

Yatırımcıların Psikolojik Eğilimleri ve Yatırım Davranışları Arasındaki İlişki: İMKB Hisse Senedi Yatırımcıları Üzerine Bir Uygulama

Relationship Between Psychological Attitude of Investors and Their Investment Behavior: A Case Study on ISE Investors

Yusuf DEMİR, Tahsin AKÇAKANAT* ve Ahmet SONGUR
Süleyman Demirel Üniversitesi, İİBF Turizm İşletmeciliği Bölümü
Süleyman Demirel Üniversitesi, İİBF Sağlık Yönetimi Bölümü
Süleyman Demirel Üniversitesi, EMYO Büro Hizmetleri ve Sekreterlik Bölümü

Özet

Finans çevrelerinde en çok tartışılan ve merak uyandıran konuların başında hisse senedi fiyatlarının tahmin edilebilirliği gelmektedir. Hisse senedi fiyatlarını belirlemeye yönelik çalışmaların birçoğu, yatırımcıların kararlarını vermede, verilerden rasyonel bir şekilde yararlandığı üzerinedir. Bu çalışmada Türkiye'deki (İMKB) bireysel yatırımcı davranışlarının, davranışsal finans alanında ortaya konulmuş literatür ekseninde incelenmesi amaçlanmaktadır.

Bu çalışmanın sonuçlarına göre psikolojik önyargılardan bazıları bireysel yatırımcıların davranışlarını etkilemektedir. Birçok yatırımcı geleneksel yaklaşımın varsayımlarının aksine sistematik hatalar yapmakta ya da rasyonel çözümü bilse de bunu uygulamamaktadır. Ayrıca medya, arkadaşlar ve bunlara benzer çevresel faktörlerde yatırımcıların seçimlerini etkilemekte, sürü davranışları haline dönüşen bu süreçler piyasalarda anomalilere, aşırı ya da yetersiz tepkilere neden olmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Davranışsal Finans, Beklenti Teorisi, Psikolojik Önyargılar

Abstract

In financial circles, one of the most discussed and interested topics is the forecastability of stock prices. Many of the studies aiming at determining stock market prices rest on the fact that investors make their decisions rationally based on facts and data. In this paper, we aim to investigate the behavior of individual investors in ISE based on published literature in behavioral finance area.

We have found that some psychological prejudice in fact affects the behavior of individual investors. Unlike the conventional assumptions many investors make systematic mistakes and do not utilize rational answers even though it is known. Moreover, media, friends and similar environmental factors also affect the investors' choices, and processes that turns into herd behavior creating abnormalities in the markets which in turn causes exceptionally high or low reactions.

Keywords: Behavioral finance, expectations theory, psychological prejudice

* *Yazışma adresi:* Süleyman Demirel Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Sağlık Yönetimi Bölümü, 32260 Isparta. *e-posta:* tahsin@sdu.edu.tr

I. GİRİŞ

Yatırımcı olarak bireylerin, kişisel çıkarlarını ençoklamaya çalışan rasyonel varlıklar olduğu kabul edilmektedir. Etkin piyasalar hipotezi otuz yıl kadar finans alanının odak noktasını işgal etmiş ve insanların rasyonel varlıklar olarak optimum tercihlerde bulduklarını ileri sürmüştür (Shleifer, 2004: 1-3). Fakat piyasa işleyişinde etkin piyasa hipotezinin eksik yönlerinin olduğu kabul edilmektedir. Bu eksikliği gidermeye yönelik çalışmalar insan psikolojisi üzerine odaklı gerçekleşmiştir. Hisse senedi getirilerinin tahmin edilebilirliğine ilişkin çalışmalarda, psikolojik faktörlerin yatırım kararları üzerindeki etkisini incelemeye yönelik ilk çalışma Kahneman ve Tversky beklenti teorisidir (Kahneman ve Tversky, 1979: 263-292). Beklenti teorisi ile birlikte bugün en genel anlamı ile davranışsal finans olarak adlandırılan bu çalışmaların temeli atılmıştır. Davranışsal finans beklenen fayda teorisi ve arbitraj varsayımlarının kullandığı modellerden daha dar kapsamlı bir yaklaşım benimsemekle birlikte oldukça kapsamlı bir değerlemeyi gerektirmektedir (Taner ve Akkaya, 2005: 48).

Davranışsal finans rasyonel karar verici modellere karşıt olarak rasyonel olmama veya sınırlı rasyonellik yaklaşımını benimsemiştir. Rasyonel olmayan veya sınırlı rasyonel kararların temelinde de yatırımcıların kararlarını etkileyen psikolojik önyargılar vardır. Psikolojik ön yargıların geçici bir durum olmadığı düzenli bir şekilde tekrarladığı vurgulanmaktadır. Psikolojik önyargıların sadece eğitim düzeyi düşük yatırımcılarda değil aynı zamanda eğitilmiş yatırımcılar arasında da geçerli olduğu görülmektedir. Psikolojik önyargıların çoğu, bilgiye sahip olunması esnasında kaynaklanan algı hataları sonucunda ortaya çıkmaktadır. İnsanın bilebilirliğinin sınırlı olması özellikle belirsizlik altında karar verme durumunda psikolojik önyargılara neden olmaktadır (Döm, 2003: 43).

Çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde, etkin piyasalar hipotezinin geçersizliğine ilişkin olarak son yıllarda yapılmış ampirik çalışmalara ve davranışsal finans'a kısaca yer verilmekte ve davranışsal finans konusunun temelini oluşturan Beklenti Teorisi açıklanmaya çalışılmaktadır. İkinci bölümde, yatırımcıları etkileyen psikolojik faktörler üzerinde durulmaktadır. Üçüncü bölümde ise İstanbul Menkul Kıymet Borsası'nda (İMKB) yatırım yapan bireysel yatırımcıların psikolojik eğilimleri ile yatırım davranışları arasındaki ilişkiyi belirlemek amacıyla göller bölgesinde yapılan anket çalışması sonuçlarına ilişkin değerlendirmelerde bulunmaktadır.

II. LİTERATÜR ÇALIŞMASI

Davranışsal finansın temelini, Kahneman ve Tversky'nin 1979 yılında *Econometrica*'da yayımlanan, "Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk" adlı makaleleri ve geliştirdikleri "beklenti teorisi" oluşturmaktadır. Bu çalışma ile Kahneman ve Tversky psikoloji ve finans arasında kayda değer bir ilişki kurmuşlardır. Ayrıca bu çalışma o güne kadar geleneksel finansın altyapısını oluşturan beklenen fayda teorisinin de başlıca alternatifi olmuştur (Ede, 2007: 3-23). Beklenen Fayda Teorisine karşıt olarak geliştirilen Beklenti Teorisi ile

insanların kazanç ile kayıplara farklı olasılık düzeyinde farklı ağırlık verdikleri ortaya koyulmuştur.

Etkin piyasa hipotezi (Fama, 1970: 379-417), bireylerin rasyonel davrandıkları, amaçlarının beklenen faydayı maksimize etmek olduğu ve ellerinde değerlendirmeleri gereken tüm bilgilerin var olduğu varsayımlarına dayanmaktadır. Davranışsal finans ise, bu görüşün aksine bireylerin tamamen rasyonel olmadıkları varsayımından yola çıkmaktadır. Bu kapsamda davranışsal finans, duyguların ve bilişsel hataların yatırımcıların karar alma süreçlerini nasıl etkilediğini anlamaya yönelik olarak ortaya çıkmış bir alandır (Süer, 2007: 98). Davranışsal finans; insan davranışlarının, hisse senetleri fiyatlarının hareketinde, nasıl etkili olduğu ile ilgilidir (Barak, 2008: 207-208). Davranışsal Finans modellerinin amacı, rasyonel modellerin tam olarak açıklayamadığı yatırımcı davranışlarını, pazar anomalilerini açıklamaktır (Yıldız vd., 2009: 2). Davranışsal finansçılar yatırımcıların tamamıyla rasyonel olduğu varsayımını kabul etmemektedirler. Bu, yatırımcıların rasyonel olmadıkları anlamına gelmemekle beraber rasyonel davranmama eğiliminde olduklarını ifade etmektedir (Kahneman ve Smith, 2002: 15-19).

Beklenti teorisinin temel varsayımına göre; psikolojik faktörler, insanların rasyonaliteden, tesadüfi olmayan/sistemik bir biçimde aynı yönde sapma gösterdiğini ortaya koymaktadır. Uzman olmayan yatırımcıların menkul kıymet taleplerini kendi inançlarına dayalı olarak şekillendirdiği ve yatırımcıların alım satım işlemleri arasında yüksek korelasyon olduğu vurgulanmaktadır. Yatırımcıların birbirleriyle tesadüfi değil, genellikle aynı menkul kıymetleri eş zamanlı olarak satın alma ve satma çabaları gösterdiği öne sürülmektedir. Yatırımcı duyarlılığı korelasyonlu olmayan tesadüfi hatalardan ziyade; daha çok aynı yönde ve çok sayıda yatırımcı tarafından yapılan yaygın ve ortak yargı hatalarını yansıtmaktadır (Döm, 2003: 11).

Büyük işletmelerden bireylere kadar tüm organizasyonların muhasebe sistemleri bulunmaktadır. İşletmeler, parasal işlemleri, muhasebe hesapları aracılığıyla izlemektedir. Bireyler de işletmelere benzer biçimde kararlarını ayrı zihinsel hesaplara kaydetmektedir. Bir seçeneğe ait olan sonuç, zihinsel hesaba kaydedildikten sonra, o sonucun değerlendirilmesini etkilemektedir. Böylece zihinsel hesapların varlığı, bireylerin kararlarını etkilemektedir (Thaler, 1999: 184). Mental muhasebe, yatırımcıların verdikleri finansal kararlara ilişkin sonuçları nasıl değerlendirdikleri ile ilgilenebilir (Lim, 2003: 1). Kahneman ve Tversky'nin mental muhasebe kapsamında verdikleri örneklerden biriside şu şekildedir. 40 \$ ile satın aldığınız bir biletle Broadway'de bir oyun izlemek üzere yola çıktığınızı varsayın. Tiyatroya ulaştığınızda biletinizi kaybettiğinizi fark ediyorsunuz, yeni bir bilet almak için 40 \$ daha verir miydiniz? Şimdide bileti tiyatroya gittiğinizde gişeden almayı planladığınızı düşünelim. Gişeye geldiğinizde evden ayrılmadan önce cebinizde bulunduğundan emin olduğunuz paradan 40 \$'ın eksik olduğunu görüyorsunuz, bileti alır mıydınız? İster bileti kaybetmiş olun isterse 40 \$ kaybetmiş olun, oyunu izlemeye karar vermeniz durumunda her iki durum içinde kaybınız 80 \$ olacaktır. Tiyatrodan ayrılıp eve döndüğünüzde ise kaybınız 40 \$ olacaktır. Sonuçta çoğu insanın kaybedilen biletin yerine yenisini almak için gönüllü olmadığı, ancak cebindeki paradan 40 \$ kaybettiğinde, bir 40 \$ daha

ödemeyi kabullenmeye tamamen istekli olduğu tespit edilmiştir. Kahneman ve Tversky bu durumu kaybedilen tiyatro biletinin zihinsel olarak muhasebeleştirilmiş olmasına, kaybedilen 40 \$'ın ise herhangi bir zihinsel muhasebe kalemine işlenmemiş olmasına dayandırmaktadır (Ede, 2007: 25).

