

BİREYSEL YATIRIMCILARIN YATIRIM KARARLARI ÜZERİNDE ETKİLİ OLAN DEMOGRAFİK VE PSİKOLOJİK FAKTÖRLERİN TESPİTİ ÜZERİNE BİR ÇALIŞMA: TÜRKİYE VE AZERBAYCAN UYGULAMASI



Kafkas Üniversitesi İktisadi ve
İdari Bilimler Fakültesi Dergisi
Cilt 4, Sayı 6, 2013
ISSN : 1309 - 4289

Fatih B. GÜMÜŞ

Yrd. Doç. Dr.,

Sakarya Üniversitesi, İşletme
Fakültesi, İşletme Bölümü

fbgumus@sakarya.edu.tr

Mustafa KOÇ

Arş. Gör.,

Sakarya Üniversitesi, İşletme
Fakültesi, İşletme Bölümü

mustafakoc@sakarya.edu.tr

Mirsariyya AGALAROVA

Sakarya Üniversitesi, Sosyal
Bilimler Enstitüsü Öğrencisi

ÖZET Yatırım kararlarının rasyonel olarak alındıklarına dair Modern Finans Teorisi zamanla esnemiş ve yatırım kararlarının bazı psikolojik süreçlerin etkisi altında alınabileceğini gösteren Davranışçı Finans ekolü ortaya çıkmıştır. Bu ekole göre yatırım kararları rasyonel olmayan süreçler neticesinde de alınabilmektedir. İnsanlar rasyonaliteyle bağdaşmayan bazı düşünce kalıpları ile duygu ve sezgilerin etkisi altında yatırım kararları alabilmektedir. Bizim çalışmamızın ana amacını Türkiye ve Azerbaycan'daki yatırımcıların, yatırım kararlarını alırken, yukarıda bahsi geçen bazı önyargı, duygu, sezgi ve yanlış düşünce kalıplarının etkisi altında hareket edip etmediklerini tespit etmektir. Bu amaçla bir anket formu düzenlenip her iki ülkede 384 kişiye uygulandı. Analiz sonuçlarına göre yatırımcıların bazı kararları üzerinde gelir ve eğitim seviyesinin, medeni durumun, yaş ve cinsiyetin farklılaşmaya neden olduğu tespit edildi.

Anahtar Kelimeler: Davranışçı Finans, Yatırım Kararları, Türkiye, Azerbaycan.

Jel Kodu: G02, G11, G14



Makaleyi çevrimiçi görüntülemek için QR
Kodu okutunuz.

Atıfta bulunmak için... | GÜMÜŞ, F. B., KOÇ, M., AGALAROVA, M., (2013). "Bireysel Yatırımcıların Yatırım Kararları Üzerinde Etkili Olan Demografik ve Psikolojik Faktörlerin Tespiti Üzerine Bir Çalışma: Türkiye ve Azerbaycan Uygulaması". KAU İİBF Dergisi, 4(6), 71-93.

DETERMINING OF DEMOGRAPHIC AND PSYCHOLOGICAL FACTORS EFFECTIVE ON INVESTMENT DECISION OF INDIVIDUALS: PRACTICE OF TURKEY AND AZERBAIJAN



Kafkas University Journal of
Economics and Administrative
Sciences Faculty
Vol. 4, Issue 6, 2013
ISSN : 1309 - 4289

Fatih B. GÜMÜŞ

Assist. Prof. Dr.,

Sakarya University, Faculty of
Management, Department of
Management

iertugrul@pamukkale.edu.tr

Mustafa KOÇ

Res. Assist.,

Sakarya University, Faculty of
Management, Department of
Management

onur.ozveri@deu.edu.tr

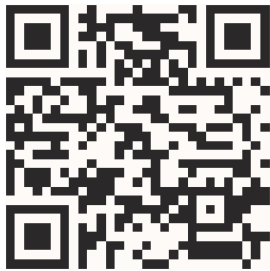
Mirsariyya AGALAROVA

Sakarya University, Institute of
Social Sciences

ABSTRACT | While Modern Finance School which argue that investment decisions are taken rationally loses its importance, Behaviourist Finance School which argue that investments decision are taken under the influences of some psychological process has come to the forefront. According to the School, investment decisions can be taken as a result of process which is not rational. The aim of this study is to determine whether entrepreneurs in Turkey and Azerbaijan take decisions under the influences of the aforementioned intellectual taboos, inadequacies and emotions. For this purpose, a survey has been carried out among 384 people in both countries. According to the survey results, some factors such as income and education level, marital status, age and gender have an influence on investment decisions of the entrepreneurs.

Keywords: Behavioural Finance, Investment Decision, Turkey, Azerbaijan.

Jel Code: G02, G11, G14



Scan QR Code to see this article online

1. GİRİŞ

Finans tarihi boyunca piyasaların nasıl hareket ettikleri, bireylerin yatırım tercihlerinde neye göre ve nasıl hareket ettiklerine dair pek çok teori ve bunları destekleyen birçok çalışma mevcuttur. Geleneksel finans modelleri yatırımcıyı, pek çok veriyi elde ettikten sonra bunları sayısal analize tabi tutup elde edecekleri faydayı en üst düzeye çıkarmayı hedefleyen ve bu hedefe ulaşmada rasyoneliteyi yegâne ölçüt alan, benmerkezci varlıklar olarak kabul eder. Ayrıca bu modeller piyasanın etkin olduğunu iddia ederler. Zamanla geleneksel modeller piyasaların etkinliğini ve bireylerin rasyonelliğini açıklamada yetersiz kalmışlardır. Özellikle geleneksel finansın piyasada oluşan ve anomali olarak da tarif edilen bazı düzensizlikleri kendi perspektifinde açıklamadaki yetersizliği Davranışsal Finans adı altında yeni bir bilim dalının doğmasına neden olmuştur. Davranışsal finans bireyin yatırım kararı verirken üst düzey karmaşık analizlerde bulunmak yerine bazı kısa yolları kullandığını iddia etmektedir. Yatırımcı kimi zaman hırsının ya da cesaretinin, kimi zaman çevresinin, kimi zaman sosyal statüsünün etkisi altında kalır, kısa yolan karar verir ve akli melekelerini kullanmayı geri planda bırakır. Bu kısa yoldan karar verme modelleri arasında temsililik yanılgısı, bilişsel çelişki, çapalama, pişmanlıktan kaçınma, sürü psikolojisi, temsil sorunu gibi modeller yer almaktadır.

