözlenen değişkenler ise önermeleri ifade etmektedir. Örtük değişkenler belirli bir ölçme birimine sahip değildirler. Ölçüm modelinde örtük değişkenleri temsil eden referans değişkenler vardır. Referans değişken, açıklayıcı faktör analizindeki faktör yükü en fazla olan değişkene benzetilmektedir. Ölçüm modelinde yer alan bir diğer öge tek yönlü oklardır. Tek yönlü oklar, örtük değişkenlerin gözlenen değişkenleri etkileme düzeylerini (regresyon katsayılarını) gösterir. Ayrıca ölçüm modelinde her bir gözlenen değişkende örtük değişken tarafından açıklanamayan varyansı gösteren öğelerde vardır. Bu öğeler söz konusu ölçme modeli ile açıklanamayan bir özelliğin var olduğunu gösterir.

Ölçüm modelinin değerlendirilmesinde kullanılan ve geçerliliği kabul edilen çeşitli uyum endeksleri vardır. Bu değerler, modelin ölçüm yeteneğinin ne ölçüde uygun olduğu, önerilen model ile eldeki verinin ne oranda uyduğu hakkında bilgi vermektedir. Diğer bir ifade ile gözlenen değişkenlerin kovaryans matrisi ile gizli (örtük) değişkenlerin kovaryans matrisinin ne ölçüde uyum gösterdiğine karşılık gelmektedir. Kovaryans matrisi, maksimum düzeyde küçülünceye kadar iterasyon devam etmekte ve sonuçta küçülmenin mümkün olmadığı noktada çözüm elde edilmektedir. Bu çözümün sonucunda elde edilen değer, iki matrisin ne oranda uyduğuna göstermektedir (Çokluk ve diğ., 2010). Ölçüm modellerinin uyumluluğunun değerlendirilmesinde çoklukla kullanılan ölçütler aşağıda sıralanmaktadır (Çokluk ve diğ., 2010);

- Ki-Kare (χ^2) İyilik Uyumu (Chi-Square Goodness of Fit)
- İyilik Uyumu İndeksi (Goodness of fit Index, GFI)

- Düzenlenmiş İyilik Uyum İndeksi (Adjusted Goodness of Fit Index, AGFI):
- Yaklaşık Hataların Ortalama Karekökü (Root Mean Square Error Of Approximation, RMSEA):
- Artık Ortalamaların Karekökü (Root Mean Square Residuals, RMR)
- Standardize Edilmiş Artık Ortalamaların Karekökü (Standardized Root Mean Square Residuals, RMR):
- Karşılaştırmalı Uyum İndeksi (Comparative Fix Index, CFI):
- Normleştirilmiş Uyum İndeksi (Normed Fit Index, NFI)
- Normleştirilmemiş Uyum İndeksi (Non-normed Fit Index, NNFI):

Literatürde yukarıda belirtilen uyum indekslerinin “iyi uyum” ve “kabul edilebilir uyum” durumları ile ilgili değerler Tablo 30’da sunulmaktadır.

Tablo 30: Ölçüm Modelinin Uyumluluğunu Değerlendirme Yaklaşımları

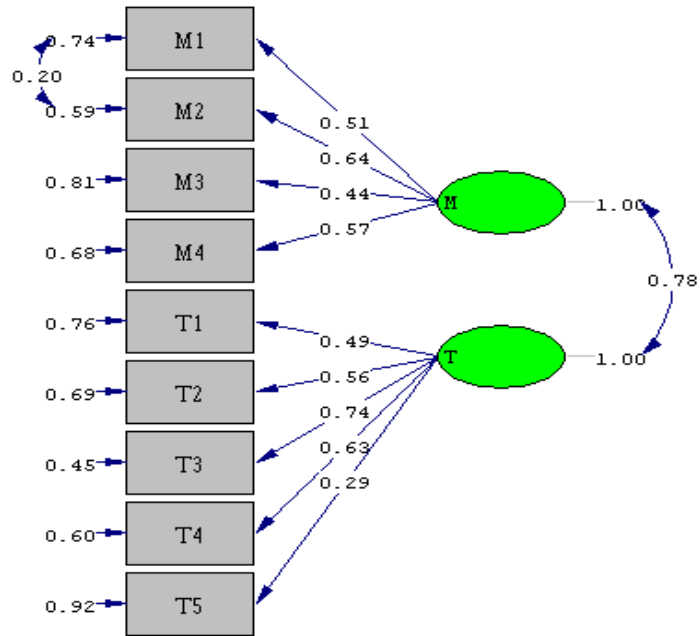
Uyum Ölçüsü	İyi Uyum	Kabul Edilebilir Uyum
χ^2	$0 \leq \chi^2 \leq 2sd$	$2sd \leq \chi^2 \leq 3sd$
p değeri	$0.05 \leq p \leq 1.00$	$0.01 \leq p \leq 0.05$
χ^2 / sd	$0 \leq \chi^2 / sd \leq 2$	$2 \leq \chi^2 / sd \leq 3$
RMSEA	$0 \leq RMSEA \leq 0.05$	$0.05 \leq RMSEA \leq 0.08$
Yakın uyum testi için p değeri (RMSEA<0.05)	$0.01 \leq p \leq 1.00$	$0.05 \leq p \leq 0.10$
Güven aralığı (CI)	RMSEA’ya yakın, CI’nın sol sınırı 0 (CI=0)	RMSEA’ya yakın
SRMR	$0 \leq SRMR \leq 0.05$	$0.05 \leq SRMR \leq 0.10$
NFI	$0.95 \leq NFI \leq 1.00$	$0.90 \leq NFI \leq 0.95$
NNFI	$0.97 \leq NNFI \leq 1.00$	$0.95 \leq NNFI \leq 0.97$
CFI	$0.97 \leq CFI \leq 1.00$	$0.95 \leq CFI \leq 0.97$
GFI	$0.95 \leq GFI \leq 1.00$	$0.90 \leq GFI \leq 0.95$
AGFI	$0.90 \leq GFI \leq 1.00$ GFI’ya yakın	$0.85 \leq GFI \leq 0.90$ GFI’ya yakın

Kaynak: Yılmaz ve Çelik (2009; 47)

3.11.1. Barberis ve Diğerlerinin Modeline (Model 1) İlişkin Bulgular

Model 1'e ilişkin ölçüm modelinin oluşturulması için doğrulayıcı faktör analizi kullanılmıştır. Doğrulayıcı faktör analizine ilişkin sonuçlar Şekil 4'te görülmektedir. Model 1 için yapılan analiz sonucunda, İMKB'de hisse senedi alım satımı yapan bireysel yatırımcıların finansal davranışlarının muhafazakarlık davranışı ve temsililik davranışı olmak üzere gruba ayrıldığı görülmektedir. Şekil 4'teki bulgular literatürü doğrular niteliktedir. Bireysel yatırımcıların finansal davranışlarını belirlemek için yapılan doğrulayıcı faktör analizi sunucunda, ölçüm modelinin ilk seferde kabul edilebilir bir uyum düzeyinde olduğu görülmüştür. Fakat modele yönelik daha iyi uyum iyilik düzeyleri elde etmek için modifikasyon (düzeltme indisleri) uygulamalarından yararlanılmıştır. Bu doğrultuda M1-M2 değişkenlerinin hataları (açıklanamayan varyansları) ilişkilendirilmiştir. Analiz sonrasında ortaya çıkan standartlaştırılmış çözüm değerleri Şekil 4'te görülmektedir.

Şekil 4: Model 1 ile İlgili Standartlaştırılmış Çözüm Değerleri



Chi-Square=56.44, df=25, P-value=0.00032, RMSEA=0.056

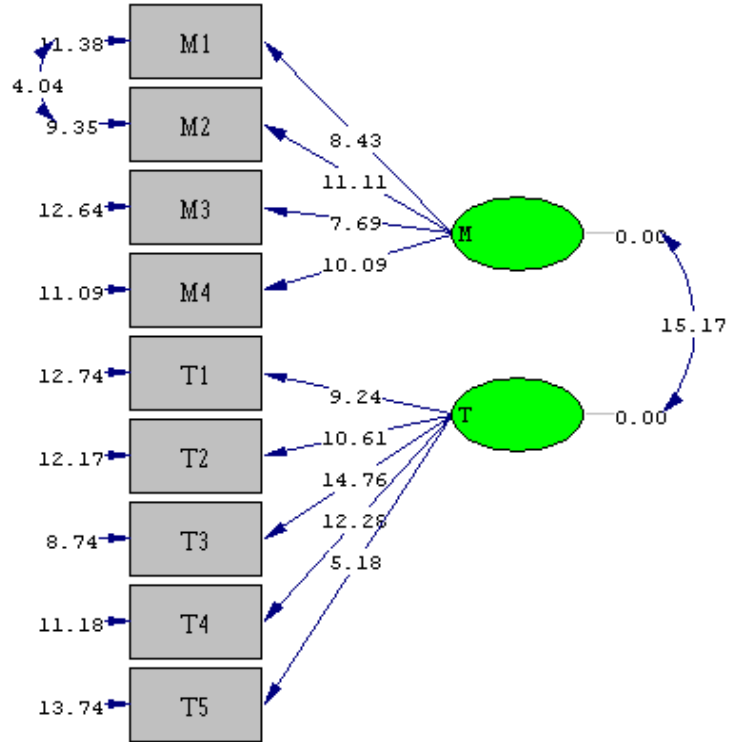
Model 1 için elde edilen bulgular istatistiksel açıdan değerlendirildiğinde, χ^2 değerinin serbestlik derecesine (sd) oranının ($\chi^2=56.44/sd=25$) = 2.25 olduğu görülmektedir. χ^2/sd oranının 3 olması kabul edilebilir bir uyuma, 2 olması ise iyi bir uyuma işaret etmektedir. Dolayısıyla Model 1'in kabul edilebilir bir uyum değerine sahip olduğu anlaşılmaktadır. Dikkate alınan bir diğer değer P değeridir. P değeri beklenen kovaryans matrisi ile gözlenen kovaryans matrisleri arasındaki (χ^2 değerinin) manidarlığı hakkında bilgi vermektedir (Çokluk, 2010). Elde edilen bulgulara göre P değeri 0.00032 dir. Dolayısıyla bu değer 0,05 düzeyinde anlamlıdır. Değerlendirmeye alınan son uyum indeksi ise RMSEA'dır. RMSEA'nın 0,05'ten küçük olması iyi uyuma, 0,08'den küçük olması ise kabul edilebilir bir uyuma işaret etmektedir. Analiz sonucuna göre (RMSEA=0.056) RMSEA uyum değeri 0,05'ten küçük olduğu için elde edilen uyum değerinin iyi uyuma sahip olduğu ifade edilebilir.