Davranışsal finans alanında etkin piyasalar hipotezinin geçersizliğine ilişkin son dönemde yapılmış ampirik çalışmaların başlıcaları üç model üzerine yoğunlaşmaktadır. Bunlar; a) Barberis, Shleifer ve Vishny (1998)'in, psikolojik bulgular üzerine kurulu “temsili yatırımcı” modeli, b) Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam (1998)'in aşırı güven ve yanlış kendine atfetme modelleri, c) Hong ve Stein (1999)'in heterojen yatırımcılar arasındaki interaktif ilişki üzerine kurulu modelleridir.

A. Temsili Yatırımcı Modeli: Modelde yatırımcı muhafazakârlık ve/veya temsil edilebilirlik yanlışlığı olmak üzere iki yargı hatasına düşmektedir. Modelde; yetersiz reaksiyon muhafazakârlık, aşırı reaksiyon ise temsil edilebilirlik yanlışlığı ile açıklanmaktadır. Modelde yetersiz reaksiyon, yatırımcılar karlarda bir yönde değişiklik olduğunda tekrar ortalamaya döneceğine inandıklarında oluşmaktadır. Aşırı reaksiyon ise, yatırımcıların, tekrar şekilde birkaç aynı yönde sürprizden sonra, bir eğilim başladığına inandıkları zaman oluşmaktadır (Barberis vd., 1998: 310–317).

B. Aşırı Güven ve Yanlış Kendine Atfetme Modeli: Bu model, aşırı güven ve yanlış kendine atfetme olmak üzere iki psikolojik bulgu üzerine kuruludur. Yatırımcıların aşırı güveniyle ilgili hipotezin kaynağı, bilişsel deneylerin (anlama ve kavrama ile ilgili psikolojik deneylerin) ve araştırmaların ortaya koyduğu kanıt ve verilerdir. Bu modelin ana teması, hisse senedi fiyatlarının kişisel özel bilgilere aşırı reaksiyon ve kamu sinyallerine ise düşük reaksiyon gösterdiği ile ilgilidir. Yani aşırı reaksiyon kişisel özel sinyallerden doğarken, eksik/yetersiz reaksiyon ise kamuoyu sinyallerinin bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır. Aşırı reaksiyon hisse senedi getirilerindeki uzun dönem negatif otokorelasyonla ilgilidir. (Yörükoğlu, 2007: 63-64). Bu modelde özel bilgi sahibi aşırı güvenli yatırımcılar, rasyonel fakat özel bilgiye sahip olmayanlara karşı alım-satım yaparken, kendi özel enformasyon sinyallerine, piyasanın açıklanmış bilgi setine dayanarak oluşturduğu fiyata göre gereğinden fazla ağırlık vermekte, böylece fiyatların kendi özel bilgilerine aşırı reaksiyon göstermesine sebep olmaktadır.

C. Heterojen Yatırımcılar Arasındaki İnteraktif İlişki Üzerine Kurulu Model: Model heterojen yatırımcılar arasındaki interaktif ilişkiye vurgu yapmaktadır. Model, daha açık bir ifade ile az bir kısmı ile bireysel yatırımcılarda var olan bilişsel önyargılara, nispeten büyük bir kısım ile ise heterojen yatırımcılar arasındaki interaktif ilişkiye dayanmaktadır. Modelde; piyasada “haber avcıları” ve “momentum yatırımcıları” olmak üzere iki tip yatırımcı olduğu ve bu yatırımcıların da sadece bir tür bilgi kullanabilen sınırlı rasyonel yapıda oldukları kabul edilmektedir. Yani her iki yatırımcı tipi de tamamen rasyonel değildir. Yatırımcılar sınırlı rasyonellik özelliği taşımaktadır ve dolayısı ile her yatırımcı çeşidi erişilebilir kamusal bilginin sadece bazı alt kümeleri ile işlem yapılabilir özelliğe sahiptir (Hong ve Stein, 1999: 2144).

III. YATIRIMCILARI ETKİLEYEN PSİKOLOJİK ÖNYARGILAR

Literatür incelendiğinde yatırımcıların pek çok değişik psikolojik önyargıyla hareket ettikleri ve yatırım kararlarını bu önyargılara göre şekillendirdikleri görülmektedir. Bu psikolojik önyargılardan bir bölümü çalışmanın bu aşamasında irdelenmektedir.

3.1. Aşırı Güven

Bireyler, kendi inanç veya tahminlerinin doğruluğuna ve/veya kendi yeteneklerine, diğer insanların yeteneklerine kıyasla daha çok değer verme eğilimindedirler (Bodie vd., 2009: 386). Eğer bir yatırımcı bilgiyi yorumlama aşamasında kendi yeteneklerine aşırı güven duyuyorsa tahminlerinde oluşabilecek hataları yetersiz değerlendirecektir. Sahip olduğunu düşündüğü kişisel inancından dolayı, sahip olduğu bilgi hakkında aşırı güvenli olma eğiliminde olacaktır. Fakat esasta kamuya ait bu bilgi için böyle bir durum söz konusu olmayacaktır. Bu ise insanların kendilerine aşırı derecede güvendiklerini, hata durumunda ise dış faktörleri başarısızlık için suçladığını göstermektedir (Ede, 2007: 33). Psikolojik açıdan elde edilen veriler aşırı güvenin insanlarda; bilgilerini aşırı tahmin etmesine, riskleri düşük tahmin etmesine ve olayları kontrol becerilerini abartmasına sebep olmaktadır (Döm, 2003: 83-84).

Finansal piyasalardaki aşırı güvenin en önemli göstergesi yoğun işlemdir. Bir aracı kurumdaki müşteri hesapları üzerine yapılan bir incelemede, aşırı işlem yapan yatırımcıların işlem maliyetleri göz önünde bulundurulduğunda getirilerinin endeks getirilerinin altında kaldığı, işlem yapmasalar getirilerinin daha yüksek olacağı bulunmuştur. Buradaki hipotez kendiliğinden ortaya çıkmaktadır. İnsanlar aşırı güvenli olduklarından daha fazla işlem yapmaktadırlar, işlem maliyetleri dikkate alındığında, yapılan fazla işlemler ile getirilerini azaltmaktadırlar. Bunun yanında, benzer bir çalışmada erkeklerin kadınlara oranla daha fazla “aşırı güven problemi” yaşadıklarını, yaptıkları fazla işlemler nedeniyle de getirilerinin daha az olduğu gözlemlenmiştir (Barber ve Odean, 1999:47-49).

3.2. Pişmanlıktan Kaçınma

Pişmanlık doğru karar verilmemesinden dolayı maruz kalınan duygu olarak tanımlanmaktadır. Pişmanlık insanların verdikleri kararları etkileyebilmektedir. Pişmanlık korkusu ya da pişmanlık teorisi, insanların hatalı olarak davrandığı duygusal reaksiyonun üzerinde durmaktadır. Hisse senetleri piyasalarında yatırımcıların zarar ederken satış yapmakta yavaş davranmaları benzer şekilde, kâra geçtikleri zaman satmakta acele etmeleri pişmanlık hissini yaşamak istememeleriyle yakından ilişkilidir (Yıldız vd., 2009: 2).

3.3. Belirsizlikten Kaçınma ve Aşına Olanı Tercih Etme

Karar verme konusundaki en temel sorunlardan birisi, özellikle bir olayın sonuçlarının ya da olaya dair olasılıkların bilinmediği belirsizlik durumunda seçenekleri analiz etmektir. Belirsizlik durumundaki seçenekler genellikle riskli durumlar ve belirsiz (ambiguity) durumlar olarak ikiye ayrılmaktadır. Riskli durumlar, sonuçların gerçekleşme olasılıklarının açıkça bilindiği durumlarken, belirsiz durumlar ise sonuçların olay ile ilgisinin bildiği fakat gerçekleşme olasılıklarının bilinmediği durumlardır (Moore ve Eckel, 2001). Bireyler genel

olarak belirsizlik durumlarında karar vermede tereddüt ederler ve bu eğilim, belirsizlikten kaçınma eğilimi olarak adlandırılır (Pompain, 2006: 129). Bu eğilimi doğrulayan, Türkiye’de yapılmış bir çalışmada, Türk yatırımcısının %40,6 oranında kendisine aşına gelen bölgesel şirketlere yatırım yaptığı sonucu bulunmuştur (Döm, 2003: 83-84).

3.4. Dayanak Noktası Belirleme

İnsanlar kantitatif bir değerlendirme yapmak durumunda olduklarında, yaptıkları değerlendirme kendilerine yöneltilen önerilerden etkilenmektedir. Yani karar alıcı karşılaştığı bir karar sorununda hazır olarak verilen seçeneklere dayanarak karar vermektedir, diğer olası seçenekleri ya da alternatifleri tam olarak değerlendirmemektedir. Bu tür bir buluşsal yöntemin kullanıldığı en güzel örnek anket çalışmasıdır. Anketörler insanlara gelirlerini sorduklarında, içlerinden seçmeleri için aralıklar da önermektedirler. Yapılan çalışmalarda insanların önerilen bu aralıklardan etkilendikleri gözlenmiştir (Shiller, 1999: 1314).

Yatırımcılar tahminlerini gerçekleştirirken yoğun olarak daha önceki verileri dayanak alırlar. Örneğin, Kahneman ve Tversky deney çalışmasında deneklerden $2 \times 3 \times 4 \times 5 \times 6 \times 7 \times 8$ çarpma işlemi hesaplamalarını istediklerinde, verilen cevapların ortalamasını 512 olarak bulmuşlardır. İkinci grup deneklere ise $8 \times 7 \times 6 \times 5 \times 4 \times 3 \times 2$ işlemi hesaplamalarını istediklerinde, bu defa ortalama büyük bir farkla 2250 olarak bulunmuştur. Denekler çarpma işleminin ilk birkaç aşamasını dayanak alarak tahminde bulunduğundan, yerleri tam tersi yönde değiştirildiğinde sonuçların oldukça farklılaştığı ortaya çıkmıştır (Kahneman, 2002: 470).

3.5. İnançta Israr Etme ve Doğrulayıcı Önyargı

Bireylerin temel hipotezlerini ve inançlarını destekleyenleri arama eğilimine doğrulayıcı önyargı denmektedir. Bir yatırım durumunun daha kazançlı olduğuna inandığınız zaman, bu durumda, aleyhte gelecek diğer bilgilerin reddedilmesi ve var olan hipotezin korunması söz konusu olacaktır. Bireyler kendi hipotezlerini destekleyen bilgileri abartma, karşıt olanları da reddetme eğilimindedirler (Döm, 2003: 73-74).

Bireyler/yatırımcılar geleceğe ilişkin belirli tahminlerde bulunurlar. Bu noktadan sonra tahminlerini doğrulayan bilgileri olumlu, yanlışlayan bilgileri ise olumsuz algılamaktadırlar. Bu durum sübjektif bir bakış açısını ifade etmektedir. Psikolojik bulgular, insanların ilk hipotezlerinden dolayı mevcut verileri yanlış okuma eğiliminde olduklarını göstermektedir. Muhafazakârlıkta ise insanlar sahip oldukları bilgileri çok yavaş değiştirme eğilimindedirler. Bu durumdaki yatırımcılar oluşabilecek yeni kazançları geçici durumlar olarak görececek ve hızlı bir biçimde unutacaklardır. Aynı zamanda kazanca ilişkin önceden kazanılmış bilgileri ise çok yavaş değiştirme eğiliminde olacaklardır (Barberis ve Schleifer, 1997: 14-15).