Bu çalışmanın ana konusunu davranışçı finansın yukarıda adı geçen ve geçmeyen bazı modellerinin Türk ve Azeri bireysel yatırımcı üzerinde etkili olup olmadığının araştırılması oluşturmaktadır. Çalışmada öncelikle geleneksel finans modelleri üzerinde durulup sonrasında davranışçı finans ve karar verme modelleri hakkında bilgi verilmiştir. Ardından davranışçı finansın bazı karar verme modelleri temel alınarak oluşturulan ana amacın test edildiği 23 soruluk bir anket formunun Türkiye’de ve Azerbaycan’da bireysel yatırımcılara uygulanması yoluyla elde edilen istatistikî sonuçlar çalışmada yer almaktadır.

2. GELENEKSEL FİNANS MODELLERİ

Geleneksel finans teorileri, finans alanında yapılan akademik çalışmaları yaklaşık son otuz yıldır şekillendiren Etkin Piyasalar Hipotezi, Modern Portföy Teorisi, Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli gibi çalışmaların alt yapısını oluşturduğu paradigma için kullanılmaktadır (Bostancı, 2003: 3). Geleneksel finans teorileri temelde Beklenen Fayda Teorisine dayanmaktadır.

Bu teoriye göre belirsizlik şartları altında karar veren insan, yatırım alternatifleri arasından sayısı ne olursa olsun kendisine en faydalısını tercih edecektir. Bu modele göre insan sırf aklını kullanır ve her türlü duygusallıktan ve dış etkilerden uzaktır.

Geleneksel finans teorileri içerisinde sayılabilen teorilerden olan Etkin Piyasalar Hipotezi ilk defa Fama tarafından dile getirilmiş ve üzerinde uzun seneler çalışılmıştır. Etkin piyasalar hipotezi, pazarın işleyişi, pazarda fiyat oluşumu ve yatırımcı davranışı ile ilgili aşağıda sayılan pek çok varsayıma dayanır (Atakan, 2008: 99) (Güngör, 2003:111).

- Yatırımcının temel amacı, nihai zenginliğin faydasını en çoklamaktır.

- Yatırımcı risk ve getiri temeline dayalı seçimler yapar.
- Yatırımcıların risk ve getiri beklentileri homojendir.
- Yatırımcılar birbirlerinin aynı zaman ufkuna sahiptir.
- Bilgi serbestçe elde edilir.
- Bilgi edinmenin ve işlemlerin komisyon maliyeti yoktur.
- Yatırımcılar bilgiyi aynı şekilde yorumlarlar.

Fama piyasadaki bilginin menkul kıymet fiyatlarını etkilemesi açısından etkin piyasaları zayıf, yarı güçlü ve güçlü olarak 3 başlıkta ele alır.

Özetle bu teoriye göre yatırımcı rasyonel davranır, menkul kıymetleri rasyonel değerlendirir, bazı yatırımcılar rasyonel değillerse de alım satımları rasgele olduğu için fiyatları etkilemeksizin birbirini elerler ve arbitraj piyasasındaki rasyonel yatırımlar, rasyonel olmayan yatırımcıların fiyatlar üzerindeki etkisini elimine ederler (Gürünlü, 2001: 33-34).

Etkin piyasalar hipotezi çerçevesinde dikkat çekici akademik çalışmalar zayıf etkinlikteki piyasalar üzerinde yapılmış ve rassal yürüyüşler hipotezi ortaya çıkmıştır. 1950’li ve 1960’lı yıllarda araştırmacılar menkul kıymetlerin tahmin edilemeyen rassal bir yol izledikleri üzerine yoğun çalışmışlardır. (Lawrence ve Diğ, 2007: 161). Bu hipoteze göre ise menkul kıymet fiyatları diğer faktörlerden etkilenmemekte ve zaman içerisinde rassal bir seyir izlemektedir.

Geleneksel finans teorileri içerisinde sayılabilen bir diğer teori de Modern Portföy Teorisidir. Harry Markowitz’in (1952) “Portfolio Selection” çalışması ile ortaya attığı bu teori, finansal varlıklarla oluşturulan bir portföyün beklenen getirisinin ve beklenen riskinin çeşitli varsayımlar sayesinde hesaplanması esasına dayanmaktadır (Sefil ve Çilingiroğlu, 2011: 251). Menkul kıymetlerin tek tek ele alınması yerine, tümünün bir arada, uygun seçilmiş bir portföy içinde düşünülmesidir. Yani menkul kıymetin tek başına risk ve getirisini hesaplamak yerine, portföye katıldığında portföyün nasıl etkileneceği daha önemlidir (Saraç, 2012: 3). Buna göre yatırımcı maksimum faydayı verebilecek portföyü rasyonel şekilde oluşturur bu sayede beklenen getirideki riskini de azaltmayı sağlamaya çalışmaktadır. Burada da yatırımcı portföyü oluştururken rasyonel hareket eder ve hedefi karını maksimize etmektedir.

Geleneksel finans teorileri içerisinde sayılabilen diğer bir teori Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma modelidir. Modeli kısaca tanımlamak gerekirse CAPM, herhangi bir hisse senedinden yatırımcıların beklediği getiri oranının risksiz faiz oranına ve riskin çeşitlendirmeyi yansıttığı durumundaki risk primine eşit olacağını savunan bir önermeye dayanılarak geliştirilmiş bir modeldir. (<http://www.baskent.edu.tr/07> Haziran 2013)

Her modelde karşımıza çıktığı gibi CAPM’de de bulunan varsayımlar aşağıdaki gibidir (Hitchner, 2006: 185) :

- Yatırımcılar, bir dönem için portföylerinin beklenen getirileri ve standart sapmalarını dikkate alarak değerlendirirler.
- Yatırımcıların hepsi rasyonel davranırlar ve riskten kaçarlar.
- Yatırımcılar servetlerinin etkisi olmaksızın yatırımlarında istedikleri pozisyonları alabilirler ve Markowitz'in geliştirdiği etkin çeşitlendirmeyi sağlamaya çalışırlar.
- Tüm yatırımcılar aynı yatırım dönemine sahiptirler.
- Yatırımcılar homojen beklentilere sahiptir. Yatırımcılar, beklenen getiriler, standart sapmalar ve finansal varlıkların kovaryansları ile ilgili aynı anlayışa sahiptirler.
- Yatırımcılar pazarda her miktardaki parayı, risksiz faiz haddi üzerinden borç alıp verebilmektedir. Pazar faiz oranı dışında bir faiz oranı kullanılmamaktadır.
- Sermaye piyasaları tam rekabetçi anlayışa sahiptir.