Şekil 4'teki standartlaştırılmış yükler ve her bir gözlenen değişken ile ilgili olduğu gizli değişken arasındaki korelasyonlar incelendiğinde; Örneğin, Muhafazakarlık davranışı gizli değişkeninin ilk göstergesinin (M1) korelasyon katsayısının 0.51 olduğu görülmektedir. M1 gözlenen değişkeninin R^2 'si ise 0.74'dir. Yani M1 gözlenen değişkeni Muhafazakarlık davranışı gizli değişkenini 0.74 oranında açıklamaktadır. Analiz sonuçlarına göre, Muhafazakarlık davranışı faktörüne (gizli değişkeni) ilişkin değişkenliğin en çok M2=0.64 ($R^2=0.59$) değişkeni tarafından açıklandığı tespit edilmiştir. Öte yandan, Muhafazakarlık davranışı faktörüne ilişkin en az değişkenliğin ise M3=0.44 ($R^2=0.81$) değişkeni tarafından açıklandığı anlaşılmaktadır. Temsililik davranışı faktörüne (gizli değişkeni) ilişkin değişkenliğin ise en çok T3=0.74 ($R^2=0.45$) değişkeni tarafından, en az değişkenliğin ise T5=0.29 ($R^2=0.92$) değişkeni tarafından açıklandığı görülmektedir.

Model 1'e ilişkin analiz sonucunda, Türkiye'deki bireysel yatırımcıların finansal davranışının iki boyuttan oluştuğu görülmektedir. Bu boyutlar Muhafazakarlık Davranışı (M) ve Temsililik Davranışıdır (T). Muhafazakarlık Davranışını (M) oluşturan gözlenen değişkenler; M1 (*Fiyatının artacağını düşündüğüm bir hisse senedi ile ilgili açıklanan birkaç olumsuz haber düşüncemi değiştirmez*), M2 (*Hisse senedi ile ilgili düşüncelerimi oluştururken çok dikkatli davranırım ve daha sonra düşüncelerimi*

kolay kolay değiştirmem), M3 (*Türkiye’deki yatırımcıların çoğu, bir hisseyi iyi kabul ettikten sonra, kötü haberleri fazla dikkate almazlar*), M4 (*Kötü olan bir şirketin, iyileşmekte olduğuna dair elde ettiğim bilgileri değerlendiremediğim oldu*) değişkenlerinden oluşmaktadır. Temsililik Davranışını (T) oluşturan boyutlar ise T1 (*Yatırımcılar, alım satım yaparken, hisse senedi ile ilgili eski tarihli ve yeni tarihli bütün unsurlara göre hareket ederler*), T2 (*Alım satım yaparken, hisse senedi ile ilgili en son veya olağandışı görünen unsurlara göre hareket ederim*), T3 (*Türkiye’de hisse senedi ile ilgili üst üste alınan iki-üç çarpıcı haber, hisse alım satımını etkiler*), T4 (*Geçmişte ben de iki üç çarpıcı haberle yönlendirildim, hisse alım satımı yaptım*), T5 (*Alım satım yaparken, hisse senedi ile ilgili eski tarihli ve yeni tarihli bütün unsurlara göre hareket ederim*), değişkenlerinden oluşmaktadır. Model 1’deki gizli değişkenlerin gözlenen değişkeni açıklama oranlarına ilişkin T-değerleri şekil 5’te görölmektedir.

şekil 5: Model 1 İle İlgili T-Değerleri



Chi-Square=56.44, df=25, P-value=0.00032, RMSEA=0.056

Literatürdeki araştırmalarda T-değerleri 1.96'yı aşarsa 0,05 düzeyinde, 2.56'yı aşarsa 0,01 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olarak kabul edilmektedir (Çokluk, 2010). Analiz sonucunda elde edilen Şekil 5'teki T-değerleri incelendiğinde tüm değerlerin 0,01 düzeyinde anlamlı olduğu görülmektedir.

Tablo 31: Model 1 İçin Ortaya ıkan Uyum Ölçütleri

Uyum Ölçüsü	Değeri	Uyum
χ^2 /sd	2.250	Kabul edilebilir
RMSEA	0.043	İyi Uyum
SRMR	0.036	İyi Uyum
NFI	0.96	İyi Uyum
CFI	0.98	İyi Uyum
GFI	0.98	İyi Uyum
AGFI	0.96	İyi Uyum
PGFI	0.52	İyi Uyum
CN Değeri	406.93	Yeterli

Tablo 31'de Model 1 ile ilgili doğrulatoryıcı faktör analizinin uyum indeksleri görülmektedir. Uyum indeksleri sonuçları incelendiğinde χ^2/sd uyum değerinin kabul edilebilir uyum düzeyinde olduğu ve RMSEA uyum değerinin iyi uyum özelliklerini taşıdığı görülmektedir. SRMR uyum düzeyinin 0.05'in altında olması iyi uyuma, 0.10'in altında olması da kabul edilebilir uyuma karşılık gelmektedir. Bu bağlamda analizde ortaya çıkan SRMR'ın (0.036) uyum indeksinin iyi uyuma sahip olduğu ifade edilebilir. NFI uyum indeksinin 0.90 üzerinde olması kabul edilir uyuma, 0.95 üzerinde olması ise iyi uyuma karşılık gelmektedir. Analiz sonucunda NFI uyum düzeyinin (0.96) iyi uyuma sahip olduğu belirlenmiştir. CFI uyum indeksinin 0.95 üzerinde olması kabul edilir uyuma, 0.97 üzerinde olması ise iyi uyuma karşılık gelmektedir. Analiz sonucunda CFI uyum düzeyinin (0.98) iyi uyum özelliklerini yansıttığı görülmektedir. GFI uyum indeksinin 0.90 üzerinde olması kabul edilir uyuma, 0.95 üzerinde olması ise iyi uyuma karşılık gelmektedir. Analiz sonucunda GFI'nin 0.96 olduğu ve bu değerinde iyi uyuma sahip olduğu ifade edilebilir. Ayrıca, AGFI uyum indeksinin 0.85 üzerinde olması kabul edilir uyuma, 0.90 üzerinde olması ise iyi uyuma karşılık gelmektedir. Analiz sonucunda AGFI'nin 0.96 olduğu ve bu değerinde iyi uyuma sahip olduğu anlaşılmaktadır. Son olarak PGFI uyum indeksinin 1'e yaklaştıkça iyi uyuma, 0'a yaklaştıkça kötü uyuma karşılık gelmektedir. Analiz sonucunda PGFI'nin 0.52 olduğu ve

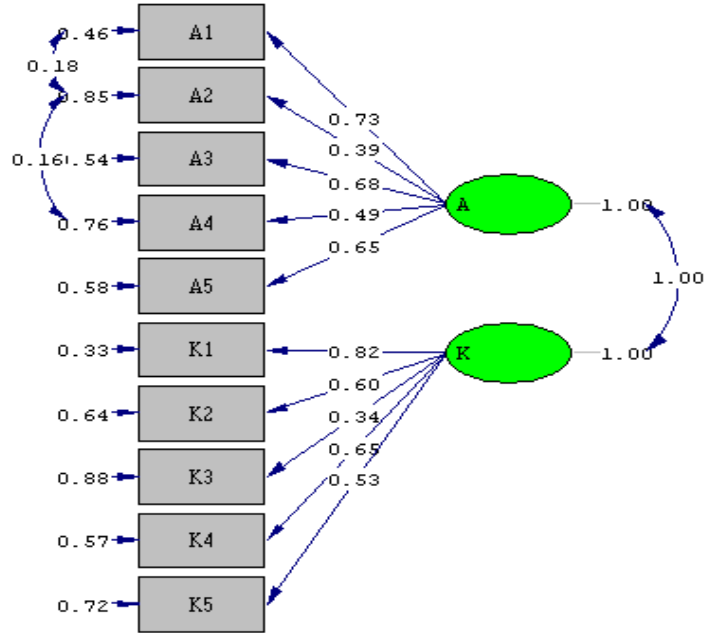
bu değerinde iyi uyuma sahip olduğu ifade edilebilir. Araştırma örnekleminin yeterliliğinin değerlendirildiği kritik N (CN) değeridir. YEM’de 200 ve daha üstü bir değer kritik N istatistiği açısından yeterli bir model uygunluğunun göstergesi olarak kabul edilmektedir. (Yılmaz ve elik, 2009)”. Bu lm modelinin CN değerinin (406.93), 400 birimlik örnekleme için yeterli olduğu söylenebilir.

3.11.2. Daniel ve Diğerlerinin Modeline (Model 2) İlişkin Bulgular

Model 2’ye ilişkin ölçüm modelinin oluşturulması için doğrulatory faktör analizi yapılmıştır. Şekil 6’da görüldüğü gibi doğrulatory faktör analizi sonuçlarına göre Türkiye’de hisse senedi alım satımı yapan bireysel yatırımcıların finansal davranışlarının *Aşırı Kendine Güven Davranışı* ve *Kendine Atfetme Davranışı* olmak üzere iki ilişkili davranış grubundan oluştuğu görülmektedir. Bulguların literatürü doğrular nitelikte olduğu söylenebilir.

Bireysel yatırımcıların finansal davranışlarını belirlemek için yapılan doğrulatory faktör analizi sunucunda, ölçüm modelinin ilk seferde kabul edilebilir bir uyum düzeyinde olduğu görülmüştür. Fakat modele yönelik daha iyi uyum iyilik düzeyleri elde etmek için modifikasyon (düzeltme indisleri) uygulamalarından yararlanılmıştır. Bu doğrultuda A1-A2 ve A2-A4 değişkenlerinin hataları (açıklanamayan varyansları) ilişkilendirilmiştir. Analiz sonrasında ortaya çıkan standartlaştırılmış zm değerleri Şekil 6 ’da görülmektedir.

Şekil 6: Model 2 İle İlgili Standartlaştırılmış Çözüm Değerleri



Chi-Square=98.00, df=32, P-value=0.00000, RMSEA=0.072

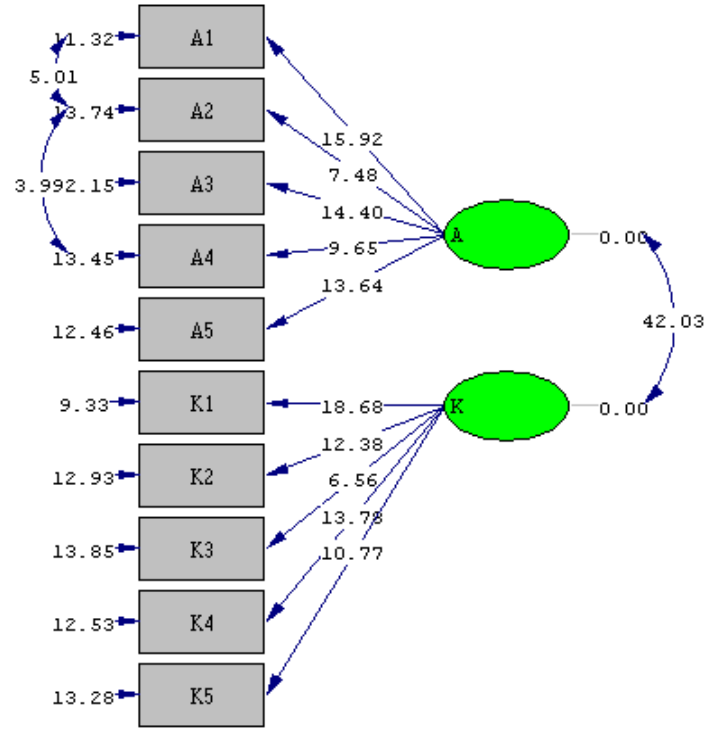
Model 2 için elde edilen bulgular istatistiksel açıdan değerlendirildiğinde, χ^2 değerinin serbestlik derecesine (sd) oranının ($\chi^2=98.00/sd=32$) = 3.06 olduğu görülmektedir. χ^2/sd oranının 3 olması kabul edilebilir bir uyuma, 2 olması ise iyi bir uyuma işaret etmektedir. Dolayısıyla Model 2'nin kabul edilebilir bir uyum değerine sahip olduğu görülmektedir. Model uyumuna yönelik olarak dikkate alınması gereken bir diğer değer P değeridir. P değeri beklenen kovaryans matrisi ile gözlenen kovaryans matrisleri arasındaki uyum hakkında bilgi vermektedir (Çokluk, 2010). Elde edilen bulgulara göre P değeri 0.001 düzeyinde anlamlıdır. Dolayısıyla modelin matris değerleri açısından iyi uyuma sahip olduğu söylenebilir. Değerlendirmeye alınan son uyum indeksi ise RMSEA'dır. RMSEA'nın 0.05'ten küçük olması iyi uyuma, 0.08'den küçük olması ise kabul edilebilir bir uyuma işaret etmektedir. Analiz sonucuna göre (RMSEA=0.072) RMSEA uyum değeri 0.08'ten küçük olduğu için elde edilen uyum değerinin kabul edilebilir bir uyuma sahip olduğu ifade edilebilir.