3.6. Sonradan Anlama Yanılsaması (Geri Görüş Önyargısı)

Bireylerin, olaylar meydana geldikten sonra, olayların bu şekilde gerçekleşeceğini bildiklerini düşünmeleri ve düşüncelerini söylemeştirmeleri geri görüş önyargısı olarak tanımlanabilir. Geri görüş önyargısı, diğer bir ifade ile bireylerin, “ben bunun böyle olacağını biliyordum” şeklindeki söylemlerini dile getirmesidir. Önceden tahmin edilmesi imkânsız olan bir olay gerçekleşse dahi, geri

görüş önyargısı taşıyan bireyler bu olayın kendileri tarafından hissedildiğini ya da tahmin edildiğini savunmaktadırlar (Pompain, 2006: 199).

Piyasa yorumcularının düştüğü en önemli hatalardan bir tanesi de budur. Piyasalarda yaşanan değişimlerden sonra yapılan yorumlar bu durumun en güzel örneğidir. Bireyler/uzmanlar, bu durumun sonunda, içine düştükleri bu önyargı içinde kendilerine aşırı güven duygusunu katmakta, ileriki dönemler için daha az bilgiye ihtiyacı olduğunun düşünmekte ve geleceğe ilişkin araştırma yapmak yerine kendini onaylayan bilgilerin peşine düşmektedir (Döm, 2003: 78-80).

3.7. Yanlış İlişkilendirme

Yanlış ilişkilendirme, hisse senetleri fiyatlarının değerini etkilememesi gereken haberlere/bilgilere yatırımcılar tarafından verilen tepkilerle ilgilidir. Hisse senedi fiyatları ile ilişkili olmayan bir durumun hisse senedi fiyatlarını etkilemesi durumudur. Saunders (2003) tarafından yapılan bir çalışmada, New York şehrinde havanın bulutlu olması ile New York Borsası'ndaki hareketler arasında anlamlı bir ilişki olduğu ortaya çıkmıştır. 1927-1989 yılları arasındaki hareketleri günlük olarak inceleyen çalışmada, bulutlanma seviyesinin % 100 olduğu günlerde (yağışların % 85'i bu seviyede oluyor) borsanın getirisinin anlamlı bir biçimde ortalamasının altında kaldığını, bulutlanma seviyesinin % 0-20 arasında olduğunda (güneşli günlerde) borsanın getirisinin anlamlı bir biçimde ortalamasının üzerine çıktığını ortaya koymuştur (Yıldız vd., 2009: 6-7).

3.8. Optimizm Yanılsaması

Hatırı sayılır ölçüde araştırmanın kanıtları, aşırı iyimser ve bireysel değerlendirmelerin, uzmanlık ya da kontrol konusunda abartılı algının ve gerçekçi olmayan iyimserliğin normal insan düşüncesinin karakteristik özellikleri olduğunu göstermektedir (Taylor & Brown, 1988: 193).

Optimizm yanılsaması insanların karşılaştıkları olaylar ve gelişmelere ilişkin olarak değerlendirmelerinde iyimser yaklaşım içinde olmalarıdır. Optimist yaklaşım alım eğilimlerini fazlalaştırarak komisyon gelirlerini artıracığı için araçlar bu yönde hareket etmektedirler (Evlın, 2004: 145-148). Lavallo ve Kahneman (2003) ise, genellikle yatırım kararı alırken dışsal bir bakış açısı izleyen yatırımcıların, bunun yerine içsel bir bakış açısı izlediğini ve optimizm ön yargısına neden olduklarını saptamışlardır. İçsel bakış açısı (inside view), bireyin anlık durumlara odaklanıp, kişisel bağılıkların sergilenmesi olarak tanımlanırken, dışsal bakış açısı (outside view) ise anlık durumları, geçmişte elde edilen sonuçlar ve ilgili durumların bağlamında tarafsız olarak değerlendirmektedir. Dışsal bakış açısı sergilemenin, yatırımcıların daha doğru ve titiz tahminler yürütmelerine ve daha az beklenmedik sonuçla karşılaşmalarına olanak tanıyacağı söylenebilir (Lavallo ve Kahneman, 2003: 56-63)

IV. HİSSE SENEDİ YATIRIMCILARININ DAVRANIŞLARI ÜZERİNE AMPİRİK BİR ÇALIŞMA

Çalışmanın bu bölümünde İstanbul Menkul Kıymet Borsası'nda (İMKB) yatırım yapan bireysel yatırımcıların psikolojik eğilimleri ile yatırım davranışları arasındaki ilişkiyi belirlemek amacıyla yapılan anket çalışması sonuçlarına ilişkin değerlendirmeler yer almaktadır.

4.1. Araştırmanın Amacı

Bu çalışmanın amacı son yıllarda akademik çevrelerde çok fazla ilgi görmeye başlayan davranışsal finans yaklaşımı hakkında akademik anlamda ampirik bir çalışma yaparak ülkemiz yatırımcılarında gözlemlenebilirliğini incelemektir. Bu anlamda davranışsal finansın ortaya koyduğu irrasyonel yatırımcı davranışlarının kimi nedenlerinin, ülkemiz yatırımcıları için sınanması amaçlanmıştır. Çalışmamızda, bireysel yatırımcıların gerek demografik gerekse kimi ayırt edici özellikler açısından farklılaşmalarının ya da benzerliklerinin tespit edilmesi de amaçlanmaktadır.

4.2. Araştırmanın Yöntemi

Araştırmamıza dair incelemeler için gerekli verileri elde etmek amacıyla anket yöntemi kullanılmıştır. Anket formunda toplam 29 soru yer almıştır. Bu soruların bir kısmı yatırımcılara ait kişisel bilgileri, diğer bir kısmı da yatırımcıların finansal yatırım kararlarında etkisinde kaldıkları psikolojik eğilimleri öğrenmeye dönük sorulardır. Anket çalışması Göller Bölgesindeki (Isparta, Burdur, Antalya) yatırımcılara 01.11.2009- 10.12.2009 tarihleri arasında uygulanmış ve 270 bireysel yatırımcıya ilişkin veriler elde edilmiştir. Çalışmada tesadüfi örneklem yönteminden yararlanılmıştır.

4.3. Hipotezler

H₁: Hisse senetlerine yatırım yapma yılı ile hisse senetlerini ortalama elde tutma süresi arasında ilişki vardır.

H₂: Hisse senetlerine yatırım yapma yılı ile portföyde bulunan hisse senedi sayısı arasında ilişki vardır.

H₃: Hisse senedi piyasasını yakından takip etme ile hisse senetlerini ortalama elde tutma süresi arasında ilişki vardır.

H₄: Hisse senedi piyasasını yakından takip etme ile portföyde bulunan hisse senedi sayısı arasında ilişki vardır.

H₅: Hisse senedi piyasasını yakından takip etme ile hisse senetlerine yatırım yapma yılı arasında ilişki vardır.

H₆: Hisse senedi yatırımlarını gözden geçirme sıklığı ile hisse senedi piyasasını yakından takip etme arasında ilişki vardır.

H₇: Hisse senedi yatırımlarını gözden geçirme sıklığı ile hisse senetlerine yatırım yapma yılı arasında ilişki vardır.

H₈: Riske girmeyi sevme ile kayıp önerisinde risk alıp almama kararı arasında ilişki vardır.

H₉: İyi hava koşullarında hisse senedi alma eğiliminin artması ile kötü hava koşullarında hisse senedi satma eğiliminin artması arasında ilişki vardır.

H₁₀: Kayıp önerisinde risk almak ile kazanç önerisinde risk almak arasında ilişki vardır.

H₁₁: Kazanan hisseleri elden çıkarırken, kaybedenleri elde tutma eğilimi ile hisse senedini eski satın alma fiyatına ginceye kadar bekleme düşüncesi arasında ilişki vardır.

H₁₂: Hisse senedi piyasasını yakından takip etme ile günlük bazda en çok kazandıranlar ve kaybettirenleri hisse senedi alım satımında göz önünde bulundurma arasında ilişki vardır.

H₁₃: Aracı kurumlardan tarafından yönlendirilme sıklığı ile hisse senetlerine yatırım yapma yılı arasında ilişki vardır.

H₁₄: Aracı kurumlardan tarafından yönlendirilme sıklığı ile hisse senedi piyasasını yakından takip etme arasında ilişki vardır.

H₁₅: Aracı kurumlar tarafından yönlendirilme sıklığı ile portföyün idaresini profesyonel yöneticilere bırakmak yatırımdan alınan kişisel tatmini azaltır düşüncesi arasında ilişki vardır.

H₁₆: Cinsiyet ile riske girmeyi sevmek arasında ilişki vardır.

H₁₇: Yaş ile riske girmeyi sevmek arasında ilişki vardır.

H₁₈: Eğitim düzeyi ile riske girmeyi sevmek arasında ilişki vardır.

H₁₉: Cinsiyet ile psikolojik durumun yatırım kararları üzerindeki etkisi arasında ilişki vardır.

H₂₀: Yaş ile psikolojik durumun yatırım kararları üzerindeki etkisi arasında ilişki vardır.

H₂₁: Eğitim düzeyi ile psikolojik durumun yatırım kararları üzerindeki etkisi arasında ilişki vardır.

H₂₂: Cinsiyet ile aracı kurumlar tarafından yönlendirilme sıklığı arasında ilişki vardır.

H₂₃: Yaş ile aracı kurumlar tarafından yönlendirilme sıklığı arasında ilişki vardır.

H₂₄: Eğitim ile aracı kurumlar tarafından yönlendirilme sıklığı arasında ilişki vardır.

4.4. Anket Sonuçlarının Değerlendirilmesi

Anketten elde edilen veriler, SPSS 16.0 paket programı kullanılarak frekans ve yüzde (%) dağılımları tablolaştırarak yorumlanmıştır. Ayrıca yukarıda belirtilen hipotezleri test etmek için Pearson Korelasyon Analizi, Mann-Whitney U Testi, Kruskal-Wallis Varyans Analizi ve Ki-Kare testleri kullanılmıştır. Hipotezler içinde ölçümle belirtilen değişkenler parametrik varsayımları yerine getirmediği için (gruplardaki frekansların dağılımı dengesiz olduğu için), ikili grupları karşılaştırmak amacıyla Mann-Whitney U Testi, ikiden fazla sayıdaki grupları karşılaştırmak amacıyla Kruskal-Wallis Varyans Analizi kullanılmıştır. Sayımla belirtilen (nitel) değişkenleri konu alan hipotezleri test etmek içinde Ki-Kare testi uygulanmıştır. Hipotezlerin bir kısmı sürekli değişken özelliği göstermekte ve karşılaştırılan gruplar arasında doğrusal bir ilişki beklenmektedir. Bu değişkenleri analiz etmek amacıyla Pearson Korelasyon Analizi kullanılmıştır.

4.4.1. Anket Sonuçlarının Genel Olarak Değerlendirilmesi

Çalışmanın bu aşamasında anket sorularına verilen yanıtların frekans ve yüzde dağılımları üzerinde durulmuştur. Bu işlem yapılırken anket soruları soru tiplerine göre gruplanmış ve altı farklı tablo yardımıyla bahsi geçen bilgiler verilmiştir.