Özetle yukarıda bahsi geçen Geleneksel Finans modelleri, yatırımcıların yatırım kararlarında rasyonaliteyi tek kıstas olarak aldığı, yatırımcıların benzer özelliklere ve beklentilere sahip olduklarını, en yüksek faydayı hedeflediklerini, ayrıca piyasaların ise etkin olduklarını ve menkul kıymet fiyatlarının çoğu zaman rastlantısal olarak oluştuğunu iddia etmektedir. Zamanla bu modeller piyasadaki pek çok olayı açıklamakta yetersiz kalmış ve ciddi eleştiriler alır hale gelmiştir. Bundan sonraki başlıkta özetle bu eleştirilere ve davranışçı finans konusuna yer verilecektir.

3. DAVRANIŞÇI FİNANS

1970'li yılların sonlarına doğru geleneksel finansın öngörülerine itirazlar gelmeye başlamış ve geleneksel finansın öngörülerinden farklı öngörülere sahip çalışmaların temelleri atılmıştır. Bilindiği üzere geleneksel finans yatırımcıların nasıl davranması gerektiğine ilişkin akılcı çözümler üretmeye yoğunlaşmıştır. Yani Geleneksel Finans bir model geliştirir ve bunun piyasada işleyip işlemediğini test eder. Ancak Geleneksel Finans, yatırımcıların gerçek hayattaki davranışları ve bunların sonuçları ile ilgilenmemiştir. Bilişsel ve duygusal zayıflıkları insanı sürekli etkilemesine rağmen geleneksel finans bu yargıları dikkate almaz ve insanların daima rasyonel kararlar alacağını varsayar (Baker ve Nofsinger, 2002: 97). Oysaki her insan gibi yatırımcılarda duygu ve sezgilere ve dış etkilere olabildiğince açık bir yapıya sahiptir. Sezgilerin ve duyguların kullanımını sonucu karar verme sürecinde önyargılar oluşmaktadır (Tversky ve Kahneman, 1973). Bu önyargılar yatırımcıların karar almalarını etkileyecek güce sahiptir ve buda yatırımcıların yatırım kararlarında rasyonaliteden uzaklaşmasına neden olabilmektedir.

Yatırımcıların rasyonaliteden uzaklaşıp karar aldıklarına dair çalışmalar davranışçı finans alanının ortaya çıkmasına neden olmuştur. Davranışçı finans, piyasada rasyonel ve düzenli olmayan vakalar üzerine yoğunlaşır ve bu vakaları psikoloji ve sosyoloji bilimlerinin perspektifinde gözlemlemek suretiyle yeni ve sıra dışı modeller üretmiştir.

Davranışçı finansın önemli varsayımları aşağıdadır; (Bostancı, 2003:9)

- İnsanların nasıl davranması gerektiğini değil, nasıl davrandığını ortaya koyar.
- İnsanlar “rasyonel” değil “normal” kabul edilir.
- Yatırımcılar risk ve getiri dışında başka değişkenleri de gözetir.
- Bu değişkenlerin değerlendirilmesi kusursuz bir süreç değildir.
- Faydayı maksimize etmek değil, karar alıcının tatmin olması önemlidir.

Görüldüğü üzere davranışçı finans geleneksel finansla farklı varsayımlara sahiptir ve bu varsayımlar finansal vakaların gözlemlenmesi sonucu ortaya atılmıştır.

Davranışçı finans piyasaların etkinliği noktasında da geleneksel finanstan oldukça farklılaşmaktadır. Davranışçı finans “anormali” kavramı çerçevesinde piyasaların etkinliğine farklı bir boyut getirir. Anomali piyasalarda rasyonel ve düzenli olmayan vakaları ifade eder. Davranışçı teoriler, geleneksel finans tarafından konu edinilmeyen anomalileri açıklarlar (Bloomfield, 2010: 2).

Günümüze değin yapılan çalışmalar birçok anomali türü hakkında bilgi vermektedir. Bunlar arasında mevsim, tatil etkisi, gün ve ay, pazartesi etkisi, aşırı tepki, kar zamanlaması, firma büyüklüğü, ilan sonrası sapma gibi anomaliler sayılabilir (Güngör, 2003: 114-115).

Davranışçı finans riskin algılanmasında da kendine özgü modellere sahiptir. Risk ve getiri beklentilerinin homojen olduğuna dair geleneksel görüşün aksine riskin tek düze olmadığını kişiden kişiye, toplumdaki topluma farklı şekilde algılanabileceğini öngörür. Toplumların dahi birbirinden farklı algıya sahip olduklarını savunur. Asya tabanlı kültürlerin batılı kültürlerle göre sosyal kolektif paradigmaya daha bağlı hareket ettiğine dair bulgular vardır. Örneğin Asya kültürlerinde aile ya da diğer grup üyeleri, önemli bir kayıpla karşılaşan diğer grup üyesine yardım için devreye girerken, bireyselci batılı devletlerde, riskli bir karar alan kişiden aldığı kararın olumsuz sonuçlarına bireysel olarak katlanması beklenmektedir. Kolektif temelli toplumlar, aynı sigorta poliçesinin alınmasında olduğu gibi riskli kararların sosyal dağılımını (ya da etkisini) dikkate alırlar. Dolayısıyla, karşılaşılan kaybın etkisi Asya ve Batılı kültürlerde farklı olduğu için, bu tür bir riskin algılanma da farklılıklar olabilir (Gongmeng ve diğ., 2007: 428).

Davranışçı finans, toplumların yanında bireylerin sahip oldukları cinsiyet, gelir durumu, medeni durum ve yaş gibi faktörlerin, bireylerin yatırım kararlarında farklılık oluşturduğunu dolayısıyla yatırım kararlarını etkilediğini de savunur.

Bu başlık altında buraya kadar yazılanlar davranışçı finansın kendine özgü savları üzerine olmuştur. Davranışçı finans bu savlarını piyasayı gözlemleyerek ortaya atar ve her bir savını zaman içerisinde birçok yazar tarafından geliştirilmiş modeller ile ifade eder. Aşağıda gerek

yatırımcı davranışlarını gerekse piyasadaki vakaları açıklamak üzere geliştirilmiş davranışçı finans modelleri bulunmaktadır.