Şekil 6'daki standartlaştırılmış yükler ve her bir gözlenen değişken ile ilgili olduğu gizli değişken arasındaki korelasyonlar incelendiğinde; Örneğin, Aşırı Güven davranışı gizli

değişkeninin ilk göstergesinin (A1) faktör yükü katsayısının 0.73' olduğu görülmektedir. A1 gözlenen değişkeninin açıklanan varyansı (R^2) ise 0.46'dir. Yani A1 gözlenen değişkeni Aşırı Güven davranışı gizli değişkenini 0.46 oranında açıklamaktadır. Analiz sonuçlarına göre, Aşırı Güven davranışı faktörüne (gizli değişkeni) ilişkin en önemli parametre değerinin $A1=0.73$ ($R^2=0.46$) değişkeninde olduğu görülmektedir. Diğer taraftan Aşırı Güven davranışı gizli değişkenine ilişkin en az değişkenliğin ise $A2=0.39$ ($R^2=0.85$) değişkeni tarafından açıklandığı anlaşılmaktadır. Kendine Atfetme davranışı faktörüne (gizli değişkeni) ilişkin değişkenliğin ise en çok $K1=0.82$ ($R^2=0.33$) değişkeni tarafından, en az değişkenliğin ise $K3=0.34$ ($R^2=0.88$) değişkeni tarafından açıklandığı görülmektedir.

Model 2'ye ilişkin analiz sonucunda, Türkiye'deki bireysel yatırımcıların finansal davranışının iki boyuttan oluştuğu görülmektedir. Bu boyutlar, Aşırı Güven Davranışı (A) ve Kendine Atfetme Davranışı (K). Aşırı Güven Davranışını (A) oluşturan gözlenen değişkenler, A1 (*Alım satım yapmadan önce, piyasanın genelini bilmediği özel bilgileri elde etmek, benim için çok önemlidir*), A2 (*Geçmişte, piyasanın bilmediği özel bilgileri elde ederek, karlı alım satımlar yaptım*), A3 (*Bireysel yatırımcılar, elde ettikleri özel bilgilere, kamuya açıklanan bilgilerden daha fazla önem verirler*), A4 (*Hakkında özel bilgiler elde ettiğim hisselerle ilgili tahminlerime, çok güvenirim*), A5 (*Piyasanın genelini bilmediği özel bilgilere sahip yatırımcılar, piyasanın genelinden daha fazla kazanç elde ederler*), değişkenlerinden oluşmaktadır. Kendine Atfetme Davranışını (K) oluşturan boyutlar ise; K1 (*Yatırımcılar, hisse senetleri hakkında sahip oldukları düşünceleri destekleyen bilgilere, daha çok önem verirler*), K2 (*Bir hissenin fiyatının yükseleceğine inanıyorsam, olumsuz bilgileri fazla dikkate almam*), K3 (*Hatalı hisse alım-satımı yaptığımı kabullenmem zor olur*), K4 (*Aldığım bir hisse senedi, zarar ettirmiş olsa da, zaman içerisinde zararı telafi edeceğimi düşünürüm*), K5 (*Bir hisse senedi ile ilgili oluşturduğum düşüncelere uymayan bilgilere, şüphe ile yaklaşırım*), değişkenlerinden oluşmaktadır.

Şekil 7: Model 2 İle İlgili T- Değerleri



Chi-Square=98.00, df=32, P-value=0.00000, RMSEA=0.072

Model 2'deki gizli değişkenlerin gözlenen değişkeni açıklama oranlarına ilişkin T-değerleri Şekil 7'de görülmektedir. Literatürdeki araştırmalarda T-değerleri 1.96'yi aşarsa 0.05 düzeyinde, 2.56'yi aşarsa 0.01 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olarak kabul edilmektedir (Çokluk, 2010). Analiz sonucunda elde edilen Şekil 7'deki T-değerleri incelendiğinde tüm değerlerin 0.01 düzeyinde anlamlı olduğu görülmektedir.

Tablo 32'de Model 2 ile ilgili doğrulayıcı faktör analizinin uyum indeksleri görülmektedir. Uyum indeksleri sonuçları incelendiğinde χ^2/sd uyum değeri ve RMSEA uyum değerlerinin kabul edilebilir uyum düzeyinde olduğu görülmektedir. SRMR uyum düzeyinin 0.05'in altında olması iyi uyuma, 0.10'ın altında olması da kabul edilebilir uyuma karşılık gelmektedir. Bu bağlamda analizde ortaya çıkan SRMR'ın (0.044) uyum indeksinin iyi uyuma sahip olduğu ifade edilebilir.

Tablo 32: Model 2 İçin Ortaya Çıkan Uyum Ölçütleri

Uyum Ölçüsü	Değeri	Uyum
χ^2 /sd	3.060	Kabul edilebilir
RMSEA	0.072	İyi Uyum
SRMR	0.044	İyi Uyum
NFI	0.96	İyi Uyum
CFI	0.97	İyi Uyum
GFI	0.95	İyi Uyum
AGFI	0.92	İyi Uyum
PGFI	0.55	İyi Uyum
CN Değeri	217.49	Yeterli

NFI uyum indeksinin 0.90 üzerinde olması kabul edilir uyuma, 0.95 üzerinde olması ise iyi uyuma karşılık gelmektedir. Analiz sonucunda NFI uyum düzeyinin (0.96) iyi uyuma sahip olduğu belirlenmiştir. CFI uyum indeksinin 0.95 üzerinde olması kabul edilir uyuma, 0.97 üzerinde olması ise iyi uyuma karşılık gelmektedir. Analiz sonucunda CFI uyum düzeyinin (0.97) iyi uyum özelliklerini yansıttığı görülmektedir. GFI uyum indeksinin 0.90 üzerinde olması kabul edilir uyuma, 0.95 üzerinde olması ise iyi uyuma karşılık gelmektedir. Analiz sonucunda GFI'nin 0.95 olduğu ve bu değerinde iyi uyuma sahip olduğu ifade edilebilir. Ayrıca, AGFI uyum indeksinin 0.85 üzerinde olması kabul edilir uyuma, 0.90 üzerinde olması ise iyi uyuma karşılık gelmektedir. Analiz sonucunda AGFI'nin 0.92 olduğu ve bu değerinde iyi uyuma sahip olduğu anlaşılmaktadır. Son olarak PGFI uyum indeksinin 1'e yaklaştıkça iyi uyuma, 0 yaklaştıkça kötü uyuma karşılık gelmektedir. Analiz sonucunda PGFI'nin 0.55 olduğu ve bu değerinde iyi uyuma sahip olduğu ifade edilebilir. Araştırma örnekleminin yeterliliğinin değerlendirildiği kritik N (CN) değeridir. YEM'de 200 ve daha üstü bir değer kritik N istatistiği açısından yeterli bir model uygunluğunun göstergesi olarak kabul edilmektedir. (Yılmaz ve Çelik, 2009)". Bu ölçüm modelinin CN değerinin (217.49), 400 birimlik örneklem için yeterli olduğu söylenebilir.

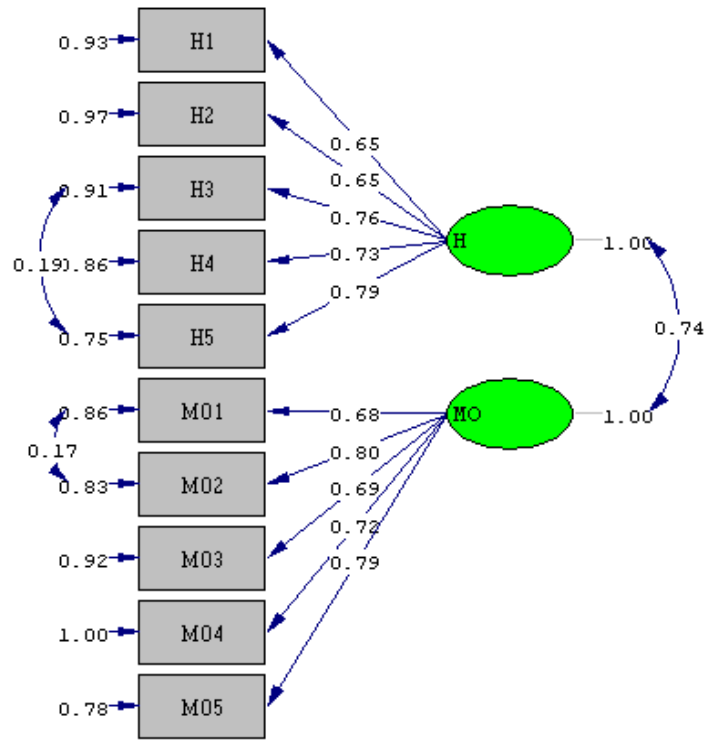
3.11.3. Hong ve Stein'in Modeline (Model 3) İlişkin Bulgular

Model 3'e ilişkin ölçüm modelinin oluşturulması için doğrulayıcı faktör analizi kullanılmıştır. Doğrulayıcı faktör analizine ilişkin sonuçlar Şekil 8'de görülmektedir. Model 3 için yapılan analiz sonucunda, İMKB'de hisse senedi alım satımı yapan

bireysel yatırımcıların finansal davranışlarının Haber Avcılığı Davranışı ve Momentum Davranışı olmak üzere gruba ayrıldığı görülmektedir. Bu bulgular literatürü doğrular niteliktedir.

Bireysel yatırımcıların finansal davranışlarını belirlemek için yapılan doğrulayıcı faktör analizi sunucunda, ölçüm modelinin ilk seferde kabul edilebilir bir uyum düzeyinde olduğu görülmüştür. Fakat modele yönelik daha iyi uyum iyilik düzeyleri elde etmek için modifikasyon (düzeltme indisleri) uygulamalarından yararlanılmıştır. Bu doğrultuda H3-H5 ve MO1-MO2 değişkenlerinin hataları (açıklanamayan varyansları) ilişkilendirilmiştir. Analiz sonrasında ortaya çıkan standartlaştırılmış çözüm değerleri Şekil: 8 'de görülmektedir.