Tablo 1: Demografik Verilere Ait Dağılımlar

DEĞİŞKENLER	SAYI	YÜZDE DAĞILIMI
YAŞ		
< 20	3	% 1,1
20-25	29	% 10,7
26-30	46	% 17
31-40	87	% 32,2
41-50	74	% 27,4
51 >	31	% 11,5
CİNSİYET		
Kadın	58	% 21,6
Erkek	211	% 78,4
EĞİTİM DURUMU		
İlköğretim	11	% 4,1
Lise	67	% 24,9
Önlisans	56	% 20,8
Lisans	124	% 46,1
Lisansüstü	11	% 4,1

Tablo 1'e bakıldığında yatırımcıların çok büyük bir kısmının (%71,1) 30 yaş üzeri kişilerden oluştuğu görülmektedir. Bu durum yatırımcıların, yatırım yapacak maddi güce ancak 30'lu yaşlardan itibaren kavuştukları şeklinde yorumlanabilir.

Yine cinsiyete göre dağılıma baktığımızda erkek yatırımcıların ağırlığı (%78,4) dikkati çekmektedir. Finansal piyasalarda ağırlıklı olarak erkek yatırımcılar faaliyet göstermekte olup, yatırım kararları da erkeklere özgü bir iş olarak değerlendirilebilir.

Tablo 1'de eğitim durumu ile ilgili dağılımlar incelendiğinde yatırımcıların %71'inin önlisans, lisans ve lisansüstü mezunu oldukları görülmektedir. Bu da hisse senedi yatırımı yapan kişilerin eğitim düzeylerinin yüksek olduğunu göstermektedir. Aynı şekilde, eğitim düzeyi düşük olan yatırımcıların menkul kıymet yatırımlarına bilgi eksikliğinden dolayı ilgisiz oldukları sonucunu da bu tablodan çıkarmak mümkündür.

Aşağıda görülen Tablo 2'de yatırımcılara ait hisse senetleri ile ilgili genel veriler yer almaktadır. Ankete katılan yatırımcıların hisse senedi piyasasındaki tecrübeleri, 1 yıldan az tecrübesi olanlar dışında hemen hemen eşit dağılmıştır. Tablo 2'ye bakıldığında son bir yıl içinde hisse senedi piyasasına giriş yapanların oranı hiç de azımsanmayacak bir düzeydedir (%13,7). Tüm Dünya'yı sarstığı gibi ülkemizi de etkileyen finansal kriz ortamında son bir yılda yakalanan bu oran manidar kabul edilebilir.

Tablo 2'den de anlaşılacağı gibi yatırımcıların %74,4'ünün elinde 3 ve daha az sayıda senet yer almaktadır. Buradan yatırımcıların büyük bir çoğunluğunun riski azaltmak için portföy çeşitlendirmesine gitmedikleri dolayısıyla risk yönetimi konusunda duyarsız olduklarını da söyleyebiliriz. Portföyünde 7'den fazla senet yer alan yatırımcı oranı yalnızca %5,9 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 2: Yatırımcıların Hisse Senedi Piyasasındaki Tecrübelerinin, Portföylerindeki Hisse Senedi Sayılarının ve Hisse Senetlerini Ortalama Elde Tutma Sürelerinin Dağılımları

DEĞİŞKENLER	SAYI	YÜZDE DAĞILIMI
Hisse Senedi Piyasasındaki Tecrübe (Yıl)		
< 1	37	% 13,7
1-3	51	% 18,9
4-6	67	% 24,8
7-10	66	% 24,4
10 >	49	% 18,1
Portföydeki Hisse Senedi Sayısı		
1-2	94	% 34,8
3-4	107	% 39,6
5-9	53	% 19,6
10-14	7	% 2,6
15 >	9	% 3,3
Hisse Senedini Ortalama Elde Tutma Süresi (Gün)		
< 7	30	% 11,2
7-30	61	% 22,7
31-60	80	% 29,7
61-90	33	% 12,3
91 >	65	% 24,2

Tablo 2’de son olarak hisse senetlerini ortalama elde tutma süresi incelenmektedir. Ağırlıklı olarak (%52,4) yatırımcıların hisseleri 1 hafta ile 8 hafta arasında ellerinde tuttıkları gözlenmektedir. 3 aydan daha fazla süre ile senetleri ellerinde tutan yatırımcı oranı da oldukça yüksek (%24,2) gerçekleşmiştir. Buradan da araştırma yapılan yatırımcıların yaklaşık ¼’ü hisse senetlerini uzun vadeli bir yatırım aracı olarak görmekte ve kısa vadeli spekülasyon davranışlardan kaçınmaktadırlar sonucu çıkarılabilir.

Tablo 3: Yatırımcıların Hisse Senedi Piyasasını Takip Etme, En Çok Kazandıran ve Kaybettirenleri, Hisse Alım Satımında Göz Önünde Bulundurma ve Aracı Kurumlar Tarafından Yönlendirilme Sıklıklarının Dağılımı

DEĞİŞKENLER	SIKLIK DÜZEYLERİ				
	Çok sık	Genellikle	Bazen	Nadiren	Hiçbir zaman
Hisse Senedi Piyasasını Yakından Takip Etme Sıklığı					
Sayı	68	142	47	8	5
Yüzde Dağılımı	% 25,2	% 52,6	% 17,4	% 3,0	% 1,9

En Çok Kazandıran ve Kaybettirenleri Hisse Alım Satımında Göz Önünde Bulundurma Sıklığı					
Sayı	45	101	68	31	24
Yüzde Dağılımı	% 16,7	% 37,5	% 25,3	% 11,5	% 8,9
Aracı Kurumlar Tarafından Yönlendirilme Sıklığı					
Sayı	23	39	75	56	77
Yüzde Dağılımı	% 8,5	% 14,4	% 27,8	% 20,7	% 28,5

Tablo 3'ten hisse senedi piyasasının yatırımcılar tarafından oldukça yakından takip edildiği sonucu çıkarılabilir. %77,8 oranında bir yatırımcı grubu, hisse senedi piyasasını “çok sık” ve “genellikle” takip ettiğini bildirmiştir. Hisse senedi piyasasının yapısı gereği zaten yatırımcıların sürekli tetikte olmaları ve piyasayı yakından izlemeleri gereklidir. Ayrıca hisse senetlerini kısa süre elde tutan yatırımcıların, bu yatırım stratejileri gereği de piyasayı yakından takip etmeleri kaçınılmaz olmaktadır.

Gazetelerde, televizyonlarda ve internet sayfalarında her gün en çok kazandıran ve kaybettiren hisse senetleri yayınlanmaktadır. Tablo 3'te bu yayınların hisse senedi alım satımında göz önünde bulundurulma sıklığı görülmektedir. Yatırımcıların yarısından fazlası (%54,2) bu yayınları “çok sık” ve “genellikle” göz önüne alırken, %20,4'ü ya “hiçbir zaman” göz önüne almamakta ya da “nadiren” göz önüne almaktadır.

Tablo 3'te son olarak yatırımcıların aracı kurumlar tarafından yönlendirilme sıklığı ortaya konulmuştur. “Aracı kurumlar tarafından hangi sıklıkla yönlendiriliyorsunuz?” sorusuna, ankete yanıt verenlerin %8,5'i “çok sık”, %14,4'ü ise “genellikle” yönlendirildiğini ifade etmiştir. Yani aracı kurumlar tarafından yoğun olarak yönlendirilen yatırımcı oranı sadece %22,9'dur. Buradan da yatırımcıların en iyi karar alıcıların kendileri olduklarını düşündüklerini söylemek mümkündür. Diğer bir ifade ile aracı kuruluşların yönlendirmeleri yatırımcıların büyük bir kısmını etkilememektedir.

Tablo 4: Yatırımcıların Hisse Senetleri Yatırımları İle İlgili Dağılımlar

DEĞİŞKENLER	KATILMA DÜZEYLERİ				
	Kesinlikle Katılıyorum	Katılıyorum	Fikrim Yok	Katılmıyorum	Kesinlikle Katılmıyorum
“Kamuoyunca bilinen şirketlerin hisseleri iyidir” görüşüne katılma düzeyi					
Sayı	55	122	19	55	19
Yüzde Dağılımı	% 20,4	% 45,2	% 7,0	% 20,4	% 7,0
“Kötü hava koşullarında hisse senedi satma eğilimi artar” görüşüne katılma düzeyi					
Sayı	27	64	46	94	37
Yüzde Dağılımı	% 10,1	% 23,9	% 17,2	% 35,1	% 13,8
“İyi hava koşullarında hisse senedi alma eğilimi artar” görüşüne katılma düzeyi					

Sayı	35	70	48	84	31
Yüzde Dağılımı	% 13,1	% 26,1	% 17,9	% 31,3	% 11,6
“Portföyün idaresini profesyonel yöneticilere bırakmanın yatırımdan alınan kişisel tatmini azalttığı” görüşüne katılma düzeyi					
Sayı	48	108	35	66	11
Yüzde Dağılımı	% 17,9	% 40,3	% 13,1	% 24,6	% 4,1
“Menkul kıymetler piyasası hakkında bir tasarruf sahibi olarak oldukça iyi bilgiye sahibim” görüşüne katılma düzeyi					
Sayı	27	130	48	61	3
Yüzde Dağılımı	% 10,0	% 48,3	% 17,8	% 22,7	% 1,1
“Elindeki menkul kıymetleri sürekli alıp satarak portföyünün canlılığını sağlayan bir yatırımcı, uzun dönemde kazanmayı bekleyen bir yatırımcıdan genellikle daha karlı durumdadır” görüşüne katılma düzeyi					
Sayı	41	106	20	88	13
Yüzde Dağılımı	% 15,3	% 39,6	% 7,5	% 32,8	% 4,9
“Portföyünüzde bulunan ve fiyatı düşmüş bir hisse senedine ilişkin gelişen şu ifadeye katılıyor musunuz?” Kayıp sadece geçici bir durum, hisse senedi yeniden değer kazanacaktır, en azından hisse senedi satın alınan değere gelene dek beklemek daha doğru olur” görüşüne katılma düzeyi					
Sayı	56	129	32	48	4
Yüzde Dağılımı	% 20,8	% 48,0	% 11,9	% 17,8	% 1,5
“Hisselerin geçmiş getirileri ve performansının hisse alım satım kararlarındaki rolü önemlidir” görüşüne katılma düzeyi					
Sayı	69	161	16	18	5
Yüzde Dağılımı	% 25,7	% 59,9	% 5,9	% 6,7	% 1,9
“Psikolojik durum yatırım kararlarını üzerinde etkili olmaktadır” görüşüne katılma düzeyi					
Sayı	44	115	27	63	20
Yüzde Dağılımı	% 16,4	% 42,8	% 10,0	% 23,4	% 7,4

Tablo 4’te yatırımcıların hisse senedi yatırımları hakkındaki değişik görüşlere katılma düzeylerine ilişkin frekans dağılımları yer almaktadır. “Kamuoyunca bilinen şirketlerin hisseleri iyidir” görüşüne yatırımcıların yaklaşık 2/3’ü “kesinlikle katılıyorum” ve “katılıyorum” şeklinde görüş bildirmişlerdir. Bu anlamda kamuoyunda bilinen şirketlerin aynı zamanda iyi bir yatırım aracıda olacağı genellemesine olan inancın da yaygın olduğu anlaşılmaktadır.