4. YATIRIMCILARIN DAVRANIŞ MODELLERİ

Yatırımcıların pek çoğu yatırımları ile ilgili karar alırken çeşitli sebeplerden dolayı etraflıca düşünmeden harekete geçme eğilimindedir. Bunun sebepler arasında;

- Cazip fırsatları kaçırmamak adına aceleci ve hırslı davranmak
- Piyasadaki bilgiye güvenin tam olmaması
- Piyasada etik kuralların işlerlik sağlamaması
- Yatırımcının kendine olan güveninin eksikliği
- Piyasadaki karmaşık bilgiler üzerinden net bir sonuca ulaşabilecek entelektüel kapasite eksikliği sayılabilir.

Bu sebeplerden dolayı yatırımcılar analitik düşünmeden, basitleştirerek kısa yoldan hızlıca karar alma eğilimindedirler. Kısa yoldan anlama noktasında yatırımcılar bazı hatalı düşünce modelleri yatırım kararları alırken kullanırlar. Bu hatalı düşünme kalıpları uzun süre almayan, hızlıca sonuca götüren ve yatırımcı açısından psikolojik belli bir düzeyde tatmin edici olmakla beraber güvenilir olmayan özelliktedirler. Bunlardan bazıları aşağıda kısaca izah edilmeye çalışılmıştır.

4.1. Temsililik Yanılgısı

Bazı sembollere olduğundan daha fazla önem vermek suretiyle karar verme yanılgısıdır. Yatırımcılar yatırım kararı alırken karmaşık, uzun ve analiz gerektiren süreçleri takip etmekten ziyade basit kısa yolları tercih ederler. Örneğin yatırımcılar iyi bir şirket ile iyi bir yatırım karıştırabilirler. Yatırımcılar iyi bir şirketin kaliteli ürün, yetenekli yönetici, yüksek beklenen büyüme gibi özelliklerini iyi bir yatırımla bağdaştırıp yanlış olarak atfedebilirler (Gongmeng ve diğ., 2007: 427). Burada şirketin iyi özellikleri şirketi iyi bir yatırım kararı olarak görmede yatırımcı için kısa yoldur. Geçmişteki kazançlarından dolayı bir firma iyi olarak nitelendirilir ancak pek az şirketin geçmişteki yüksek fiyat artışlarını sürdürebildiği gerçeği göz ardı edilir (Baker ve Nofsinger, 2002: 100). Burada da geçmişteki kazançlar yatırımcı için bir kısayol olmakta şirketi iyi olarak nitelendirmesine neden olmaktadır. Hem birey hem de grup kararları temsililik önyargının etkisi altında kalmaya yatkındır (Lim ve Benbasat, 2007: 454). Chang ve diğ. (2007) çalışmalarında Amerikan Ulusal Futbol Liginde super bowl olarak adlandırılan senenin en önemli karşılaşması esnasında reklam veren şirketlerin super bowl karşılaşmasını takip eden günlerde borsada daha yüksek fiyatlandırıldığını tespit etmişlerdir. Bu örnekte sadece bireylerin teker teker değil bireylerin topluca temsililik önyargısının altında kaldığını bize göstermektedir.

4.2. Bilişsel Çelişki

İnsanoğlu düşünceleri ve kararları ile çelişen bilgileri görmezden gelme, kabul etmeme veya minimize yoluna gider. Bu duruma “bilişsel çelişki” denilmektedir (Baker ve Nofsinger, 2002: 101). İnsanlar doğrunun haricindeki bir şeye inanmışlarsa eğer kendi tercihlerini bu yolda kullanırlar (Akerlof ve Dickens, 1982: 318). Yatırım kararlarında da bu model yatırımcılar tarafından kullanılmaktadır. Piyasa araştırmaları göstermektedir ki otomobil gibi temel satın alma kararlarındaki endişe, tüketicilerin kendi seçimlerinin yerinde olduğu noktasındaki kanaatlerini perçinlemektedir. (Goetzmann ve Peles, 1997: 10) . İnsanlar kendi yatırım kararlarının hep iyi olduğunu düşünür ya da buna inanmak isterler. Aksi durumda maruz kalacakları mutsuzluk ya da ıstırapı çekmemek pahasına yanlış yatırımlarda bulunmayı uzun süreler tercih edebilmektedirler.

4.3. Tanıdık Olanı Tercih Etme

İnsanoğlunun fitratında tanıdık olana karşı bir meyil, tanıdık olandan yana bir tercih eğilimi vardır. Yatırımcılar yatırım kararlarında bu kısa yolu sıklıkla kullanmaktadırlar. Bu, çeşitlendirme bakış açısına göre ideal olmasa da, yatırımcılar, yatırım portföyleri içerisinde yerel yatırımları daha çok bulundurma eğiliminde olmaktadır (Schoenmaker ve Bosch: 2007: 1). Sialm ve diğ. (2012) Amerika’da büyük çaplı yatırım fonlarının (funds of funds) yatırımlarının önemli bir kısmını kendi eyaletlerindeki hedge fonlara yatırdıklarını araştırmalarında ortaya koymuşlardır. Chan ve diğ. (2005) 26 ülkede yatırım fonlarının dağılımını incelemiş, gelişmiş piyasaya sahip olma, aşinalık, diğer ülkelerden uzak olma, ayrı bir dil konuşma gibi nedenlerle yerel yatırımcıların yerel piyasalarda daha fazla yatırımda bulduklarını tespit etmişlerdir.

4.4. Ruh Hali ve İyimserlik

Ruhsal durum insanların her türlü kararlarını etkilemekle birlikte yatırımcıların da analizlerini ve değerlendirmelerini etkilemektedir. Ruh hali üzerinde etkili olan faktörler arasında güneşli ve uzun günlerin etkisi sayılabilir. Güneşli ve uzun günlerin hisse senedi getirileri üzerinde yatırımcıların ruh halini pozitif etkilemek suretiyle etkin olduğuna dair literatürde pek çok çalışma bulunmaktadır. Ruh hali ve iyimserlik üzerinde etkili bir diğer faktörde politik iklim değişimleridir. Bireyler kendilerinin sempati duydukları parti iktidara geldiğinde daha iyimser olmakta ve piyasayı daha az riskli ve daha az değerlenmiş olarak algılamaktadırlar (Bonaparte ve diğ, 2012: 22).