Şekil 8: Model 3 İle İlgili Standartlaştırılmış Çözüm Değerleri



Chi-Square=88.47, df=32, P-value=0.00000, RMSEA=0.067

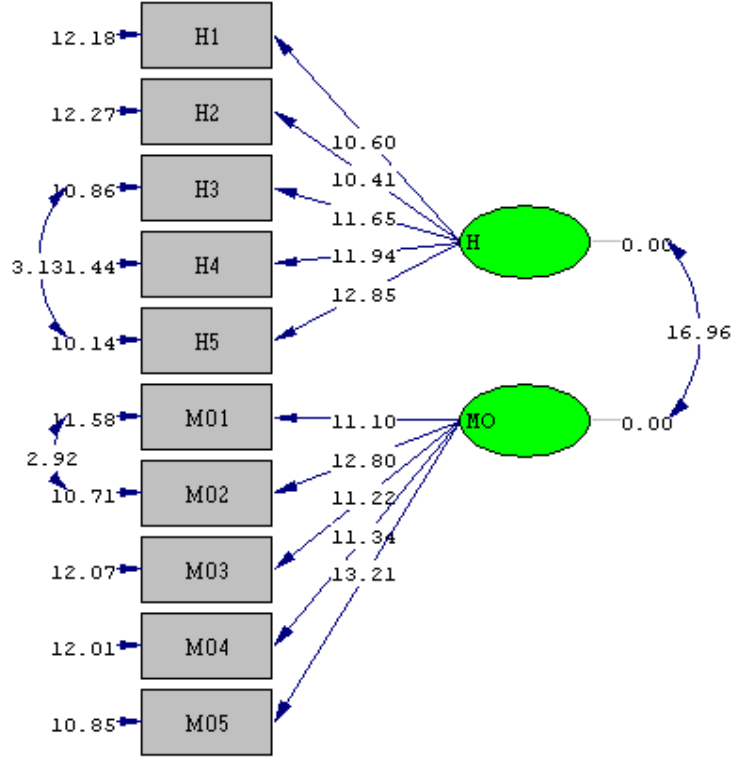
Model 3 için elde edilen bulgular istatistiksel açıdan değerlendirildiğinde, χ^2 değerinin serbestlik derecesine (sd) oranının ($\chi^2=88.47/sd=32$) = 2.76 olduğu görülmektedir. χ^2/sd oranının 3 olması kabul edilebilir bir uyuma, 2 olması ise iyi bir uyuma işaret

etmektedir. Dolayısıyla Model 3 için kabul edilebilir bir uyum değerine sahip olduğu söylenebilir. P değeri ile ilgili bir değerlendirme yapıldığında elde edilen bulgulara göre p değerinin (0.00000) 0.001 düzeyinde anlamlı olduğu görülmektedir. Model 3'ün RMSEA uyum indeksi açısından ise kabul edilebilir bir uyum düzeyine sahip olduğu anlaşılmaktadır (RMSEA: 0.067<0.08).

Şekil 8'deki standartlaştırılmış yükler ve her bir gözlenen değişken ile ilgili olduğu gizli değişken arasındaki faktör yükü düzeyleri incelendiğinde; Örneğin, Haber Avcılığı davranışı gizli değişkeni açıklayan en önemli gözlenen değişkenin H5 değişkeni (faktör yükü: 0.79 - R²: 0.45) olduğu, bu değişkeni sırasıyla H3, H4, H1 ve H2 değişkenlerinin takip ettiği görülmektedir. Momentum davranışı faktörüne (gizli değişkeni) ilişkin değişkenliğin ise en çok MO5 (=0.79-R²=0.45) değişkeni tarafından, en az değişkenliğin ise MO1 (=0.68-R²=0.35) değişkeni tarafından açıklandığı görülmektedir.

Model 3'e ilişkin analiz sonucunda, Türkiye'deki bireysel yatırımcıların finansal davranışının iki boyuttan oluştuğu görülmektedir. Bu boyutlar Haber Avcılığı Davranışı (H) ve Momentum Davranışı (MO). Haber Avcılığı Davranışını (H) oluşturan gözlenen değişkenler, H1 (*Mevcut fiyat ve geçmiş fiyatlardan daha çok, elde ettiğim özel bilgilere göre işlem yaparım*), H2 (*Ellerinden gelse, bütün yatırımcılar, fiyat hareketlerinden ziyade özel bilgilere ulaşabilmeyi isterler*), H3 (*Hisse hakkında özel bilgilere sahip olmadan, yüksek karlar elde etmenin çok zor olduğuna inanırım*), H4 (*Gelecekteki fiyatı doğru tahmin edebilmek için, sadece mevcut fiyatı ve geçmiş fiyat hareketlerini incelemek yeterli değildir*), H5 (*Gelecekteki fiyatı doğru tahmin edebilmek için, özel bilgilere ulaşmak gerekir*), değişkenlerinden oluşmaktadır. Momentum Davranışını (MO) oluşturan boyutlar ise MO1 (*Son günlerde yükselmeye başlayan ve belli bir süre daha yükseleceğini düşündüğüm hisseleri alırım*), MO2 (*Artış trendine giren hisseleri alarak, genellikle karlı çıkmışumdur*), MO3 (*Yatırımcılar, hisse ile ilgili özel bilgilerden daha çok mevcut fiyata ve geçmiş fiyat hareketlerine bakarak alım-satım yaparlar*), MO4 (*Piyasanın düşüşe geçtiğini düşünürsem, hisse senedi satışı yaparım*), MO5 (*Düşüş trendine giren hisseleri satarak, genellikle karlı çıkmışumdur*) değişkenlerinden oluşmaktadır. Model 3'deki gizli değişkenlerin gözlenen değişkeni açıklama oranlarına ilişkin T-değerleri Şekil 9'da görülmektedir.

Şekil 9: Model 3 İle İlgili T- Değerleri



Chi-Square=88.47, df=32, P-value=0.00000, RMSEA=0.067

Literatürdeki araştırmalarda T-değerleri 1.96'yı aşarsa 0.05 düzeyinde, 2.56'yı aşarsa 0.01 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olarak kabul edilmektedir (Çokluk, 2010). Analiz sonucunda elde edilen Şekil 9'daki T-değerleri incelendiğinde tüm değerlerin 0.01 düzeyinde anlamlı olduğu görölmektedir.

Tablo 33: Model 3 İçin Ortaya ıkan Uyum Öütleri

Uyum Öüsü	Değeri	Uyum
χ^2 /sd	2.76	Kabul edilebilir
RMSEA	0.067	İyi Uyum
SRMR	0.045	İyi Uyum
NFI	0.96	İyi Uyum
CFI	0.97	İyi Uyum
GFI	0.96	İyi Uyum
AGFI	0.93	İyi Uyum
PGFI	0.56	İyi Uyum
CN Değeri	244.29	Yeterli

Tablo 33'te Model 3 ile ilgili doğrulayıcı faktör analizinin uyum indeksleri görülmektedir. Uyum indeksleri sonuçları incelendiğinde χ^2/sd uyum değerinin kabul edilebilir uyum düzeyinde olduğu ve RMSEA uyum değerinin iyi uyum özelliklerini taşıdığı görülmektedir. SRMR uyum düzeyinin 0.05'in altında olması iyi uyuma, 0.10'in altında olması da kabul edilebilir uyuma karşılık gelmektedir. Bu bağlamda analizde ortaya çıkan SRMR'ın (0.045) uyum indeksinin iyi uyuma sahip olduğu ifade edilebilir. NFI uyum indeksinin 0.90 üzerinde olması kabul edilir uyuma, 0.95 üzerinde olması ise iyi uyuma karşılık gelmektedir. Analiz sonucunda NFI uyum düzeyinin (0.96) iyi uyuma sahip olduğu belirlenmiştir. CFI uyum indeksinin 0.95 üzerinde olması kabul edilir uyuma, 0.97 üzerinde olması ise iyi uyuma karşılık gelmektedir. Analiz sonucunda CFI uyum düzeyinin (0.97) iyi uyum özelliklerini yansıttığı görülmektedir. GFI uyum indeksinin 0.90 üzerinde olması kabul edilir uyuma, 0.95 üzerinde olması ise iyi uyuma karşılık gelmektedir. Analiz sonucunda GFI'nin 0.96 olduğu ve bu değerinde iyi uyuma sahip olduğu ifade edilebilir. Ayrıca, AGFI uyum indeksinin 0.85 üzerinde olması kabul edilir uyuma, 0.90 üzerinde olması ise iyi uyuma karşılık gelmektedir. Analiz sonucunda AGFI'nin 0.93 olduğu ve bu değerinde iyi uyuma sahip olduğu anlaşılmaktadır. Son olarak PGFI uyum indeksinin 1'e yaklaştıkça iyi uyuma, 0 yaklaştıkça kötü uyuma karşılık gelmektedir. Analiz sonucunda PGFI'nin 0.56 olduğu ve bu değerinde iyi uyuma sahip olduğu ifade edilebilir. Araştırma örnekleminin yeterliliğinin değerlendirildiği kritik N (CN) değeridir. YEM'de 200 ve daha üstü bir değer kritik N istatistiği açısından yeterli bir model uygunluğunun göstergesi olarak kabul edilmektedir. (Yılmaz ve Çelik, 2009)". Bu ölçüm modelinin CN değerinin (244.29), 400 birimlik örneklem için yeterli olduğu söylenebilir.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Borsalar modern ekonominin en önemli parçalarındandır. Borsaların da en önemli aktörleri yatırımcılardır. Yatırımcılar insan psikolojisinin temel özelliklerini borsada alım-satım yaparken de yaşamaktadır. Yatırımcıların kararları ve davranışları psikolojilerinin etkisi altında ortaya çıkmaktadır. Yatırımcıları duygusuz tamamen rasyonel hareket eden robotlar gibi varsaymak yanıltır ve piyasaların anlaşılmasını zorlaştırmaktadır.

Tez araştırmasında, davranışsal finans yaklaşımı içerisinde yer alan üç modelin yatırımcı davranışları ile ilgili iddiaları incelenmiştir. Anket verilerinin analizleri sonucunda; İMKB’de işlem yapan bireysel yatırımcılarda üç modelin iddia ettiği davranışlar farklı oranlarda görülmektedir denilebilir. Bu nedenle üç modelin de Türkiye’deki yatırımcı davranışlarının anlaşılmasında katkıları olabilecektir. Modeller arasında bir sıralama yapmak gerekirse; yapısal eşitlik modellemesinde elde edilen yüksek model uyumu açısından, iddia ettiği iki davranış (aşırı güven ve kendine atfetme davranışları) yüksek uyum gösteren Daniel ve diğ. (1998) modeli, İMKB’de işlem yapan bireysel yatırımcıların davranışlarını en iyi açıklayan modeldir denilebilir. Ankete katılan deneklerin verdiği cevaplar doğrultusunda, İMKB’de işlem yapan bireysel yatırımcılar, alım satım yaparken kuvvetli bir şekilde aşırı güven ve kendine atfetme davranışı göstermektedir denilebilir. Yapısal eşitlik modellemesi açısından Barberis ve diğ. (1998) modelinin iddia ettiği iki davranış (muhafazakarlık ve temsililik davranışı) da yüksek uyum göstermiştir ancak yatırımcılardaki muhafazakarlık ve temsililik davranışları, Daniel ve diğ. modelindeki aşırı güven ve kendine atfetme davranışları kadar kuvvetli değildir. Bu nedenle; İMKB’de işlem yapan bireysel yatırımcıların, alım satım yaparken muhafazakarlık ve temsililik davranışları gösterdikleri ancak bu davranışların aşırı güven ve kendine atfetme davranışları kadar kuvvetli olmadığı söylenebilir. Hong ve Stein’in (1999) modelindeki haber avcılığı ve momentum davranışları da kuvvetli ve uyumlu çıkmıştır ancak diğer iki model kadar kuvvetli değildir. Bu nedenle İMKB’de işlem yapan bireysel yatırımcılarda görülen haber avcılığı ve momentum davranışlarının var olduğu ancak yatırımcıların davranışlarını diğer dört davranış kadar etkilemediği söylenebilir.