Hava koşullarına göre yatırımcıların davranışlarını araştıran Tablo 4’teki ikinci ve üçüncü sorular ilginç bir durumu ortaya çıkarmaktadır. Buna göre “kötü hava koşullarında hisse senedi satma eğilimi artar” görüşüne “kesinlikle katılıyorum” ve “katılıyorum” diyenlerin oranı %34 iken “katılmıyorum” ve “kesinlikle katılmıyorum” diyenlerin oranı %53,9 olarak gerçekleşmiştir. Bu da bize yatırımcıların yarıdan fazlasının kötü hava koşulları ile hisse senedi satma eğilimi arasında ilişki kurmadığını göstermektedir. Ters durumda ise yani “iyi hava koşullarında hisse senedi alma eğilimi artar” görüşüne “kesinlikle katılıyorum” ve “katılıyorum” diyenlerin oranı %39,2 iken “katılmıyorum” ve “kesinlikle katılmıyorum” diyenlerin oranı %42,9 olarak birbirine oldukça yakın düzeyde

gerçekleşmiştir. Bu durumdan, hisse senedi alma ya da satma kararlarında iyi hava koşulları, kötü hava koşullarına göre yatırımcılar açısından daha belirleyici olmaktadır sonucu çıkarılabilmektedir.

Yine Tablo 4'te "portföyün idaresini profesyonel yöneticilere bırakmanın yatırımdan alınan kişisel tatmini azalttığı" görüşüne yatırımcıların %58,2'si "kesinlikle katılıyorum" ve "katılıyorum" şeklinde görüş bildirmişlerdir. Yani yatırımcılar yatırım yapmayı bir kazanç arayışının yanında bir tatmin duygusu için de gerçekleştirmektedir. "Katılmıyorum" ve "kesinlikle katılmıyorum" seçeneği yatırımcıların sadece %28,7'si tarafından tercih edilmiştir. Bu sonuç başlı başına yatırımcıların tercihlerinde psikolojik faktörleri de devreye koyduğunu göstermektedir. Yalnızca kazanç amacı ile piyasada yer alan bir yatırımcının bu soruya "kesinlikle katılmıyorum" cevabını vermesi beklenirdi.

Tablo 4'te yatırımcıların aşırı güven düzeylerini tespit etmek için ilgili görüşe ne ölçüde katıldıklarına dair sonuçlar yer almaktadır. Görüldüğü üzere yatırımcıların oldukça büyük bir bölümü (%58,3) bilgilerine dair oldukça iyi nitelmesine "kesinlikle katıldığını" ya da "katıldığını" beyan etmiştir. Yatırımcıların %23,8'i "kesinlikle katılmıyorum" ve "katılmıyorum" seçeneklerini işaretlemişlerdir. Buradan da yatırımcıların kendilerine aşırı güvendikleri sonucuna varılabilir. Yukarıda da belirttiğimiz gibi araştırma kapsamındaki yatırımcıların aracı kuruluşların yönlendirmelerine de pek itibar etmedikleri görülmüştür.

Yine Tablo 4'e baktığımızda, yatırımcıların kısa/uzun vadeli yatırım hususundaki eğilimlerini ortaya çıkarmak için ankette yer verdiğimiz tespitle ilgili görüşleri yer almaktadır. Sonuçlar yatırımcıların %54,9'unun kısa vadeli yatırımın daha faydalı olacağı görüşünü beyan ettiklerini göstermektedir.

Tablo 4'teki "portföyünüzde bulunan ve fiyatı düşmüş bir hisse senedine ilişkin gelişen şu ifadeye katılıyor musunuz? Kayıp sadece geçici bir durum, hisse senedi yeniden değer kazanacaktır, en azından hisse senedi satın alınan değere gelene dek beklemek daha doğru olur" görüşü yatınlık etkisini ölçmek amacıyla sorulmuştur. Yatınlık etkisine maruz kalan bireysel yatırımcılar, kaybeden hisse senetlerini uzun süre elde tutma eğiliminde olmakta ve kaybeden hisselerini en azından satın alma fiyatına gelinceye kadar satmak istememekte, bunun sonucu da zararları katlanabilmektedir. Bu soruya verilen yanıtlar da buraya kadar anlattıklarımızı destekler nitelikte çıkmıştır. Yatırımcıların %68,8'i "kesinlikle katılıyorum" ve "katılıyorum" seçeneklerini işaretlemişlerdir.

Tablo 4'te "hisselerin geçmiş performansları ve getirilerinin hisse alım satım kararlarındaki etkisi" sorulmuş ve yatırımcıların %85,6'sı geçmiş getirilerin bireysel yatırım kararlarında çok önemli olduğunu belirtmişlerdir. Yatırımcıların sadece %8,6'sı geçmiş getirilerin yatırım kararlarında etkili olmadıklarını söylemişlerdir.

Tablo 4'ün son sorusunda, yatırımcıların %59,2'si psikolojik durumunun yatırım kararları üzerinde etkili olduğu yönünde bilgi vermişlerdir. %30,8'lik bir kısım ise yatırımlarını tamamen rasyonel şartlar altında, psikolojik durumlarından bağımsız olarak yaptıkları yönünde görüş beyan etmişlerdir.

Tablo 5: Yatırımcıların Yatırımlarını Gözden Geçirme Sıklıklarının, Diğer Yatırımcılarla Kendi Yatırım Stratejisinin Karşılaştırılmasının ve Risk Sevme Düzeylerinin Dağılımları

DEĞİŞKENLER	SAYI	YÜZDE DAĞILIMI
Hisse Senedi Yatırımlarını Gözden Geçirme Sıklığı		
Her Gün	126	% 46,7
Birkaç Günde Bir	60	% 22,2
Haftada Bir	43	% 15,9
Ayda Bir	12	% 4,4
Birkaç Ayda Bir	5	% 1,9
Düzenli Olarak Fakat Belirli Bir Periyot Veremem	22	% 8,1
Fikrim Yok	2	% 0,7
Diğer Yatırımcılar İle Kendi Yatırım Stratejisinin Karşılaştırılması		
Ortalamadan Daha İyi	52	% 19,3
Ortalama Düzeyde	177	% 65,6
Ortalamadan Daha Kötü	13	% 4,8
Fikrim Yok	28	% 10,4
Riske Girmeyi Sever misiniz?		
Evet	109	% 40,4
Bazen	132	% 48,9
Hayır	29	% 10,7

Tablo 5’te “yatırımları gözden geçirme sıklığı” ilk olarak araştırılan durumdur. Burada yatırımcıların %68,9’unun yatırımlarını “her gün” ya da “birkaç günde bir” gözden geçirdikleri görülmektedir. Bu oldukça yüksek bir orandır. Tablo 3’te %77,8 olarak bulduğumuz piyasaları yakından takip etme oranı da düşünüldüğünde, yatırımların çok sık gözden geçirilmesi sonucu da ortaya çıkması beklenen bir neticedir. Piyasaları yakından takip edenlerin çok sık işlem yapma eğiliminde olması gayet doğaldır.

Tablo 5’te ayrıca yatırımcıların stratejilerine ilişkin görüşlerine yer verilmiştir ve oldukça ilginç sonuçlara erişilmiştir. Yatırımcıların %19,3’ü karşılaştırma imkânları olmamalarına karşın kendi yatırım stratejilerini diğer yatırımcıların stratejilerinden daha üstün tutmuştur. Bu da daha önce belirttiğimiz kendine güven duygusu ile ilişkilendirilebilir. Ortalamadan kötü bir stratejiye sahip olabileceğini belirten yatırımcıların payı ise sadece %4,8’dir. Burada yatırımcıların neredeyse 2/3’ünün kendilerini ortalama düzeyde değerlendirdikleri sonucu dikkat çekicidir.

Tablo 5’te yatırımcıların riske girmekle ilgili yanıtları da yer almaktadır. Görüldüğü gibi yatırımcıların neredeyse tamamı ya “riske girmeyi sevmekte” ya da riske girmeyi “bazen” sevmektedir (%40,4 + %48,9). Bu durum menkul kıymet piyasalarımız açısından oldukça önemli bir gözlemdir. Zira yatırımcıların bu

derecede risk sever olması, yatırımlarında da riskli seçenekleri tercih etmesini, rasyonel davranmamasını beraberinde getirebilir.

Tablo 6'da Kahneman ve Tversky'nin davranışsal finansta yansıma etkisini belirlemeye yönelik deneklere yönelttiği soruların anketimizdeki sonuçları yer almaktadır. Katılımcıların %55,6'sı kazanç durumunda kesin kazanç seçeneğini tercih ederken, kayıp durumunda ise oldukça yüksek bir oranda (%76,7) riskli seçeneği tercih etmektedir. Oysa seçenekler arasında riskli olan seçenekler daha büyük bir olasılığı içermektedir. Bu soruların yanıtlarına ilişkin olarak çalışmamızın ilerleyen bölümlerinde testler uygulanacak ve daha ayrıntılı açıklamalar yapılacaktır.

Tablo 6'da yatırımcıların çoğunluğu (%68,8) kazandıran hisseyi satacağını beyan etmiştir. Bu gayet anlamlı ve beklenen bir sonuçtur. Eğer ki yatırımcı kaybettiren B hissesini satarsa, B hissesini satın alma kararının kötü olduğunu kendi kendine kabul etmiş olacaktır. Kaybeden bir hisseyi satma durumunda pişmanlık duyacaktır. Bireyin yatırım kararının başarısız olduğunun onaylanması anlamını taşıyan kaybeden hisseyi satma kararı da bu nedenle ertelenecektir. Oysaki kazanan hisseyi satma kararı, bireyin vermiş olduğu başarılı yatırım kararı ile övünmesine ve gurur duymasına sebep olacaktır.

Tablo 6: Karar Verme Tercihleri İle İlgili Dağılımlar

KARAR VERME İLE İLGİLİ İFADELER	SEÇENEKLER	
	% 100 ihtimalle 3.000 TL kazanç	% 80 ihtimalle 4.000 TL kazanç
Bir karar verme durumunda yandaki seçenekleri tercih düzeyi		
Sayı	148	118
Yüzde Dağılımı	% 55,6	% 44,4
Bir karar verme durumunda yandaki seçenekleri tercih düzeyi	%100 ihtimalle 3.000 TL kayıp	%80 ihtimalle 4.000 TL kayıp, %20 ihtimalle hiçbir şey kaybetmeme
Sayı	62	204
Yüzde Dağılımı	% 23,3	% 76,7
A ve B hisselerinden oluşan iki hisseli bir portföye sahip olduğunuzu ve acil nakit ihtiyacınızdan dolayı birinden satış yapmanız gerektiğini varsayalım. Aldığımızdan bu yana A hisseleri % 20 getiri sağlarken, B hisselerinin % 20 kaybettirdiği durumda hangi hisseyi satmayı tercih edersiniz?	A hisselerini	B hisselerini
Sayı	185	84
Yüzde Dağılımı	% 68,8	% 31,2

4.4.2. Kullanılan Hipotezlerin Sonuçları

4.4.2.1. Korelasyon Analizi Uygulanan Hipotezlerin Sonuçları

Tablo 7’de korelasyon analizi yapılmış 12 adet hipotez için elde edilen değerler toplu halde verilmiştir.