4.5. Aşırı Güven

Aşırı güven, insanlarda kendilerine daha fazla güvenmelerine neden olmakta buda finansal yatırımlarında riskleri tam değerleyememelerine, bunun sonucu olarak yanlış kararlara neden olabilmektedir. Aşırı güven yatırımcıda varlık fiyatlarındaki potansiyel bilgiyi görmektense kendi şahsi analizlerine daha fazla güvenmenin sebebidir (Peng ve Xiong, 2006, 574). Kendine

aşırı güven, eğer piyasada olumlu sinyaller algılanırsa yatırımcılarda daha fazla varlık satın almaya, tam tersi piyasada olumsuz sinyaller algılanırsa yatırımcılarda daha fazla varlık satmaya neden olmaktadır (Wang, 2001: 140). Literatürde yatırım kararlarında erkeklerin kadınlara, eğitimlilerin daha az eğitimlilere nazaran kendilerine daha fazla güvendiklerine dair pek çok tespit bulunmaktadır.

4.6. Donanım Etkisi

İnsanoğlu gelecekte elde etmesi muhtemel varlıklardan daha ziyade sahip olduklarını muhafaza etmeye daha fazla heveslidirler (Kahneman ve diğ., 1991: 2005). İnsanlar sahip oldukları varlıktan vazgeçebilmek için kendilerinin elde etmek için ödeme yapmaya istekli oldukları aynı varlıktan daha fazla tazminat talep ederler (Knetsch, 2009: 407). İnsanın sahip olduğuna karşı aşinalık duyması aynı değer de olsa diğer bir varlıkla sahip olduğunu değişmesinin önünde engeldir. Baker ve Nofsinger (2002) araştırmalarında, öğrencilere yüklü bir miras kaldığı varsayılarak kendilerinden çeşitli ve birbirinden farklı yatırımlar yapmalarını istemiştir. Öğrencilerin çoğunun mirasın mevcut şekli ile kalmasını tercih ettikleri görülmüştür. Donanım etkisi yatırım kararlarında da gözlemlenmektedir. Örneğin bu etki kadınların bir menkul kıymeti erkeklere nazaran daha fazla ellerinde tutmalarına neden olmaktadır.

4.7. Statüko Eğilimi

Birçok maddi yatırım, yatırımcının karşılaştığı yatırım alternatifleri karşısında hiçbir şey yapmama, önceki yada mevcut yatırımı devam ettirme olarak tarif edilen statüko eğilimine açıktır (Samuelson ve Zeckhauser, 1988: 7). Bu optimal bir tercih olmasa dahi statüko eğilimine maruz yatırımcılar yatırım alternatifleri arasından önceki seçtiklerini tercih etme eğilimindedirler (Kempt ve Ruenzi, 2006: 204). Agnew ve diğ. (2003) çalışmalarında 7.000 civarında emeklilik yatırım hesabını incelemiş, varlık yatırımlarının pek çoğunun ya %0 ya da %100 oranında hisse senedine yatırıldığı, portföyün nadiren tekrar düzenlendiği, yatırımcıların yatırımlarını koruma eğiliminde olduklarını tespit etmişlerdir.

4.8. Referans Noktası ve Demirleme

Yatırımcıların menkul kıymetin belirli bir fiyat noktasını “referans noktası” kabul ederek bu noktaya odaklanması (demirleme) olarak adlandırılan bir durumdur. Eğer yatırımcı bir müddet önce bir varlık satın aldıysa yatırımcı bunu çok sık referans noktası olarak kullanma eğiliminde olacaktır. (Baker ve Nofsinger, 2002: 106). En yüksek fiyatta yatırımcı için bir referans noktasıdır (Baker ve Wurdler, 2011: 64). Clarkson ve diğ. (2012) çalışmalarında, 52 haftalık yüksek fiyat artışları ve yatırımcının standart sapma hassasiyetindeki artışların hedef fiyat önyargısında sırasıyla %4,7 ile %14,7'lik artışlara tekabül ettiğini tespit etmişlerdir.

4.9. Küçük Sayılar Kanunu

Bu kanuna göre popülasyondan alınan bir örneklem tüm popülasyonu temsil etmektedir. İnsanlar tesadüfi olarak bir popülasyondan çekilen örneklemin popülasyonun tüm özelliklerini

yüksek bir temsil gücüne sahip olduğunu kabul ederler (Tversy ve Amos, 1971: 105). De Bond (1993) yaptığı çalışmada Amerikan Yatırımcılar Birliğinin rastgele olarak 125 üyesinin, menkul kıymet piyasasının gelecek 6 hafta içerisindeki durumu hakkındaki olumlu, olumsuz ve nötr görüşlerinin, bu görüşlerinin sorulmasından önceki haftada yayınlanan yönerge ile çok yakın ilişkide olduğunu tespit etmiştir. Yani yatırımcıların bu tip küçük çaplı yönergelerden piyasanın gidişatı hakkında görüş çıkartma eğiliminde oldukları ortaya çıkmıştır.

4.10. Zihinsel Muhasebe

Nasıl ki işletmeler işlemleri için ayrı ayrı hesaplar kullanırlar, yatırımcılarda yaptıkları her bir işlem için zihinlerinde ayrı bir mental hesap açıp bu işlemi diğer işlemlerden bağımsız izlerler. Bir sonuç mental bir hesaba kaydedildikten sonra, o sonuca diğer bir açıdan bakmak güçleşmekte ve bu nedenle de bireyin kararlarının beklenmedik bir şekilde etkileyebilmektedir (Döm, 2003: 111). Nofsinger (2001) yılında bu konu hakkındaki ampirik çalışmasında, insanların kısa vadeli ihtiyaçları için borç kullanmaktan kaçındıklarını, ev ve araba gibi uzun süreli ihtiyaçları içinse uzun vadeli kredi temin etmeyi tercih ettiklerini tespit etmiştir.