Modeller arasında yapılan karşılaştırmalar sonucunda; İMKB’de işlem yapan bireysel yatırımcıların davranışlarını en iyi açıklayan modelin Daniel ve diğ. (1998) modeli olduğu söylenebilir. Çünkü İMKB’de işlem yapan bireysel yatırımcıların anket cevaplarına göre en fazla gösterdikleri davranışlar, aşırı güven ve kendine atfetmedir. Bireysel yatırımcılar hisse senetleriyle ilgili kendi özel bilgilerine ve araştırmalarına, kamuya açıklanan bilgilerden daha fazla güvenmekte ve özel bilgiler elde etmenin önemli olduğunu düşünmektedir. Ayrıca yatırımcıların kararlarını kendi analizlerine ve düşüncelerine oldukça güvenerek yaptıkları ve kendine atfetme davranışını da sergiledikleri görülmektedir. Barberis ve diğ. (1998) modelinin iddia ettiği muhafazakarlık ve temsililik davranışları da İMKB’de işlem yapan bireysel yatırımcılarda bulunmaktadır. Deneklerin verdikleri cevaplar analiz edilerek; yatırımcıların, muhafazakar davrandıkları yani kararlarının yeni bilgiler ile çabuk değişmediğini söylemek mümkündür. Temsililik davranışı da kuvvetli bir şekilde yatırımcılarda bulunmaktadır denilebilir. Çünkü, yatırımcıların, birkaç çarpıcı haber ile yönlendirildikleri ankete verdikleri cevaplar dikkate alındığında, görülmektedir. Yatırımcılar, Hong ve Stein’in (1999) modelindeki haber avcılığı davranışını da göstermektedir. Çünkü hisse senedi ile ilgili kamuya açıklanmamış bilgileri önceden öğrenmenin kendileri için önemli olduğunu cevaplarıyla göstermişlerdir. Momentum davranışı da bazı yatırımcılarda diğer yatırımcılara göre daha kuvvetli bir şekilde bulunmaktadır. Çünkü bazı yatırımcılar hisse senedinin fiyat hareketlerinin geleceği tahmin edebilmek için önemli olduğunu düşünmektedir. Ancak fiyat hareketlerinin incelenmesinin önemli olduğunu düşünen yatırımcıların sayısı, şirket ile ilgili haberleri öğrenmenin önemli olduğunu düşünenlerin sayısından daha azdır. İMKB’de işlem yapan bireysel yatırımcıların daha büyük bir bölümünde haber avcılığı davranışı daha kuvvetli iken daha küçük bir bölümünde momentum davranışı daha kuvvetlidir denilebilir. Bireysel yatırımcıların daha büyük bir kısmının haber avcılığı davranışı gösterdiği dikkate alınarak; İMKB’de işlem yapan bireysel yatırımcılar için şirket ile ilgili özel bilgileri piyasaya açıklanmadan önce elde etmenin fiyat hareketlerini analiz etmekten daha önemli olduğu söylenebilir.

Yapılan analizlere dayanılarak, İMKB’de işlem yapan bireysel yatırımcıların pek çoğunun davranışsal finansın üç modelinde iddia edilen davranışları, farklı oranlarda da olsa, gösterdiği düşünülebilir. Yatırımcılar borsada işlem yaparken, davranışsal finansın

söylediği gibi psikolojik faktörlerin etkisi ile rasyonel davranmamakta, bazı irrasyonel ve hatalı davranışları yapmaktadır. Konuya borsadaki fiyat dalgalanmaları açısından yaklaşıldığında; İMKB’de özellikle son yirmi sene içerisinde yaşanan aşırı fiyat yükselişlerinin ve aşırı fiyat düşüşlerinin davranışsal finansın iddia ettiği gibi reel faktörlerden değil yatırımcıların irrasyonel davranışlarından kaynaklandığını söylemek doğru olacaktır. Çünkü; davranışsal finansın iddia ettiği gibi; aşırı fiyat hareketlerini gerektirecek düzeyde şirketlerin reel durumlarında değişiklikler yaşanmadığı halde hisse senetlerinde aşırı yükselişler ve düşüşler defalarca yaşanmıştır ve yaşanmaktadır. Yapılan analizler ile (davranışsal finansın iddia ettiği gibi) yatırımcılarda aşırı güven, kendine atfetme, muhafazakarlık, temsililik, haber avcılığı ve momentum davranışları değişik oranlarda ancak kuvvetli şekilde etkili olmaktadır denilebilir.

Kuvvetli şekilde aşırı güven davranışı gösteren yatırımcılar piyasanın genelinin bilmediği ama kendilerinin bildiği özel bilgilerini çok dikkatli analiz etmeli ve bu bilgilerin borsada ne kadar etkili olabileceğini ayrıntılı olarak düşünmelidir. Yatırımcı özellikle sahip olduğu bilgilerin doğruluğunu araştırmalı ve hisse fiyatını ne oranda etki edeceğini hesaplamaya çalışmalıdır. Bir diğer konu da özel bilginin ne zaman ve ne hızla piyasanın geri kalanı tarafından öğrenileceğidir. Bu konu özellikle hisselerin satış zamanlaması açısından önem taşımaktadır.

Kuvvetli şekilde rastlanan bir diğer davranış olan kendine atfetme davranışı gösteren yatırımcılar, hisse senedi alım satımının, özgüvenden çok bilgiye dayanması gerektiği konusunda bilgilendirilebilir. Dikkat edilmesi gereken bir konu da; kişi ne kadar yetenekli ve bilgili olursa olsun hisse fiyat hareketleri piyasadaki arz ve talebe göre oluşmaktadır ve benim seçtiğim hisseler iyidir anlayışı yatırımcının yanlış kararlarından dönmesini engelleyerek çok daha fazla zarar etmesine neden olmaktadır. Hisse iyi bir hisse de olsa borsadaki gelişmeler nedeniyle satılması gerekebilir.

Muhafazakarlık davranışı sergileyen yatırımcılar, her yeni bilginin fiyatı olumlu veya olumsuz etkileyebileceğini her zaman göz önünde bulundurmalıdır. Bu davranışı çok gösteren yatırımcıların piyasalardaki gelişmeleri yakından takip etmesi ve diğer insanların yeni bilgileri nasıl değerlendirdiğini özellikle araştırması faydalı olacaktır.

Temsililik davranışı gösteren ve çarpıcı bir iki haber ile harekete geçen yatırımcıların da acele kararlarını engelleyecek bir mekanizma (örneğin bütün alım ve satım

kararlarından önce bir veya birkaç danışmandan onay alma şartı gibi) oluşturması ve oluşturduğu kurallara bağlı hareket etmesi faydalı olabilecektir.

Haber avcılığı davranışını gösteren yatırımcılar da sadece özel bilgilerin değil; ekonomiyi, piyasayı ve hisse senedini ilgilendiren ve yönlendiren bütün bilgilerin analiz edilmesi gerektiğini ve özellikle ana trendlerin hemen hemen bütün hisseleri etkilediğini her zaman hatırlamalıdır.

Momentum davranışı sergileyen ve işlem kararlarını daha çok geçmiş ve mevcut fiyatlara göre alan yatırımcılar; sadece fiyat hareketlerine göre hareket etmenin çok riskli ve zor olduğunu anlamalıdır. Hiç kimse sadece fiyata bakarak hissenin ne kadar düşeceğini veya yükseleceğini tahmin edemez, hissenin arkasında reel bir şirket olduğu ve alınıp satılan hissenin o şirkete ortak olmayı temsil ettiği her zaman hatırlanmalıdır.

İnsanların kararları, olayları ve diğer insanları etkilemektedir. İnsanların kararları da psikolojik durumlarından etkilenmektedir. Rasyonel düşünmek ve rasyonel davranmak isteyen yatırımcılar, zaman zaman psikolojik özelliklerinin etkisi altında kalarak, hatalı davranışlar sergilemektedir. Yatırımcıların hatalı davranışlarının farkına varabilmesi için uyarılması ve eğitilmesi faydalı olacaktır. Hatalı ve irrasyonel davranışlarının farkına varan yatırımcılar davranışlarını düzelterek zarar etmektен uzaklaşabilirler. Ama yatırımcılar hatalı davranışlarının farkına varamazlarsa hatalı davranışlarını tekrarlamaya devam edeceklerdir. İnsanın hatasını görmemesi ve kabul etmemesi, yaptığı hatadan daha büyük bir hatadır ve insanın aynı hatayı hayatı boyunca tekrar tekrar yapmasına neden olmaktadır. Yatırımcılar da hisse alıp satarken ve karar verirken yaptıkları hataları fark edemezler ise defalarca aynı hataları yapabilmektedir. Yunus Emre'nin söylediği gibi; "İlim ilim bilmektir, ilim kendin bilmektir". Piyasaları ve şirketleri çok iyi bilen ancak hatalı davranışlarını fark edemeyen pek çok kişi hatalı davranışları nedeniyle borsada yanlış işlemler yapmakta ve ciddi zararlara maruz kalmaktadır. İnsanların uzun yıllar biriktirdiği sermayelerini kısa sürede borsada kaybetmemesi için ekonomiyi ve şirketleri tanıdıkları gibi kendi hatalı davranışlarını da tanıması gerekmektedir denilebilir. Davranışsal finans alanındaki bu çalışmanın ve bundan sonra yapılacak benzer çalışmaların yatırımcılara faydalı olacağı umulmaktadır.