Tablo 7: Korelasyon Analizi Uygulanan Hipotezlerin Sonuçları

Hipotez No	Karşılaştırılan İfadeler	r	p
1	Hisse senetlerine yatırım yapma yılı	0,249	0,000
	Hisse senetlerini ortalama elde tutma süresi		
2	Hisse senetlerine yatırım yapma yılı	0,223	0,000
	Portföyde bulunan hisse senedi sayısı		
3	Hisse senedi piyasasını yakından takip etme	- 0,001	0,981
	Hisse senetlerini ortalama elde tutma süresi		
4	Hisse senedi piyasasını yakından takip etme	0,023	0,712
	Portföyde bulunan hisse senedi sayısı		
5	Hisse senedi piyasasını yakından takip etme	0,157	0,010
	Hisse senetlerine yatırım yapma yılı		
6	Hisse senedi yatırımlarını gözden geçirme sıklığı	0,258	0,000
	Hisse senedi piyasasını yakından takip etme		
7	Hisse senedi yatırımlarını gözden geçirme sıklığı	0,105	0,085
	Hisse senetlerine yatırım yapma yılı		
9	İyi hava koşullarında hisse senedi alma eğiliminin artması	0,613	0,000
	Kötü hava koşullarında hisse senedi satma eğiliminin artması		
12	Hisse senedi piyasasını yakından takip etme	0,017	0,786
	Günlük bazda en çok kazandıranlar ve kaybettirenleri hisse senedi alım satımında göz önünde bulundurma		
13	Aracı kurumlar tarafından yönlendirilme sıklığı	0,116	0,056
	Hisse senetlerine yatırım yapma yılı		
14	Aracı kurumlar tarafından yönlendirilme sıklığı	0,063	0,299
	Hisse senedi piyasasını yakından takip etme		
15	Aracı kurumlar tarafından yönlendirilme sıklığı	- 0,071	0,245
	Portföyün idaresini profesyonel yöneticilere bırakmak yatırımdan alınan kişisel tatmini azaltır		

Tablo 7’de görüldüğü gibi hisse senetlerine yatırım yapma yılı ile hisse senetlerini ortalama elde tutma süresi arasında pozitif yönde anlamlı ilişki bulunmuştur ($r=0,249$, $p=0,000$). H_1 hipotezi kabul edilir. Yatırımcının hisse senedi piyasasındaki tecrübesi arttıkça, hisse senetlerini elde tutma süresi de artmaktadır. Yapılan çapraz karşılaştırmalar da bu bulguları destekler niteliktedir. 7-10 yıl arasında tecrübesi olan yatırımcıların % 34,8’i, 10 yıldan fazla tecrübesi olan

yatırımcıların %39,6'sı hisse senetlerini 90 günden fazla ellerinde tutmakta iken; 1 yıldan az tecrübesi olan yatırımcılarda bu oran % 13,5 olarak gerçekleşmiştir. Hisse senedi piyasasında elde tutma süresi uzadıkça getiri oranı artmaktadır.

Tablo 7'de ki 2 numaralı hipotezde görüldüğü gibi hisse senetlerine yatırım yapma yılı ile portföyde bulunan hisse senedi sayısı arasında pozitif yönde anlamlı ilişki bulunmuştur ($r=0,223$, $p=0,000$). H_2 hipotezi kabul edilir. Yapılan çapraz karşılaştırmalar da hipotezi doğrulamaktadır. 1 yıldan az tecrübeye sahip yatırımcıların portföyünde 5'den fazla hisse senedi bulunma oranı %10,8 iken, 10 yıldan fazla tecrübeye sahip yatırımcılarda bu oran %28,6 şeklinde gerçekleşmiştir. Bu sonuçla hisse senetlerine yatırım yapma yılı arttıkça, portföyde bulunan hisse senedi sayısı da artmaktadır. Bu da daha fazla tecrübeye sahip yatırımcıların riske karşı daha duyarlı olduklarını göstermektedir.

Tablo 7'de ki 3 numaralı hipotezde, hisse senedi piyasasını yakından takip etme ile hisse senetlerini ortalama elde tutma süresi arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır ($r= - 0,001$, $p=0,981$). H_3 hipotezi reddedilir.

Tablo 7'de ki 4 numaralı hipotezde, hisse senedi piyasasını yakından takip etme ile portföyde bulunan hisse senedi sayısı arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır ($r=0,023$, $p=0,712$). H_4 hipotezi reddedilir.

Tablo 7'de ki 5 numaralı hipotezde görüldüğü gibi hisse senedi piyasasını yakından takip etme ile hisse senetlerine yatırım yapma yılı arasında pozitif yönde anlamlı ilişki bulunmuştur ($r=0,157$, $p=0,010$). H_5 hipotezi kabul edilir. Yatırımcıların hisse senedi piyasasındaki tecrübesi arttıkça yatırımları gözden geçirme sıklığı da artmaktadır. Yapılan çapraz karşılaştırmalar sonucunda da hipotez doğrulanmaktadır. Yatırım tecrübesi 1 yıldan az olan yatırımcıların %16,2'si yatırımlarını çok sık gözden geçirdiğini beyan etmişken bu oran tecrübesi 10 yıldan fazla olan yatırımcılarda neredeyse iki katına çıkmış ve %32,7 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 7'de ki 6 numaralı hipotezde görüldüğü gibi hisse senedi yatırımlarını gözden geçirme sıklığı ile hisse senedi piyasasını yakından takip etme arasında pozitif yönde anlamlı ilişki bulunmuştur ($r=0,258$, $p=0,000$). H_6 hipotezi kabul edilir. Çapraz analizde de benzer sonuçlarla karşılaşılmakta ve hisse senedi piyasasını çok sık takip eden yatırımcıların %75'i yatırımlarını her gün gözden geçirirken, bu oran genellikle takip edenlerde %42,3 bazen takip edenlerde %25,5 nadiren takip edenlerde %0 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 7'de ki 7 numaralı hipotezde, hisse senedi yatırımlarını gözden geçirme sıklığı ile hisse senetlerine yatırım yapma yılı arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır ($r=0,105$, $p=0,085$). H_7 hipotezi reddedilir.

Tablo 7'de ki 9 numaralı hipotezde görüldüğü gibi iyi hava koşullarında hisse senedi alma eğiliminin artması ile kötü hava koşullarında hisse senedi satma eğiliminin artması arasında pozitif yönde anlamlı ilişki bulunmuştur ($r=0,613$, $p=0,000$). H_9 hipotezi kabul edilir. Buradan da hava koşullarının yatırımcı psikolojisi üzerinde etkin olduğunu söylemek mümkündür.

Tablo 7'de ki 12 numaralı hipotezde, hisse senedi piyasasını yakından takip etme ile günlük bazda en çok kazandıranlar ve kaybettirenleri hisse senedi alım

satımında göz önünde bulundurma arasında anlamlı bir ilişki yoktur ($r=0,017$, $p=0,786$). H_{12} hipotezi reddedilir.

Tablo 7’de ki 13 numaralı hipotezde, aracı kurumlar tarafından yönlendirilme sıklığı ile hisse senetlerine yatırım yapma yılı arasında ilişki yoktur ($r=0,116$, $p=0,056$). H_{13} hipotezi reddedilir.

Tablo 7’de ki 14 numaralı hipotezde, aracı kurumlar tarafından yönlendirilme sıklığı ile hisse senedi piyasasını yakından takip etme arasında ilişki yoktur ($r=0,063$, $p=0,299$). H_{14} hipotezi reddedilir.

Tablo 7’de ki 15 numaralı hipotezde, aracı kurumlar tarafından yönlendirilme sıklığı ile portföyün idaresini profesyonel yöneticilere bırakmak yatırımdan alınan kişisel tatmini azaltır düşüncesi arasında ilişki yoktur ($r= - 0,071$, $p=0,245$). H_{15} hipotezi reddedilir.

4.4.2.2. Mann-Whitney U Testi ve Kruskal-Wallis Varyans Analizi Uygulanan Hipotezlerin Sonuçları

Çalışmamızın bu aşamasında belirlemiş olduğumuz 10 hipoteze başlıkta belirtilen testler uygulanmış ve sonuçlar tablolar halinde aktarılmıştır.

Tablo 8: H_8 Hipotezinin Sonuçları

Kayıp Önerisi	\bar{x}	sd	TEST DEĞERLERİ	
			Z	p
%100 ihtimalle 3000 TL kayıp	2,39	0,610	-1,092	0,275
%80 ihtimalle 4000 TL kayıp, %20 ihtimalle hiçbir şey kaybetmeme	2,27	0,668		

H_8 Hipotezi riske girmeyi sevme ile kayıp önerisinde risk alıp almama kararı arasında ilişkinin varlığını iddia etmektedir. Tablo 8’de görüldüğü gibi riske girmeyi sever misiniz? sorusuna verilen evet yanıtı ile kayıp önerisinde riskli ya da risksiz seçeneği seçme arasında bir ilişki bulunamamıştır ($Z= - 1,092$, $p=0,275$). H_8 Hipotezi reddedilir.

Tablo 9: Risk Sevme Eğiliminin Demografik Değişkenlere Göre Karşılaştırılması

DEĞİŞKENLER	\bar{x}	sd	TEST DEĞERLERİ	p
CİNSİYET				
Kadın	1,69	0,082	Z= - 0,084	0,933
Erkek	1,71	0,046		
YAŞ				
20-25	1,69	0,712	$X^2= 5,756$	0,218
26-30	1,65	0,706		
31-40	1,60	0,600		
41-50	1,82	0,649		

51 >	1,77	0,617		
EĞİTİM DURUMU				
İlköğretim	1,91	0,831	$X^2 = 2,924$	0,571
Lise	1,69	0,583		
Önlisans	1,75	0,667		
Lisans	1,65	0,663		
Lisansüstü	1,91	0,701		

Tablo 9’da, risk sevme durumu ile cinsiyet, yaş ve eğitim seviyesi arasında ilişki olup olmadığı araştırılmıştır. Buna göre 16 numaralı hipotezimiz (Cinsiyet ile riske girmeyi sevmek arasında ilişki vardır) reddedilir. Yukarıdaki tabloda görüldüğü gibi cinsiyet ile riske girmeyi sevmek arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır ($Z = -0,084$, $p = 0,933$).

17 numaralı hipotezimiz yaş ile riske girmeyi sevmek arasında ilişki olduğunu iddia etmektedir. Yapılan analiz neticesinde Tablo 9’da da görüldüğü üzere yaş ile riske girmeyi sevmek arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır ($X^2 = 5,756$, $p = 0,218$). H_{17} hipotezi reddedilir.

Tablo 9’da son olarak eğitim düzeyi ile riske girmeyi sevmek arasındaki ilişki test edilmiştir. Tabloda görüldüğü gibi eğitim düzeyi ile riske girmeyi sevmek arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır ($X^2 = 2,924$, $p = 0,571$). H_{18} hipotezi reddedilir.

Tablo 10: Psikolojik Durumun Yatırım Kararları Üzerindeki Etkisinin Demografik Değişkenlere Göre Karşılaştırılması

DEĞİŞKENLER	\bar{x}	sd	TEST DEĞERLERİ	p
CİNSİYET				
Kadın	2,60	1,199	$Z = -0,156$	0,876
Erkek	2,64	1,227		
YAŞ				
20-25	3,07	1,412	$X^2 = 13,294$	0,010
26-30	3,02	1,183		
31-40	2,50	1,176		
41-50	2,42	1,123		
51 >	2,32	1,137		
EĞİTİM DURUMU				
İlköğretim	2,55	1,128	$X^2 = 4,380$	0,357
Lise	2,45	1,132		
Önlisans	2,93	1,319		
Lisans	2,59	1,223		
Lisansüstü	2,60	1,075		

Tablo 10’da psikolojik durumun yatırım kararları üzerindeki etkisi, üç farklı demografik değişkene göre test edilmiştir. Buna göre Tablo 10’da ki ilk hipotezimiz (H_{19} : Cinsiyet ile psikolojik durumun yatırım kararları üzerindeki etkisi arasında ilişki vardır) reddedilir. Tabloda görüldüğü gibi cinsiyet ile psikolojik durumun yatırım kararları üzerindeki etkisi arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır ($Z= -0,156$, $p=0,876$).