4.11. Sürü Psikolojisi

Fiyat mekanizması uzun dönemli tercihlerin basit piyasa yapısı altında etkin olduğunu ve hiçbir şekilde sürü psikolojisinin bulunamayacağını garanti etmekle birlikte oldukça kompleks olan bilgi yapısı sürü psikolojisine neden olur ve fiyat balonlarını mümkün kılar (Avery ve Zemsky, 1998: 740). Genelde insanoğlu özelde ise yatırımcılar topluca hareket etme eğilimindedirler. Yatırımcıların özellikle toplu halde hareket eden akımlara kendi kanaatlerinden daha fazla önem verip bunlardan etkilenmek suretiyle yatırım kararlarını verdikleri sıklıkla gözlemlenmektedir ki bu psikolojiye sürü psikolojisi adı verilmiştir. Yatırımcıların rasyonel davranmadıklarına dair en önemli bulgular sürü psikolojisi üzerine yapılan makalelerde yer almaktadır.

Örneğin, ünlü yatırımcı Warren Buffet'in bir emtia ya da menkul kıymet satın aldığına dair haberler çıkmasının ardından emtia ve menkul kıymetin fiyatının yükseldiği gözlemlenmiştir (Hirshleifer ve Teoh, 2003: 25). Chiang ve Zheng (2010) 18 ülkenin Menkul Kıymet Borsalarını incelemiş ve Amerika hariç gelişmiş borsalarda ve Asya borsalarında yatırımcıların topluca sürü psikolojisi içerisinde hareket ettiklerini tespit etmişlerdir. Khan ve diğ (2011) Avrupa Borsaları üzerinde yaptıkları çalışmada kriz ve karmaşa dönemleri hariç sürü psikolojisinin varlığını deneysel olarak bulmuşlardır. Cajueiro ve Tabak (2009) çalışmalarında Japon Nikkei Borsasında işlem gören en itibarlı 225 menkul kıymetleri incelemiş ve hisse senedi getirilerindeki çok kırılganlığı sürü psikolojisine bağlamışlardır.

4.12. Mizaç (Pişmanlıktan Kaçınma) Etkisi

İnsanoğlu davranışları neticesinde memnun ya da tatmin olmak ister asla pişman olacağı sonuçları arzu etmez. Yatırımcıların da finansal kararları esnasında bu davranış biçiminin etkisi altında hareket ettikleri görülmüştür. Mizaç etkisi varlık üzerinden kazanma sürecinde satma

elden çıkarma, kaybetme sürecinde elde tutma, bekleme eğilimi olarak tanımlanabilir (Weber ve Camerer, 1998: 166). Frazzini (2006) 1980 ve 2003 yılları arasında ticareti yapılan yatırım fonları üzerine yaptığı çalışmada ortalama getiriden daha düşük getiri sağlayan ve daha az likit yatırım fonu sahiplerinin iyi yada herhangi bir habere karşı düşük reaksiyon gösterdiklerini ve çok nadir satımda bulduklarını tespit etmiştir. Genesove ve Mayer (2001) ev sahipleri üzerine yaptıkları çalışmada ev sahiplerinin evlerini satın alma fiyatının aşağısında bir fiyata satma konusunda isteksiz olduklarını tespit etmişlerdir.

4.13. Bireysel Özellikler

Yatırımcıların yaş, cinsiyet, gelir ve medeni durumu gibi çeşitli özellikleri de yatırım kararlarını etkileyebilmektedir. Agnew ve diğ. (2003) yaptıkları bir çalışmada, erkeklerin hisse senetlerine daha fazla yatırım yapmakta olduklarını ve kadınlara nazaran daha fazla al-sat işleminde bulduklarını, evli yatırımcıların bekarlara göre daha agresif yatırımlarda yer aldıklarını, yüksek gelirin daha yüksek değerli varlık yatırımlarına neden olduğunu ve daha fazla ticari hacme sahip olduğunu, yaşlı yatırımcıların ise gençlere göre daha fazla al-sat işlemi yaptıklarını tespit etmişlerdir.

Emektar'da (2007) yapmış olduğu çalışmada, finansal kararlarda kadınların erkelere nazaran risk algısının daha yüksek olduğu, medeni durumun etkisinin var olduğu, eğitim düzeyi yüksek olan yatırımcıların daha fazla risk algısına sahip olduğunu belirtmektedir.

Watson ve Mcnaughton (2007)'de Avustralya'daki üniversitelerin personeline emeklilik maaşı sağlayan Unisuper Fonu üyelerinin 1997-2003 yılları arasındaki yatırım stratejileri üzerine yaptıkları analiz sonucunda kadınların yatırım planlarında düşük risk aldıklarını ortaya koymaktadır.

Wang ve diğ. (2011) yaptıkları çalışmalarında kadınların pek çok kategori içerisinde varlık yatırımları konusunda erkelere nazaran risk algılarının yüksek olduğunu, tahvil gibi getirisi sabit ve blue chip stock olarak adlandırılan getirisi yüksek, prestijli ve değerli menkul kıymetler söz konusu olduğunda ise farklılaşmış risk algısının her 2 cinsten de tespit edilemediğini rapor etmişlerdir. Ayrıca kadınlar sanat, antika ve altın yatırımları gibi alternatif yatırımları erkelere nazaran daha az riskli olarak sınıflandırmış bunun sebebi olarak ta kadınların bu tür yatırımlara olan tutkuları gösterilmiştir. Barber ve ve Odean (2001) bir aracı kurumdan elde ettikleri şubat 1991 ile ocak 1997 tarihlerini kapsayan 35.000 üzerinde hesabı yatırımcıların aşırı işlem yapmaları ile ilgili olarak analize tabi tutmuşlardır. Çalışmalarında bir hesaptaki hisse senetlerinin bir yılda yüzde kaçının değiştiğini yani satılıp yerine baksa senetlerin alındığı üzerine yoğunlaşmışlardır. Çalışma sonucunda erkeklerin kadınlara nazaran % 45 daha fazla işlem yaptıkları ortaya çıkmıştır..

4.14. Sosyal Etkiler

Basın yayın organları, sosyal çevre, internet kullanımı da yatırımcıların kararları üzerinde

etkiye sahiptir. Endelberg ve Parsons (2011) yaptıkları 19 yerel piyasadaki yatırımcıların firmalar hakkında medya vasıtasıyla bilgiye verdikleri ardışık tepkinin varlığının tespiti için çalışmada yerel medya ağının varlığı ya da yokluğu ile iş hacminin büyüklüğü arasında kuvvetli ilişki tespit etmişlerdir. Ayrıca şiddetli hava şartları nedeniyle yatırımcıların medyaya ulaşamadıkları zamanlarda iş hacmi ile medya ağı arasındaki normal zamanlardaki ilişki yok olmuştur. Tetlock ve diğ. (2008) ise negatif medya dilinin yatırımcılar ve varlık fiyatları üzerinde etkili olduğunu çalışmalarında belirtmişlerdir. Barber ve Odean (2002) 1990'larda online yatırım yapan 1.607 yatırımcı üzerinde yaptıkları çalışmada yatırımcıların online yatırım ile birlikte işlem hacminin 2 kat arttığını fakat bununla birlikte öncesine göre yıllık % 3 kadar piyasadan daha kötü kararlar aldıklarını belirtmişlerdir.