KAYNAKÇA

- AFŞAR, Aslı (2007), “Finansal Gelişme İle Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı 36, Ekim, s.188-198.
- AKAR, Cüneyt (2008), “Hisse Senedi Fiyatlarıyla, Yabancı İşlem Hacmi Arasında Nedensellik: Toda-Yamamoto Yaklaşımı”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, sayı:37, Ocak, s.185-191.
- AKAYTAY, Ali (2010), *Bağımsız Denetimin Etkinliğini Arttırma Aracı Olarak Yapay Sinir Ağları: Analitik Bir İnceleme*, Basılmamış Doktora Tezi, Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- AKBULUT, Ramazan ve Yusuf Kaderli (2009), “Şanlıurfa İl Merkezindeki Borsa Yatırımcılarının Profili ve Bu Yatırımcıların Hisse Senetlerine Yatırım Yapma Sürecini Etkileyen Faktörlerin Analizi”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı:43, s.212-226.
- AKERLOF, George A. ve Robert J. Shiller (2010), *Hayvansal Güdüler*, Scala Yayıncılık, Çeviren: Neşenur Domaniç, Levent Konyar, İstanbul.
- ALTUNIŞIK, Remzi. Recai Coşkun, Serkan Bayraktaroğlu ve Engin Yıldırım (2010), *Sosyal Bilimlerde Araştırma Yöntemleri SPSS Uygulamalı*, Sakarya Yayıncılık, 6. Baskı, Sakarya.
- ANBAR, Adem ve M. Eker (2009), “Bireysel Yatırımcıların Finansal Risk Algılamalarını Etkileyen Demografik ve Sosyo-Ekonomik Faktörler”, *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt 5, Sayı 9, s.129-150.
- AYGÖREN, Hakan (2005), “İMKB’de Oynaklık Tahmini Üzerine Bir Çalışma”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı 25, Ocak, s.200-206.
- BAKLACI, Hasan F. (2009), “İMKB’de Yabancı Yatırımcı İşlemleri ve Getiri Etkileşimi Üzerine Ampirik Bir Çalışma”, *İMKB Dergisi*, Cilt:11, Sayı 42, Ağustos, s.37-55.
- BALDIK, Ömer (2011), “Wall Street İsyanı, Malikiyet Devrinin Sancıları mı?”, *Zafer Dergisi*, Kasım, s.16-20.

- BALI, Selçuk ve Ahmet Büyükşalvarcı (2011), *Finansal Krizler Tarihi*, Çatı Yayınevi, Birinci Baskı, İstanbul.
- BARAK, Osman (2006), *Hisse Senedi Piyasalarında Anomaliler ve Bunları Açıklamak Üzere Geliştirilen Davranışsal Finans Modelleri İMKB’de Bir Uygulama*, Basılmamış Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- BARAK, Osman (2008), *Davranışsal Finans: Teori ve Uygulama*, Gazi Kitabevi, Ankara.
- BARBERİS, Nicholas, Andrei Shleifer ve Robert Vishny (1998), “A model of investor sentiment”, *Journal of Financial Economics*, (49). pp. 307-343. February.
- BARBERİS, Nicholas, Ming Huang ve Tano Santos (2001), “Prospect Theory and Asset Prices”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 116, No. 1, pp. 1-53, February.
- BERSTEİN, Peter L. (2005), *Yatırımın Dört Temel Taşı*, Scala Yayıncılık, Çev: Neşenur Domaniç, Nusret Avhan., İstanbul.
- BOLAK, Mehmet (1994), *Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler Ve Portföy Analizi*, Beta yayınları 2. Baskı, İstanbul.
- BOLAK, Mehmet (2000), “İşletme Finansı”, Birsen Yayınevi, İstanbul.
- BOLAK, Mehmet (2001), *Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler Ve Portföy Analizi*, Beta Basım Yayım Dağıtım, İstanbul.
- BOLGÜN, K. Evren ve M. Barış Akçay (2005), *Risk Yönetimi*, Scala Yayıncılık, İkinci Baskı, İstanbul.
- BOLHUIS, Michelle. Ned Goodman (2005), “Reading Between the Lines of Investor Biases”, *Journal Of Financial Planning*, January, s.62-70.
- BRAV, Alon ve J. B. Heaton (2002), “Competing Theories of Financial Anomalies”, *The Review of Financial Studies*, Vol. 15, No. 2, Special Issue: Conference on Market Frictions and Behavioral Finance, pp. 575-606.

- BREALEY, Richard A., Stewart C. Myers ve Alan J. Marcus (1997), *İşletme Finansının Temelleri*, Çev., Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan, Hatice Doğukanlı, McGraw –Hill-Literatür Yayıncılık, İstanbul.
- BÜKER, Semih., Rıza Aşıkoğlu ve Güven Sevil (2009), *Finansal Yönetim*, Sözkese Matbaacılık, Beşinci Baskı, Ankara.
- BÜYÜKŞALVARCI, Ahmet (2010), “Ekonomik Krizler ve Portföy Çeşitlendirmesi: İMKB Endeksleri Üzerine Faktör Analizi Uygulaması”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı:47, Temmuz, s.229-243.
- CAMPBELL, John Y. (2000), “Asset Pricing at the Millennium”, *The Journal of Finance*, Vol. 55, No. 4, August, pp. 1515-1567.
- CANBAŞ, Serpil ve S.Y. Kandır (2006), “Hisse Senedi Getirilerinde Yatırımcı Psikolojisinin Etkisinin Yatırım Ortaklıkları İskontosu İle İncelenmesi”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, sayı:29, s.26-39.
- CEYLAN, Ali (2001), *İşletmelerde Finansal Yönetim*, Ekin Kitabevi, Yedinci Basım. Bursa.
- CEYLAN, Ali ve Turhan Korkmaz (1993), *Uygulamalı Portföy Yönetimi*, Ekin Yayınları, Bursa.
- CEYLAN, Ali ve Turhan Korkmaz (2010), *Finansal Teknikler*, 7. Baskı, Ekin Yayınevi, Bursa.
- CHAN, Louis K. C., Narasimhan Jegadeesh ve Josef Lakonishok (1996), “Momentum Strategies”, *The Journal of Finance*, Vol. 51, No. 5, December, pp. 1681-1713.
- CHEN, Joseph. Harrison Hong ve Jeremy C. Stein (2002), ““Breadth of ownership and stock returns”, *Journal of Financial Economics*, 66, pp. 171–205,
- CONRAD, Jennifer ve Gautam Kaul (1993), “Long-Term Market Overreaction or Biases in Computed Returns?”, *The Journal of Finance*, Vol. 48, No. 1, March, pp. 39-63.
- COVAL, Joshua D. ve Tyler Shumway (2005), “Do Behavioral Biases Affect Prices?”, *The Journal of Finance*, Vol. 60, No. 1, February, pp. 1-34.

- DANIËL, Kent ve Sheridan Titman (1999), “Market Efficiency in an Irrational World”, *Financial Analysts Journal*, Vol. 55, No. 6, pp. 28-40, Nov.-Dec.
- DANIËL, Kent. David Hirshleifer ve Avanidhar Subrahmanyam (1998), “Investor Psychology and Security Market under and Overreactions”, *The Journal of Finance*, Vol. 53, No. 6, pp. 1839-1885, December.
- DANIËL, Kent. David Hirshleifer ve Avanidhar Subrahmanyam (2001), “Overconfidence, Arbitrage, and Equilibrium Asset Pricing”, *The Journal of Finance*, Vol. 56, No. 3, pp. 921-965, June.
- DE BONDT, Werner F. M. ve Richard Thaler (1985), “Does the Stock Market Overreact?”, *The Journal of Finance*, Vol. 40, No. 3, pp. 793-805, July.
- DE BONDT, Werner F.M. (1993), “Betting on trends: Intuitive forecasts of financial risk and return”, *International Journal of Forecasting*, 355-371, September.
- DE LONG, J. Bradford. Andrei Sheleifer, Lawrence H. Summers ve Robert J. Waldmann (1990), “Positive Feedback Investment Strategies and Destabilizing Rational Speculation”, *The Journal of Finance*, Vol. XLV. No. 2, June.
- DEMİR, Sezgin ve Yusuf Kaderli (2007), “Beta Katsayılarının İstikrarı: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’da Bir Uygulama”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, sayı:35, s.185-196.
- DÖM, Serpil (2003), *Yatırımcı Psikolojisi*, Değişim Yayınları, İstanbul.
- DREMAN, David N. ve Michael A. Berry (1995), “Overreaction, Underreaction, and the Low-P/E Effect”, *Financial Analysts Journal*, Vol. 51, No. 4, pp. 21-30, July-August.
- EASTERWOOD, John C. ve Stacey R. Nutt (1999), “ Inefficiency in Analysts' Earnings Forecasts: Systematic Misreaction or Systematic Optimism?”, *The Journal of Finance*, Vol. 54, No. 5, pp. 1777-1797, October.
- EKEN, Mehmet H. (2006), “Temel Yatırım Analizi: Bir Şablon Önerisi”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, sayı:31, s.158-166

- EKEN, Mehmet H. ve Taylan Özgür Üner (2010), “Hisse Senedi Piyasalarında Takvim Etkileri Ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsasına İlişkin Bir Uygulama”, *İMKB Dergisi*, Cilt:12, sayı:45, Ağustos, s.61-97.
- EKHOLM, Anders (2006), “How Do Different Types of Investors React to New Earnings Information?”, *Journal of Business Finance & Accounting*, 33(1) & (2), pp. 127–144, January/March.
- ELMAS, Bekir (2011), “Yabancı Portföy Yatırımlarının İMKB’ye Etkisi: İMKB’de Endeks Bazlı Bir Çalışma”, *İMKB Dergisi*, Cilt:12, sayı:47, s.1-18. Mart.
- ERCAN, Metin ve Kamil Ünsal Ban (2005), “Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim”, 2. Baskı, Gazi Kitabevi, Ankara.
- ERDOĞAN, Muammer (1990), *İşletme Finansmanı*, Dicle Üniversitesi Diyarbakır MYO Yayınları Yayın No:2 Diyarbakır.
- ERDOĞAN, Muammer ve Bekir Elmas (2010), “Hisse Senedi Piyasalarında Görülen Anomaliler ve Bireysel Yatırımcı Üzerine Bir Araştırma”, *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 14 (2): s.279-300.
- ERTÜRK, E. (2010), 3.Baskı, Alfa Basım Yayım, “Uluslararası İktisat”, İstanbul.
- FAMA, Eugene F. (1970), “Efficient Capital Markets: A Review Of Theory And Empirical Work”, *Journal Of Finance*, Vol. 25. No:2, May, s.383-417.
- FAMA, Eugene F. (1998), “Market Efficiency, Long Term Returns And Behavioral Finance”, *Journal Of Financial Economics*, Vol. 49, s.283-306.
- FETTAHOĞLU, Sibel (2009), “Pay Senedi Fiyatlarının Tahmin Edilebilirliği: Kaos Kuramı Yaklaşımı”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, sayı:43, Temmuz, s.237-243.
- FİKİRKOCA, Ekin. Efsun Ayça Değertekin ve Gökben Altaş (2010), *Türkiye Sermaye Piyasası Sermaye Piyasasında Gelişmeler-Yatırımcı Analizi-Aracı Kuruluşlar*, Editör: Alparslan BUDAK, Birinci Baskı, TSPAKB Yayın no. 48, İstanbul.
- FİŞHER, Philip A. (2007), *Sıradan Hisseler Sıradışı Karlar*, Çev., Neşenur Domaniç, 1. Basım, Scala Yayıncılık, İstanbul.