Yukarıdaki tabloda görüldüğü gibi yaş ile psikolojik durumun yatırım kararları üzerindeki etkisi arasında anlamlı bir ilişki bulunmuştur ($X^2= 13,294$, $p=0,010$). H_{20} hipotezi kabul edilir. Yapılan ikili karşılaştırmalarda farkın, yaşı 30 ve daha düşük olan grupların risk sevme puanının, yaşı 31 yıl ve üzeri olan gruplardan yüksek olmasından kaynaklandığı anlaşılmıştır. Yaş yükseldikçe riski sevme eğilimi azalmaktadır.

Tablo 10’da incelediğimiz son hipotez “eğitim düzeyi ile psikolojik durumun yatırım kararları üzerindeki etkisi arasında ilişki vardır” hipotezidir (H_{21}). Analiz sonucunda eğitim düzeyi ile psikolojik durumun yatırım kararları üzerindeki etkisi arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır ($X^2= 4,380$, $p=0,357$). H_{21} hipotezi reddedilir.

Tablo 11’de yatırımcıların aracı kurumlar tarafından yönlendirilme sıklığı ile cinsiyet, yaş ve eğitim değişkenleri arasındaki ilişki irdelenmiştir. Tabloda görüldüğü gibi cinsiyet ile aracı kurumlar tarafından yönlendirilme sıklığı arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır ($Z= -1,357$, $p=0,175$). H_{22} hipotezi reddedilir.

Yine Tablo 11’de yaş ile aracı kurumlar tarafından yönlendirme sıklıkları arasındaki ilişki de irdelenmiş ve böyle bir ilişki bulunamamıştır ($X^2= 6,400$, $p=0,171$). H_{23} hipotezi reddedilir.

Tablo 11’de ki son hipotezimiz eğitim durumu ile aracı kurumlar tarafından yönlendirilme sıklığı arasındaki ilişkiyi araştırmaktadır. Analiz neticesinde Tablo 11’de de görüldüğü üzere iki değişken arasında anlamlı bir ilişkiye rastlanılamamıştır ($X^2= 2,490$, $p=0,646$). H_{24} hipotezi reddedilir.

Tablo 11: Aracı Kurumlar Tarafından Yönlendirilme Sıklığının Demografik Değişkenlere Göre Karşılaştırılması

DEĞİŞKENLER	\bar{x}	sd	TEST DEĞERLERİ	p
CİNSİYET				
Kadın	3,24	1,406	$Z= -1,357$	0,175
Erkek	3,53	1,236		
YAŞ				
20-25	2,83	1,311	$X^2= 6,400$	0,171
26-30	2,78	1,332		
31-40	2,43	1,282		
41-50	2,32	1,229		
51 >	2,68	1,137		
EĞİTİM DURUMU				

İlköğretim	2,55	1,293	$X^2= 2,490$	0,646
Lise	2,58	1,233		
Önlisans	2,52	1,250		
Lisans	2,48	1,303		
Lisansüstü	3,09	1,375		

4.4.2.3. Ki-Kare Analizi Uygulanan Hipotezlerin Sonuçları

Çalışmamızın bu son aşamasında iki hipoteze ki-kare analizi yapılmış olup, sonuçlar tablolar şeklinde aşağıda verilmiştir.

Tablo 12: Kayıp Önerisinde Risk Almak İle Kazanç Önerisinde Risk Almak Arasında İlişki Vardır Hipotezinin Test Sonuçları

DEĞİŞKENLER	%100 ihtimalle 3.000 TL kazanç	%80 ihtimalle 4.000 TL kazanç	Toplam
%100 ihtimalle 3000 TL kayıp	37	23	60
	% 61,7	% 38,3	% 100,0
	% 25,3	% 19,8	% 22,9
	% 14,1	% 8,8	% 22,9
%80 ihtimalle 4000 TL kayıp, %20 ihtimalle hiçbir şey kaybetmeme	109	93	202
	% 54,0	% 46,0	% 100,0
	% 74,7	% 80,2	% 77,1
	% 41,6	% 35,5	% 77,1
Toplam	146	116	262
	% 55,7	% 44,3	% 100,0
	% 100,0	% 100,0	% 100,0
	% 55,7	% 44,3	% 100,0

$$X^2 = 1,113; P = 0,291$$

Yukarıda ki tabloda görüldüğü gibi kayıp önerisinde risk almak ile kazanç önerisinde risk almak arasında ilişki olmadığı tespit edilmiştir ($X^2 = 1,113; P = 0,291$). H_{10} hipotezi reddedilir. Yatırımcıların %55,7'si kazanç önerisinde kesin kazanç seçeneğini tercih ederken, bu yatırımcıların %74,7'si kayıp durumunda riskli seçeneği tercih etmiştir. Oysa her iki öneride risk içeren seçenekler diğer seçeneğe göre daha büyük bir fayda ya da zarar ihtimalini içermektedir. Böylece yatırımcıların yansıma etkisine maruz kaldığı sonucuna varılmıştır.

Aşağıda Tablo 13'de görüldüğü gibi pişmanlıktan kaçınma önyargısına ilişkin olarak yönelttiğimiz iki soru arasında ilişki tespit edilememiştir.

“Portföyünüzde bulunan ve fiyatı düşmüş bir hisse senedine ilişkin gelişen şu ifadeye katılıyor musunuz?” Kayıp sadece geçici bir durum, hisse senedi yeniden değer kazanacaktır, en azından hisse senedi satın alınan değere gelene dek beklemek daha doğru olur” sorusu ile “A ve B hisselerinden oluşan iki hisseli bir portföye sahip olduğunuzu ve acil nakit ihtiyacımızdan dolayı birinden satış yapmanız gerektiğini varsayalım. Aldığınızdan bu yana A hisseleri % 20 getiri sağlarken, B hisselerinin % 20 kaybettiği durumda hangi hisseyi satmayı tercih edersiniz?” sorusu arasında ilişki bulunamamıştır ($X^2 = 1,996$; $P = 0,737$). H_{11} hipotezi reddedilir.

Tablo 13: Kazanan Hisseleri Elden Çıkarırken, Kaybedenleri Elde Tutma Eğilimi İle Hisse Senedini Eski Satın Alma Fiyatına Gelinceye Kadar Bekleme Düşüncesi Arasında İlişki Vardır Hipotezinin Test Sonuçları

HİSSE ÇEŞİDİ	KATILMA DÜZEYLERİ					Toplam
	Kesinlikle katılıyorum	Katılıyorum	Fikrim yok	Katılmıyorum	Kesinlikle katılmıyorum	
A hissesini	42	85	22	33	2	184
	% 22,8	% 46,2	% 12,0	% 17,9	% 1,1	% 100,0
	% 75,0	% 66,4	% 68,8	% 68,8	% 50,0	% 68,7
	% 15,7	% 31,7	% 8,2	% 12,3	% 0,7	% 68,7
B hissesini	14	43	10	15	2	84
	% 16,7	% 51,2	% 11,9	% 17,9	% 2,4	% 100,0
	% 25,0	% 33,6	% 31,3	% 31,3	% 50,0	% 31,3
	% 5,2	% 16,0	% 3,7	% 5,6	% 0,7	% 31,3
Toplam	56	128	32	48	4	268
	% 20,9	% 47,8	% 11,9	% 17,9	% 1,5	% 100,0
	% 100,0	% 100,0	% 100,0	% 100,0	% 100,0	% 100,0
	% 20,9	% 47,8	% 11,9	% 17,9	% 1,5	% 100,0

$X^2 = 1,996$; $P = 0,737$

V. SONUÇ

Davranışsal finans boyutuyla incelemeye aldığımız Göller Bölgesi İMKB bireysel yatırımcısının genel olarak gösterdikleri benzer eğilimler şu şekilde ortaya konabilir:

1. Örneklem incelendiğinde bireysel yatırımcıların büyük bir bölümünün hisse senedi piyasasını çok yakından takip ettiği görülmektedir. Yatırımcıların yine büyük bir bölümü yatırımlarını sıklıkla gözden geçirmektedir. Günümüzde hisse senedi piyasasına yönelik yapılan televizyon programları,

gazete ve dergi haberleri, yatırımcıların hisse senedi piyasasını daha yakından takip etmesine ve portföylerini aşırı sıklıkta değerlendirmelerine neden olmaktadır. Bu sebepten yatırımcılar yaptıkları hisse senedi işlemlerinden çok sık zarar etmektedirler.

2. Büyük oranda bireysel yatırımcı kazanan hisse senetlerini satmakta, kaybeden hisse senetlerini ise elden çıkarmamakta veya hisse senedi en azından satın alınan fiyata gelene kadar beklemeyi tercih etmektedir. Pişmanlıktan kaçınma amacıyla yapılan bu davranış ile yatırımcı zarar etme gerçeği ile yüzleşmemektedir. Bu davranış neticesinde yatırımcıların davranışları irrasyonel hale gelmektedir.
3. Bireysel yatırımcıların büyük bir kısmı temsiliyet kısa yolunu kullanarak yatırıma karar vermektedir. Bu çerçevede kamuoyu tarafından tanınan şirketlerin hisse senetlerine yapılacak yatırımların daha akılcı olacağı dile getirilmektedir. Bu durumun neticesinde getiri performansı incelenmeksizin hisse senetlerine yatırım yapılabilmektedir.
4. Sermaye piyasasına yatırım yapan bireysel yatırımcılar, hisse senedi yatırımlarını çok kısa vadelerde gerçekleştirmektedir. Çalışma sonuçlarına göre yatırımcıların 1/4 gibi küçük bir bölümü üç aydan daha uzun süreli yatırım yapmaktadır ancak günümüz sermaye piyasaları açısından altı aylık vade dahi orta vadeli bir yatırım olarak sayılmamaktadır.
5. Bireysel yatırımcılar yatırım portföyleri üzerinde kendileri alım satım yaparak kişisel olarak tatmin bulmaktadırlar. Bu durumda sermaye piyasalarında akılcı davranışlardan uzaklaşmakta ve riske girme, adrenalin yaşama gibi duygularla yatırım yapan yatırımcıların varlığı sebebiyle irrasyonel tepkilerin ortaya çıkması hızlanmaktadır.
6. Kayıp halinde yatırımcılar risk arayıcısı iken, kazanç durumunda riskten kaçınmaktadırlar. Bu durum yatırımcıları yatkinlik etkisine maruz bırakmakta ve rasyonellikten uzaklaştırmaktadır.
7. Çalışmada cinsiyet açısından hisse senedi yatırımcıları ele alındığında büyük bir oran ile erkek yatırımcıların piyasada işlem yaptıkları görülmektedir. Bu sonuca göre, toplumumuzda hisse senedi yatırımı erkeklere özgü bir iş gibi değerlendirilmektedir.

Araştırma sonuçlarının da işaret ettiği gibi psikolojik önyargılardan bazıları bireysel yatırımcıların davranışlarını etkilemektedir. Birçok yatırımcı geleneksel yaklaşımın varsayımlarının aksine sistematik hatalar yapmakta ya da rasyonel çözümü bilse de bunu uygulamamaktadır. Yatırımcıların seçimlerini görsel ve yazılı basın yayın kuruluşları, arkadaşlar vb. çevresel faktörler etkilemekte ve sürü davranışları haline dönüşen bu etkilenmeler piyasalarda aykırılıklara, aşırı ya da yetersiz tepkilere sebebiyet vermektedir. Bazı psikolojik önyargılar sebebiyle yatırımcılar hatalı işlemler yapmakta ve bunun sonucunda zarar etmektedirler. Bu durumun sonucunda gelişen tepkiler nedeniyle piyasada dengeler bozulmakta, köpük oluşumu artmakta ve fiyat balonları ortaya çıkmaktadır.