5. BİREYSEL YATIRIMCILARIN YATIRIM KARARLARINA ETKİ EDEN PSİKOLOJİK FAKTÖRLERİN TESPİT EDİLMESİNE YÖNELİK ARAŞTIRMANIN METODOLOJİSİ

5.1. Çalışmanın Amacı

Bu çalışmanın amacını bireysel yatırımcıların yatırım kararları üzerinde etkili olan psikolojik ve demografik faktörleri tespiti etmek oluşturmaktadır. Bu amaçla çeşitli davranışçı finans modellerini ölçmek üzere tasarlanmış bir anket formu oluşturulmuş ve bu modellerin Türk ve Azeri bireysel yatırımcıların yatırım kararları üzerinde etkili olup olmadığı araştırılmıştır.

5.2. Ölçek Geliştirme Aşamaları

Anket sorularının nasıl, niçin ve hangi Davranışçı Finans modeli kullanılarak hazırlandığı bu başlık altında izah edilmiştir.

Anketin birinci kısmının ilk 2 sorusu temsililik yanılgısı ve kendine güven; üçüncü ve dördüncü soruları kayba karşı korunma ve zihinsel muhasebe, beşinci sorusu küçük sayılar kanunu ile referans noktası; altıncı sorusu referans noktası ve demirleme, yedinci ve sekizinci soruları tanıdık olanı tercih etme; dokuzuncu ve onuncu soruları zihinsel muhasebe ile referans noktası-demirleme; on bir, on iki, on üç, on dördüncü soruları zihinsel muhasebe; on beşinci soru aşırı güven; on yedinci soru tanıdık olanı tercih etme, statüko eğilimi ve bağlılık önyargısı; yirmi ikinci soru aşırıgüven; yirmi üçüncü soru aşırı güven ve hırslı davranma modelleri üzerinden hazırlanmıştır.

Anketin üçüncü ve dördüncü sorusu literatürden direkt olarak alınmış olup, on sekiz, on dokuz ve yirminci sorusu ise bu çalışmaya özgü literatürde rastlamadığımız fakat piyasada var olan bir olgunun tespitine yöneliktir. Aynı zamanda bu 3 soru zihinsel muhasebe modeli hesaba katılarak ele alınmıştır. On altıncı soru yatırım kararlarında teferruatla ilgilenme derecesini, yirmi birinci soru ise sadece isimlerinden yola çıkarak bir yatırımın çekici gelip gelmeyeceğini ölçmek için düzenlenmiştir.

Anketin ikinci kısmı yaş, eğitim ve gelir düzeyi, medeni hal, aylık gelir gibi demografik özellikleri tespit için sorular yer almaktadır. Bu kısımdaki dördüncü soru ise başkalarının

fikirlerine önem derecesini ölçmek amacıyla geliştirilmiştir. Sonraki yedi, sekiz ve dokuzuncu sorular katılımcıların bağlılık, onuncu soru ise kendilerine aşırı güven derecelerini ölçmek amacıyla düzenlenmiş olup anketi uzatmamak için birkaç soru ile zenginleştirilmeden ölçülmeye çalışılmıştır.

5.3. Ana Kütle Ve Verilerin Toplanması

Çalışmanın ana kitlesini 20 yaş üstü bireysel yatırımcılar oluşturmaktadır. Anket çalışması yüz yüze yapılmıştır. Anketin tasarımı literatür taramasının uzun sürmesi nedeniyle yaklaşık 3 ayı bulmuş, anket uygulaması ise her 2 ülkede 2013 yılının mart ve nisan aylarında yapılmıştır.

5.4. Araştırmanın Kısıtları

Anket çalışması Türkiye ve Azerbaycan'da ikamet eden bireysel yatırımcılara uygulanmıştır. Bireylerin zaman kısıtı ve anketteki soru fazlalığı ankete katılan kişilerin sayısının çok fazla arttırılamamasına neden olmuştur. Araştırma da demografik faktörler üzerinden yapılan analizler psikolojik faktörler üzerinden yapılan analizlere göre daha baskındır. Yatırım kararları üzerinde etkili olan psikolojik faktörleri tam manasıyla ölçmek için büyük çaplı kişilik testi benzeri ölçeklere ihtiyaç vardır. Bu tip bir çalışma uzun süreceği için anketin ikinci kısmında birkaç soruya verilen cevaplar neticesinde psikolojik faktörlerin yatırım kararları üzerindeki etkisi sınırlı ölçülebilmektedir. Çalışmanın Azerbaycan uygulamasında Türk Lirası Azerbaycan para birimine çevrilmiştir.

5.5. Analiz Sonuçları:

Anket sonuçları SPSS 20.0 programında Ki-kare ve Anova testleri uygulanmak suretiyle yorumlanmıştır. Aşağıdaki tablolarda sırasıyla Türk ve Azerbaycan bireysel yatırımcılarının yatırım kararları üzerinde etkili olan demografik ve psikolojik faktörlerin istatistiki sonuçlar eşliğinde analiz sonuçları verilmiştir. Etkili olmayan demografik ve psikolojik faktörler ise çalışmayı uzatmamak adına tabloya eklenmemiştir.

Aşağıda Türk yatırımcısı üzerinde yatırım kararı alırken etkili olan psikolojik ve demografik faktörler ardı sıra Tablo 1'de verilmiştir.