- GÜNEY, Salih (2009), *Davranış Bilimleri*, Nobel Yayın Dağıtım, 5. Baskı, Ankara.
- HATİPOĞLU, Zeyyat (1993), *Temel İşletme Finansı*, Beta Yayınları, İstanbul.
- HIRSHLEIFER, J. (1965),“Investment Decision Under Uncertainty: Choice-Theoretic Approaches”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 79, No. 4, pp. 509-536, November.
- HONG, Harrison ve Jeremy C. Stein (1999), “A Unified Theory of Underreaction, Momentum Trading, and Overreaction in Asset Markets”, *The Journal of Finance*, Vol. 54, No. 6, pp. 2143-2184, December.
- HONG, Harrison ve Jeremy C. Stein (2007), “Disagreement and the Stock Market”, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 21, No. 2, pp. 109-128, Spring.
- HONG, Harrison. Jeffrey D. Kubik ve Jeremy C. Stein (2005), “Thy Neighbor's Portfolio: Word-of-Mouth Effects in the Holdings and Trades of Money Managers”, *The Journal of Finance*, Vol. 60, No. 6, pp. 2801-2824, December.
- HONG, Harrison. Terence Lim ve Jeremy C. Stein (2000), “Bad News Travels Slowly: Size, Analyst Coverage, and the Profitability of Momentum Strategies”, *The Journal of Finance*, Vol. 55, No. 1, pp. 265-295, February.
- İSTANBUL İMKB Borsası Yayınları 1. (1994), *Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu*, İstanbul.
- JEGADEESH, Narasimhan ve Sheridan Titman (1995), “Overreaction, Delayed Reaction, and Contrarian Profits”, *The Review of Financial Studies*, Vol. 8, No. 4, pp. 973-993, Winter.
- JEGADEESH, Narasimhan ve Sheridan Titman (2001), “Profitability of Momentum Strategies: An Evaluation of Alternative Explanations”, *The Journal of Finance*, Vol. 56, No. 2, pp. 699-720, April.
- KADERLİ, Yusuf (2007), “Yapılan İhracat Bağlantılarının İlgili Firmaların Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin Olay Etüdü İle İncelenmesi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsasındaki Bazı Firmalar Üzerine Bir Uygulama”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, sayı:36, s.144-154

- KAHNEMAN, Daniel (2003), "A Psychological Perspective on Economics", *The American Economic Review*, Vol. 93, No. 2, pp. 162-168, January.
- KAHNEMAN, Daniel ve Amos Tversky (1979), "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk", *Econometrica*, Vol. 47, No. 2, pp. 263-291, March.
- KALAYCI, Şeref (2008), *SPSS Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistik Teknikleri*, Asil Yayın Dağıtım, 3. Baskı, Ankara.
- KALAYCI, Şeref ve Abdülmecit. Karataş (2005), "Hisse Senedi Getirileri ve Finansal Oranlar İlişkisi: İMKB'de Bir Temel Analiz Araştırması", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, sayı:27, Temmuz, s.146-157.
- KANDIR, Serkan (2008), "Yabancı Yatırımcıların Türkiye'deki Yatırım Tercihlerinin Araştırılması", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, sayı:38, Nisan, s.199-209.
- KARA, Hatice (2005), *Sermaye Piyasası Kurulu Yayın No:184, "Katma Değer Yaratmaya Dayalı Finansal Performans Ölçütü Olarak Eva (Economic Value Added) İMKB Şirketleri Üzerine Bir Uygulama*, Ankara.
- KARABIYIK, Lale ve Adem Anbar (2007), "Volatilite ve Varyans Swapları", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, sayı:35, Temmuz, s.62-76.
- KARAN, Mehmet Baha (2004), *Yatırım Analizi Ve Portföy Yönetimi*, Gazi Kitabevi, Ankara.
- KARASİOĞLU, Fehmi ve Alper V. Çam (2007), "Hisse Senedi Yatırımcılarının Yatırım Kararlarında İnternet Kullanımları Üzerine Ampirik Bir Araştırma-I", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, sayı:34, Nisan, s.87-97.
- KARSLI, Muharrem (1990), "Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler", 2.Baskı, Ormen Dağıtım, İstanbul.
- KARSLI, Muharrem (1994), "Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler", İrfan Yayıncılık, İstanbul.
- KORKMAZ, Turhan ve Emrah İsmail Çevik (2007), "Davranışsal Finans Modellerinden Aşırı Güven Hipotezinin Geçerliliği: İMKB'de bir uygulama", *İktisad, işletme ve finans dergisi.*, cilt 27, sayı: 261, s.137-154.

- KÜÇÜKKOCAOĞLU, Güray ve Cemal Küçüksözen (2005), “Gerçeğe Aykırı Finansal Tabloların Ortaya Çıkarılması: İMKB Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Çalışma”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, sayı:28, Ekim, s.160-171.
- LAKONISHOK, Josef. Andrei Shleifer ve Robert W. Vishny (1994), “Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk”, *The Journal of Finance*, Vol. 49, No. 5, pp. 1541-1578, December.
- LEASE, Ronald C., Wilbur G. Lewellen ve Gary G. Schlarbaum (1976), “Market Segmentation: Evidence on the Individual Investor”, *Financial Analysts Journal*, Vol. 32, No. 5, pp. 53-60, September – October.
- LEEB, Stephen ve Glen Strathy (2007), *Ekonomik Çöküşün Ayak Sesleri*, Çeviri:Öner Kıranlar ve Mehmet Cenan, Salyangoz Yayınları, Birinci Basım, “The Coming Economic Collapse”, İstanbul.
- LYNCH, Peter ve John Rothchild (2002), *Borsayı Yenmek*, Çeviri:Şehnaz Tahir, Scala Yayıncılık, 3. Baskı, İstanbul.
- MALKİEL, Burton G. (2007), *Borsada Rastgele Seyir*, Çev., İrfan Seyrek, Canan Feyyat ve Neşenur Domaniç, Scala Yayıncılık, İstanbul.
- MARRON, Donald (2011), *30 Seconds Economics*, 1. Baskı, IVY PRESS Limited, Çeviren: Sermin Sarıca, Caretta kitapları, Çin.
- MCMILLAN, David G. (2003), “Non-linear Predictability of UK Stock Market Returns”, *Oxford Bulletin Of Economics And Statistics*, pp.65-78, July.
- MERGEN, Ahmet (1992), *Grafiklerle Borsada Teknik Analiz*, Arba Yayınları, İstanbul.
- MUCUK, İsmet (2003), “Modern İşletmecilik”, 14. Basım, Türkmen Kitabevi, İstanbul.
- ODEAN, Terrance (1998), “Volume, Volatility, Price, and Profit When All Traders Are above Average”, *The Journal of Finance*, Vol. 53, No. 6 (Dec., 1998), pp. 1887-1934
- ODEAN, Terrance (1999), “Do Investors Trade Too Much?”, *The American Economic Review*, Vol. 89, No. 5, pp. 1279-1298, December.

- OKKA, Osman (2009), *Analitik Finansal Yönetim, Teori ve Problemler*, Nobel Yayın Dağıtım, 1. Baskı, Ankara.
- ÖÇAL, Tezer ve Ö. Faruk Çolak (1999), *Finansal Sistem ve Bankalar*, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara.
- ÖZAKPINAR, Yılmaz (2010), “Öğrenme, Verimli Zihinsel Çalışmanın Psikolojik Koşulları”, Ötüken Neşriyat, Ankara.
- ÖZDEMİR, Muharrem (1997), *Finansal Yönetim*, Gazi Kitabevi, Ankara.
- ÖZEROL, Hakan (2011), *Davranışsal Finans, Bireysel Yatırımcıların Nasıl Davranacakları Belli Olmaz*, Elma Yayınevi, İstanbul.
- ÖZEROL, Hakan (2011), *Finansçı Olmayanlar İçin Finans*, Elma Yayınevi, 10 Basım, Ankara.
- PEKİN, Tefvik (2005), “Makro Ekonomi”, Zeus Kitabevi, İzmir.
- SARIKAMIŞ, Cevat (2000), 4. Basım, *Sermaye Pazarları*, Alfa Kitapevi, İstanbul.
- SARIKAMIŞ, Cevat (2005), “Borsada Kar Satışları”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, sayı:26, s.21-23
- SCHİFFMAN, Leon G. ve Leslie Lazar Kanuk (2010), *Consumer Behavior*, Pearson Education Prentice Hall, 10. Baskı, New Jersey.
- SCOTT, James. Margaret Stumpp ve Peter Xu (2003), “Overconfidence Bias in International Stock Prices *Consistent across countries and trading environments*”, 80-91, *The Journal Of Portfolio Management*, Winter.
- SEYİDOĞLU, Halil (1997), *Uluslararası Finans*, 2. Baskı, Güzem Yayınları, İstanbul.
- SHEFRİN, Hersh (2000), *Beyond Greed And Fear: Understanding Behavioral Finance And The Psychology Of Investing*, Harvard Business School Press, Chicago.
- SHILLER, Robert J. (2003), “From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance”, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, No. 1, pp. 83-104, Winter.

- SHILLER, Robert J. (2005), *Irrational Exubarence*, 2nd edition, Princeton, N.J.: Princeton University Press.
- SHLEİFER, Andrei ve Robert W. Vishny (1992).”Liquidation Values and Dept Capacity: A Market Equilibrium Approach.” *Journal of Finance* 47(4):1343-1366.
- SOLOMON, Michael R. (2011), *Consumer Behavior; Buying, Having And Being*”, Pearson Education Prentice Hall, 9. Baskı, New Jersey.
- STEIN, Jeremy (1989), “Overreactions in the Options Market”, *The Journal Of Finance*, Vol. XLIV, No. 4, 1011-1025, September.
- ŞAHİN, Mahmut (1992), *Borsada Teknik Analiz Trend Değişimlerinin Belirlenmesi ve Alım Satım Teknikleri*, Mob Bilgisayar, İstanbul.
- ŞAMILOĞLU, Famil (2005), “Hisse Getirileri ve Fiyatlarıyla, Kazanç ve Nakit Akımları Arasındaki İlişki: Deri ve Gıda Şirketlerinde Ampirik Bir İnceleme”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, sayı:26, s.120-126
- ŞAMILOĞLU, Famil (2005), “Kazançlar Nakit Akımları ve Hisse Getirileri Arasındaki Fonksiyonel İlişki: İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Ampirik İnceleme”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, sayı:28, s.67-75
- ŞAMILOĞLU, Famil (2005), “Piyasa Katma Değeri ve Hisse Getirileri: İMKB’deki İmalat Sanayi Şirketlerinde Ampirik Bir Uygulama”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, sayı:25, s.79-88.
- ŞAMILOĞLU, Famil (2006), “Entelektüel Sermaye İMKB’de Hisse Senetleri İşlem Gören Bankalar Üzerine Bir Uygulama”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, sayı:31, s.78-89.
- ŞAMILOĞLU, Famil (2006), “Şirket Büyüklüğü, Defter Değeri/Piyasa Değeri ve Beklenen Getiriler: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda Ampirik Bir İnceleme”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, sayı:32, s.98-106.
- ŞİMŞEK, Ömer Faruk (2007), “Yapısal Eşitlik Modellemesine Giriş: Temel İlkeler ve LİSREL Uygulamaları”, Ekinoks Basın Yayın, Ankara.