Yatırımcıları eğiterek psikolojik önyargıları önemli ölçüde ortadan kaldırmak mümkün olabilir. Bu amaçla birçok gelişmiş ülkede sermaye

piyasalarında yatırımcılar, doğrudan bilgilendirme yoluyla eğitime çalışılmaktadır. Bütün bu çabalara rağmen yatırımcıların eğitilmesi ya da çeşitli kesimlerce yapılan strateji önermeleri bireysel yatırımcıların irasyonel davranışlarını tamamen ortadan kaldıracabilecek gibi görünmemektedir. Zira hangi alanda olursa olsun insan varlığı ve psikolojisi her zaman standart bir ölçüte engel olacaktır.

KAYNAKÇA

- BARAK, Osman (2008), "İMKB'de Aşırı Reaksiyon Anomalisi ve Davranışsal Finans Modelleri Kapsamında Değerlendirilmesi", *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt: 10, Sayı: 1.
- BARBER, Brad M. ve ODEAN, Terrance (1999), "The Courage of Misguided Convictions", *Financial Analyst Journal*, November / December
- BARBERIS, Nicholas ve THALER, Richard (2003), "A Survey of Behavioral Finance", *Handbook of the Economics of Finance*, Cilt: 1, Bölüm: 18, Editör: G.M. Constantinides, M. Harris ve R.M. Stulz.
- BARBERIS, Nicholas, SHLEIFER, Andrei ve VISHNY, Robert (1998), "A Model of Investor Sentiment", *Journal of Financial Economics*, Cilt: 49, Sayı: 3.
- BODIE, Zvi, KANE, Alex ve MARCUS, Alan J. (2009), *Investments*, 8. Baskı, Mc Graw Hill Yayınevi, Singapur.
- DANIEL, Kent, HIRSHLEIFER, David ve SUBRAHMANYAM, Avanidhar (1998), "Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions", *Journal of Finance*, Cilt: 53, Sayı: 6.
- DÖM, Serpil (2003), *Yatırımcı Psikolojisi*, Değişim Yayınları. İstanbul.
- ECKEL, Catherine ve MOORE, Evan (2001), "Measuring Ambiguity Aversion" *Southern Economic Association 71st Annual Conference. Tampa, Florida*.http://www.utdallas.edu/~eckelc/Catherine%20Eckel_files/Ambiguity%20Aversion%202006.pdf
- EDE, Müjdat (2007), *Davranışsal Finans ve Bireysel Yatırımcı Davranışları Üzerine Ampirik Bir Uygulama*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul.
- ELVIN, Mike (2004), *Financial Risk Taking an Introduction to the Psychology of Trading and Behavioral Finance*, John Wiley & Sons Ltd, İngiltere.
- FAMA, Eugene (1970), "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance*, Cilt: 25, Sayı: 2.
- HONG, Harrison ve STEIN, C. Jeremy, (1999), "A Unified Theory of Underreaction, Momentum Trading and Overreaction in Asset Markets", *Journal of Finance*, Cilt: 54, Sayı: 6.
- KAHNEMAN, Daniel (2002), "Maps of Bounded Rationality: A Perspective on Intuitive Judgment and Choice", *Prize Lecture*.
- KAHNEMAN, Daniel ve SMITH, Vernon (2002), "Foundations of Behavioral and Experimental Economics", Nobel Prize in Economics Documents, 2002-1.

- KAHNEMAN, Daniel ve TVERSKY, Amos (1979), “Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk”, *Econometrica*, Cilt: 47, Sayı: 2.
- LIM, Sonya Seongyeon (2006), “Do Investors Integrate Losses and Segregate Gains? Mental Accounting and Investor Trading Decisions”, *Journal of Business*, Cilt: 79, Sayı: 5.
- LOVALLO, Daniel ve KAHNEMAN, Daniel (2003), “Delusions of Success. How Optimism Undermines Executives’ Decisions”, *Harvard Business Review*, Cilt: 81, Sayı: 7.
- POMPIAN, Michael M. (2006), **Behavioral Finance and Wealth Management: How to Build Optimal Portfolios That Account for Investor Biases**, John Wiley and Sons Yayın Evi, New Jersey.
- SHILLER, Robert J. (1999), “**Human Behavior and the Efficiency of the Financial System**”, *Handbook of Macroeconomics*, 1. Baskı, Cilt: 1, Bölüm: 20, Editör: J. B. Taylor ve M. Woodford, Elsevier.
- SHLEIFER, Andrei (2004), **Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance**, Oxford University Press, 2.Baskı, New York.
- SÜER, Ömür (2007), “Yatırım Kararlarında Alınan Risk Düzeyinin Belirlenmesine İlişkin Ampirik Bir Çalışma”, *Öneri: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt: 7, Sayı: 28.
- TANER, Berna ve AKKAYA, G. Cenk, (2005), “Yatırımcı Psikolojisi ve Davranışsal Finans Yaklaşımı” *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı: 27.
- TAYLOR, Shelley E. ve BROWN, Jonathon D. (1988), “Illusion and Well-Being: A Social Psychological Perspective on Mental Health”, *Psychological Bulletin*, Cilt: 103, Sayı: 2.
- THALER, Richard (1999), “Mental Accounting Matters”, *Journal of Behavioral Decision Making*, Cilt: 12, Sayı: 3.
- YILDIZ, Selim Baha, DEMİR, Yusuf, KALAYCI, Şeref ve GÖKSU, Ali (2009), “Yatırımcıların Psikolojik Önyargıları İle İlgili Ampirik Çalışma”, *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi*, Yıl: 46, Sayı: 537.
- YÖRÜKOĞLU, Ali (2007), **Davranışsal Finans**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul.

Relationship Between Psychological Attitude of Investors and Their Investment Behavior: A Case Study on ISE Investors

Introduction

Efficient market hypothesis rests on the assumptions that individuals are rational agents, they aim to maximize their expected returns and they have all the necessary information at their disposal to form their decisions. Contrary to the efficient market hypothesis, behavioral finance claims that individuals are not entirely rational. In this context, behavioral finance as a discipline explores the effects of feelings and informational mistakes on the decision processes of the investors. Behavioral finance is concerned with the effects of investor behavior on the stock price movements.

Deviations from the efficient market hypothesis have been documented many times. Kahneman and Tversky's (Prospect Theory) studies are considered the pioneering and fundamental literature in behavioral finance. According to the basic assumption of Prospect Theory, investors deviate from rationality regularly in the same direction in a non-random/systematic fashion, due to psychological factors. The theory claims that investors in general try to buy or sell the same securities at the same time in a non-random manner. Investor sensitivity reflects the prevalent and common judgment errors of many investors in the same direction rather than non-correlated random errors.

This study consists of four sections. The first section briefly covers the recent empirical studies refuting the validity of the efficient market hypothesis. General information about behavioral finance and Prospect Theory as its foundation are in the second section. The third section deals with the psychological factors affecting the investors. The final section presents the results of a survey investigating the relationship between psychological tendencies and investment decisions of investors in the Istanbul Stock Exchange (ISE).

Objective and methodology

This study aims to empirically survey in an academic context the occurrence of behavioral finance related phenomena among the Turkish stock market investors. In this context, the study intends to test on the Turkish stock market investors some of the drivers of their irrational behaviors as outlined by behavioral finance. The study further aims to identify the demographic and other differentiating factors associated with the individual investors.

A survey was used to collect the data needed for this study. There were 29 questions in the survey. Part of the survey questionnaire was about the investor's personal information while the rest of the questionnaire was aimed toward identifying the psychological factors affecting the investment decisions of the individuals surveyed. The survey covers the responses from 270 individual investors in period from 01.11.2009 to 10.12.2009. Random sampling methodology was used. Data collected in the survey were analyzed by tabulating the frequency and percentage (%) distributions using the SPSS 16.0 software. Additionally, Pearson Correlation Analysis, Mann-Whitney U Test, Kruskal-Wallis Variance

Analysus and Chi-Square tests were used to test 24 hypotheses set prior to the study.

Observations

Majority (71.1%) of the investors were over 30 years of age. This could be interpreted as investors reach personal wealth levels allowing them to invest in equities only after their 30s. Gender distribution reveals that male investors dominate (78.4%) the sample pool. This could be interpreted as males are predominantly active in the financial markets and investment decisions are considered a typical male occupation. 71% of the investors surveyed had vocational school, undergraduate or masters degrees, indicating a good education level for the investors. 74.4% of the investors held 3 or less than 3 different equities indicating that portfolio diversification principles are not necessarily followed. Only 5.9% of the investors had 7 or more equities in their portfolios. 52.4% of the investors held their investments for 1 to 8 weeks while a fairly high (24.2%) proportion of investors reported holding periods of over 3 months. This could be interpreted as percentage of investors who view equities as a long-term investment is considerably high.

Stock market developments are closely followed by equity investors. 77.8% of the investors surveyed responded that they very frequently” or “generally” follow the stock market. While more than half (54.2%) of the investors “very frequently” or “generally” pay attention to the highest gaining and losing stocks reported by the TV, newspaper and internet media 20.4% reported to “never” or “rarely” follow these top gainer and loser stocks. 8.5% of the investors reported to be guided by stock brokers “very frequently” while 14.4% responded “usually”. Overall, 22.9% of the investors are actively advised by stock brokers.

58.2% of the investors reported to “absolutely agree” or “agree” with “loss of personal satisfaction from investing” if their equity portfolios are managed by a professional manager. Only 28.7% of the investors responded to “not agree” or “absolutely not agree” to the proposition that investors invest for financial returns and personal satisfaction at the same time. This result on its own reveals that psychological factors also underlie investor decisions.

A majority (58.3%) of the investors reported to “absolutely agree” or “agree” while 23.8% reported to “not agree” or “absolutely not agree” with possessing a good level of information underlying their investment decisions. This could be interpreted as investors having excessive confidence in themselves or in their investment decisions.

Results

Based on the sample pool under consideration, a majority of the investors follow the stock markets closely. Furthermore, a large proportion of the investors review their investment decisions very frequently. This results in investors losing money on their transactions very frequently.

A large part of the investors sell their gaining stocks and hold their losing stocks or at least hold their losing stocks until the price recovers back to their

original purchase price. While regrets are avoided, investors choose not to face the reality of having losses. Overall, this behavior pattern causes the investors to act irrationally.

Individual investors in some ways satisfy themselves by managing their own portfolios. This tendency causes deviation from rational behavior and increased occurrences of irrational reactions due to the presence of risk taking and thrill seeking investor behavior in the market. Individual investors seek risk in times of losses and avoid risk in times of gains. As a result individual investors are subject to apathy effect and deviate from rational behavior.

As the results of this study also suggest, psychological prejudices affect the investment decisions of individual investors. Contrary to traditional assumptions, many investors commit systematic mistakes or avoid rational solutions even if they knew it. Media, friends or similar environmental factors are known to influence investor decisions and patterns that turn into herd behavior cause anomalies as well as extreme or insufficient reactions in the market. Psychological prejudices cause investors to irrationally deal in financially detrimental stock transactions. Investor reactions based on these irrational transactions feed valuation bubbles and distort market equilibrium.