- TANER, Berna. ve G. Cenk Akkaya (2005), “Yatırımcı Psikolojisi ve Davranışsal Finans Yaklaşımı”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, sayı:27, s.47-54.
- TEMİZEL, Fatih ve Ekrem Meriç (2008), “İMKB’de Hisse Senedi Fiyatlarının Gün İçi Yapılarına Dayalı Alternatif Bir Yatırım Stratejisi Önerisi”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, sayı:39, s.128-141, Temmuz.
- THALER, Richard H., Amos Tversky, Daniel Kahneman ve Alan Schwartz (1997), “The Effect of Myopia and Loss Aversion on Risk Taking: An Experimental Test”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 112, No. 2, pp. 647-661, May.
- TÜRKO, R. Metin (2002), “Finansal Yönetim”, 2. Basım, Alfa Yayınları, İstanbul.
- TVERSKY, Amos ve Daniel Kahneman (1974), “Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases”, *Science, New Series*, Vol. 185, No. 4157, pp. 1124-1131, September.
- ULUDAĞ, Berna K. ve Özlem D. Gülbudak (2011), “Hisse Senedi Fiyatlarının Şirket Birleşme Duyurularına Tepkisi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Üzerine Bir Uygulama”, *İMKB Dergisi*, Cilt:12, sayı:47, Mart.
- ÜLKÜ, Numan (2001), “Finansta Davranış Teorileri ve İMKB’nin Dezenflasyon Programının Başlangıcında Fiyat Davranışı”, *İMKB Dergisi* Cilt:5,Sayı:17, s.101-132. Ocak/Şubat/Mart.
- ÜRETEN, Akyan ve Metil Kamil Ercan (2000), “Firma değerini tespiti ve yönetimi”, Gazi Kitapevi, 1. Baskı, Ankara.
- WINSTON, Waynel L. (1998), “Operations Research; Applications And Algorithms” 3.Baskı, Duxbury Press, California.
- YALÇINER, Kürşat. (2006), “Risk İle Getiri Arasındaki Doğrusallığın İMKB’de Analizi”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, sayı:29, s.182-189
- YALÇINER, Kürşat., M. Atan ve D. Boztosun (2005), “Finansal Oranlarla Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişki”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, sayı:27, s.176-187

- YILDIRIM, A. ve Şimşek, H. (2005), Sosyal Bilimlerde Nitel Araştırma Yöntemleri, Seçkin Yayıncılık, İstanbul.
- YILMAZ Veysel ve H.Eray Çelik (2009), “Lisrel ile Yapısal Eşitlik Modellemesi-I: Temel Kavramlar, Uygulamalar, Programlama”, 1.Baskı, Pegem Akademi Yayın, Ankara.
- YÜCEL, Tülay ve F.Dilvin Taşkın., (2007) “Aşırı Tepki Hipotezi ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’ndan kanıtlar”, *İktisad, İşletme ve Finans Dergisi*, Kasım, s. 27-37.
- YÜCEL, Tülay., P.E. Mandacı ve G. Kurt (2007), “İşletmelerin Finansal Risk Yönetimi ve Türev Ürün Kullanımı: İMKB 100 Endeksinde Yer Alan İşletmelerde Bir Uygulama”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, sayı:36, s.106-113
- ZHANG, Frank (2006), “Information Uncertainty and Stock Returns”, *The Journal of Finance*, Vol. 61, No.1, February, pp. 105-137.

EKLER

EK 1: Araştırmada kullanılan anket

HİSSE SENEDİ ALIM SATIMI YAPAN BİREYSEL YATIRIMCILARIN, DAVRANIŞSAL FİNANS AÇISINDAN İNCELENMESİNE YÖNELİK ANKET

Sayın Katılımcı;

Çalışma; hisse senedi alım satımı yapan bireysel yatırımcıların, davranışsal finans açısından incelenmesi amacıyla hazırlanmıştır. Anket sonucu elde edilen veriler bilimsel araştırmaların dışında kullanılmayacaktır. Araştırma sonucu elde edilecek bulguların güvenilirliği, sorulara vereceğiniz cevaplara bağlı olduğundan, soruları cevaplarken azami dikkat göstermenizi rica ederiz. Katkılarınızdan dolayı teşekkür eder çalışma hayatınızda başarılar dileriz.

Prof. Dr. Erhan BİRGİLİ
Seyda FAİKOĞLU
Erişim: faikseyda@mynet.com
TLF: 533 6114720

1. Cinsiyetiniz ?

Bayan Erkek

2. Yaşınız aşağıdaki hangi yaş grubundadır?

18-29 30-39 40-49 50-59 60 ve üstü

3. Medeni durumunuz ?

Evli Bekar

4. Eğitim durumunuz ?

İlköğretim Lise Önlisans Lisans
Lisansüstü

5. Mesleğiniz?

Ücretli (özel sektör) ücretli (kamu) serbest meslek
işsiz öğrenci emekli Evhanımı

6. Ne kadar zamandır, hisse senedi alım satımı yapıyorsunuz ?

1 yıldan az 1-3 yıl arası 3-5 yıl arası 5-10 yıl arası 10 yıl ve üzeri

7. Hisse senetlerini elde tutma süreniz ortalama ne kadardır?

0-6ay 6-12 ay 1-3 yıl 3- 5 yıl 5 yıl ve üzeri

8. Portföyünüzde, ortalama kaç farklı şirketin, hisse senedi bulunur ?

1 2 3 4-10 arası 11 ve üzeri

9. Hisse senedi yatırımlarınızdan elde ettiğiniz getiri, enflasyon oranının üzerinde midir ?

Evet Hayır Bazı yıllar için evet Fikrim yok

10. Diğer yatırımcılar ile kıyaslarsanız, yatırım performansınıza ilişkin görüşünüz nedir ?

Ortalamanın altındadır Ortalama düzeydedir Ortalamanın üzerindedir
Fikrim yok

11. Yatırım kararlarınızla ilgili temel bilgi kaynaklarınız nelerdir?(Birden fazla seçim yapılabilir)

Çevremdeki yatırım yapan insanların düşünceleri Şirketle ilgili kişisel araştırmalarım Aracı kurumlar Gazeteler ve ekonomi dergileri v.b Televizyon kanalları Diğer (Lütfen belirtiniz)

12. Hisse senedi alım satım kararı alırken göz önünde bulundurduğunuz faktörler nelerdir ?

Faiz oranları Temel analiz Döviz kurları Teknik analiz
Alınan tüyolar Siyasi istikrar Yurt dışı piyasalar Portföyümün durumu Diğer (Lütfen belirtiniz.).....

13. Menkul kıymetler piyasası hakkındaki, bilgi düzeyiniz nasıldır?

Az Normal Çok

14. Aylık geliriniz ne kadardır ?

1000 TL'den az 1000-3000 TL 3000-5000 TL
5000-7000 TL 7000 TL'nin üzerinde

Bu bölüm; hisse senedi alım satımı ile ilgili önermeler içermektedir. Lütfen size en uygun seçeneği X ile işaretleyiniz.

HİSSE SENEDİ ALIM SATIMI İLE İLGİLİ SORULAR	Kesinlikle katılıyorum.	Katılıyorum.	Kararsızım.	Katılmıyorum.	Kesinlikle katılmıyorum.
Fiyatının artacağını düşündüğün bir hisse senedi ile ilgili açıklanan birkaç olumsuz haber düşüncemi değiştirmez.					
Hisse senedi ile ilgili düşüncelerimi oluştururken çok dikkatli davranırım ve daha sonra düşüncelerimi kolay kolay değiştirmem.					
Türkiye'deki yatırımcıların çoğu, bir hisseyi iyi kabul ettikten sonra, kötü haberleri fazla dikkate almazlar.					
Kötü olan bir şirketin, iyileşmekte olduğuna dair elde ettiğim bilgileri değerlendiremediğim oldu.					
Fiyatının düşeceğini düşündüğüm bir hisse senedi ile ilgili açıklanan birkaç olumlu haber düşüncemi değiştirmez.					
Yatırımcılar, alım satım yaparken, hisse senedi ile ilgili eski tarihli ve yeni tarihli bütün unsurlara göre hareket ederler.					
Alım satım yaparken, hisse senedi ile ilgili en son veya olağandışı görünen unsurlara göre hareket ederim.					
Türkiye'de, hisse senedi ile ilgili üst üste alınan iki-üç çarpıcı haber, hisse alım satımını etkiler.					
Geçmişte ben de iki üç çarpıcı haberle yönlendirildim, hisse alım satımını yaptım.					

Alım satım yaparken, hisse senedi ile ilgili eski tarihli ve yeni tarihli bütün unsurlara göre hareket ederim.					
Yatırımcılar, hisse senetleri hakkında sahip oldukları düşünceleri destekleyen bilgilere, daha çok önem verirler.					
Bir hissenin fiyatının yükseleceğine inaniyorsam, olumsuz bilgileri fazla dikkate almam.					
Hatalı hisse alım-satımı yaptığımı kabullenmem zor olur.					
Aldığım bir hisse senedi zarar ettirmiş olsa da zaman içerisinde, zararı telafi edeceğime inanırım.					
Bir hisse senedi ile ilgili oluşturduğum düşüncelere uymayan bilgilere, şüphe ile yaklaşırım.					
Alım satım yapmadan önce, piyasanın genelini bilmediği özel bilgileri elde etmek, benim için çok önemlidir.					
Geçmişte, piyasanın bilmediği özel bilgileri elde ederek, karlı alım satımlar yaptım.					
Bireysel yatırımcılar, elde ettikleri özel bilgilere, kamuya açıklanan bilgilerden daha fazla önem verirler.					
Hakkında özel bilgiler elde ettiğim hisselerle ilgili tahminlerime, çok güvenirim.					
Piyasanın genelini bilmediği özel bilgilere sahip yatırımcılar, piyasanın genelinden daha fazla kazanç elde ederler.					
Mevcut fiyat ve geçmiş fiyatlardan daha çok, elde ettiğim özel bilgilere göre işlem yaparım.					
Ellerinden gelse, bütün yatırımcılar, fiyat hareketlerinden daha ziyade özel bilgilere ulaşabilmeyi isterler.					
Hisse hakkında özel bilgilere sahip olmadan, yüksek karlar elde etmenin çok zor olduğuna inanırım.					
Gelecekteki fiyatı tahmin edebilmek için, sadece mevcut fiyatı ve geçmiş fiyat hareketlerini incelemek, yeterli değildir.					
Gelecekteki fiyatı doğru tahmin edebilmek için, özel bilgilere ulaşmak gerekir.					
Son günlerde yükselmeye başlayan ve belli bir süre daha yükseleceğini düşündüğüm hisseleri alırım.					
Artış trendine giren hisseleri alarak, genellikle karlı çıkmışumdur.					
Yatırımcılar, hisse ile ilgili özel bilgilerden daha çok, mevcut fiyata ve geçmiş fiyat hareketlerine bakarak alım satım yaparlar.					
Piyasanın düşüşe geçtiğini düşünürsem, hisse senedi satışı yaparım.					
Düşüş trendine giren hisseleri satarak, genellikle karlı çıkmışumdur.					

ÖZGEÇMİŞ

Seyda FAİKOĞLU 31.12.1976 tarihinde Ankara'da doğmuştur. İlk, orta ve lise öğrenimini Ankara'da tamamlamıştır. 1997 yılında Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İngilizce İşletme Bölümünü kazanmış ve 2001 yılında buradan mezun olmuştur. 2002 yılında Abant İzzet Baysal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsünde İşletme Yüksek Lisans Programına girmiş ve 2005 yılında yüksek lisansını tamamlamıştır. 2003 yılında Düzce Üniversitesi Akçakoca Meslek Yüksekokuluna Öğretim Görevlisi olarak atanmış olup halen bu görevini sürdürmektedir. Evli ve iki çocuk babasıdır.