Tablo1: Türk Yatırımcısı Üzerinde Etkili Olan Faktörler

| | YAŞ ETKİSİ | CİNSİYET ETKİSİ |
|--------------------|----------------------|----------------------|
| Soru Numarası | 8 | 17.7 |
| Model | Tanıdık Olanı Tercih | Tanıdık Olanı Tercih |
| Anlamlılık Düzeyi | % 10 | % 5 |
| Pearson chi-square | 0.078<0.10 | 0.043<0.05 |

| | | |
|--------------------|--|--|
| Sonuç | Katılımcıların yaşı yedinci soruya verilen cevaplar üzerinde farklılık oluşturmaktadır. Yaş ilerledikçe yatırımcıların daha fazla kar elde etmek için kendi şehrinde daha uzak yerlere yatırım tercihleri artarken, genç yaşlarda bu tercih daha düşük oranlarda gerçekleşmiştir. Örneğin 1.000 Km uzağa % 50 kar elde etme adına 21-30 yaş arası kimse çıkmaz iken, 31-60 yaş arası katılımcılardan 5'i bu şıkkı tercih etmiştir. 21-30 yaş arası mesafe artışı ile tercih oranı b,c,d şıklarında azalırken, 31-40 yaş aralığında tercih oranı sürekli artmıştır. Düşük yaşlarda tanıdık yatırımlar daha fazla tercih edilmekte, riske fazla girilmemektedir. | Katılımcıların cinsiyeti 17. Sorunun 7. seçeneğine verilen cevaplar üzerinde farklılık oluşturmaktadır. Frekans değerlerine baktığımızda arsa ve bina yatırımlarının kesinlikle cazip olduğunu işaretleyenlerin oranı kadınlarda % 72,9 iken erkeklerde 63,4 çıkmıştır. Kadınlar daha garanti gördükleri kendilerinin çok fazla analitik düşünmeden karar verebilecekleri arsa ve bina yatırımlarını erkeklere göre daha fazla tercih etmektedir. |
| | CİNSİYET ETKİSİ | CİNSİYET ETKİSİ |
| Soru Numarası | 22 | 23 |
| Model | Aşırı Güven | Aşırı Güven – Hırslı Davranma |
| Anlamlılık Düzeyi | % 10 | % 10 |
| Pearson chi-square | 0.066<0.10 | 0.091<0.10 |
| Sonuç | Katılımcıların cinsiyeti 22. soruya verilen cevaplar üzerinde farklılık oluşturmaktadır. Frekans değerlerine baktığımızda kadınların % 43,8'i daha az riskli olan 5 farklı menkul kıymeti bünyesinde barındıran portföyü tercih ederlerken erkeklerin ise % 38,6'sı bu seçeneği işaretlemiştir. Erkeklerin % 24,8'i çeşitlendirmenin olmadığı dolayısıyla riski yüksek yükselen değer THY menkul kıymetine yatırımı tercih ederken, kadınlar bunu % 10,4 oranında tercih etmiştir. Kadınlar erkeklere göre riski daha az almakta, kendilerine güven noktasında daha temkinli davranmaktadır. | Katılımcıların cinsiyeti 23. soruya verilen cevaplar üzerinde farklılık oluşturmaktadır. Kadınların % 39,6'ı 1 ev ve 1 araba edininceye kadar çalışma motivasyonunu sürdürebileceğini ifade ederken, erkeklerin ise % 29,7'si bu seçeneği işaretlemiştir. Erkeklerin % 53,5'i mal varlıklarını en fazla arttırabilecekleri noktaya kadar motivasyonunu sürdürürken, kadınlar bu seçeneği % 41,7 oranında tercih etmiştir. Bu verilere göre erkeklerin kadınlarla nazaran biraz daha fazla hırslı hareket ettikleri sonucu çıkarılabilir. |
| | MEDENİ HAL ETKİSİ | MEDENİ HAL ETKİSİ |
| Soru Numarası | 12 | 13 |
| Model | Zihinsel Muhasebe | Zihinsel Muhasebe |
| Anlamlılık Düzeyi | % 10 | % 10 |
| Pearson chi-square | 0.063<0.10 | 0.063<0.10 |
| Sonuç | Katılımcıların medeni hali 12. soruya verilen cevaplar üzerinde farklılık oluşturmaktadır. Evli olanların % 81,4'ü bir eve sahip olmadıkları durumda çalışarak biriktirdikleri 150.000 TL ile ev satın alacaklarını ifade ederken, burada bekârların oranı ise %72,2'dir. Bu para ile altın alırım diyenler bekârlarda %10,1, evlilerde ise %1,4'tür. Evlilerin bekârlara oranla ev sahibi olma farkındalığının daha fazla olduğu bu verilerden çıkarılabilir. | Katılımcıların medeni hali 13. soruya verilen cevaplar üzerinde farklılık oluşturmaktadır. Evli olanların % 25,7'si bir eve sahip oldukları durumda piyangodan elde ettikleri 150.000 TL ile ev satın alacaklarını ifade etmişlerdir. Bu oran bir ev sahibi olmadıkları ve çalışarak elde ettikleri 150.000 TL'yi harcama durumunda % 81,4'tü. Burada bekârların oranı ise %22,8'dir. Bu oran bir ev sahibi olmadıkları ve çalışarak elde ettikleri 150.000 TL'yi harcama durumunda bekârlar için % 72,2'yd. Bu para ile evliler en çok % 38,6 ile arsa alacaklarını beyan ederken, bekârlar ise en çok % 26,6 ile arsayı tercih etmişlerdir. Araba alırım diyenlerin oranı evlilerde % 4,3 gibi düşük gerçekleşirken, bekârlarda ise bu oran % 15,2'dir. Burada hem medeni hal hem de paranın kazanılma şekli ile ev sahibi olup olmamanın, yatırım tercihlerinde etkiye sahip olduğu sonucu çıkarılabilir. |
| | MEDENİ HAL ETKİSİ | MEDENİ HAL ETKİSİ |

| | | |
|--------------------|--|--|
| Soru Numarası | 15 | 22 |
| Model | Aşırı Güven | Aşırı Güven |
| Anlamlılık Düzeyi | % 10 | % 10 |
| Pearson chi-square | 0.061<0.10 | 0.062<0.10 |
| Sonuç | Medeni hal 15. soruya verilen cevaplar üzerinde farklılaşmaya neden olmaktadır. Bekâr olanların % 63,3'ü her ay biriktirdikleri paralarını altına yatırırken, evlilerde bu oran % 52,9'dur. Menkul kıymetlerde değerlendirenlerin oranı % evlilerde % 12,9 iken bekârlarda oran 3,8'dir. Buradan evli olanların muhtemelen altın birikimlerinin olması bekârlara oranla altına yatırımını daha az tercih ettiklerine, menkul kıymetlere daha fazla ilgi duymalarına sebep olmaktadır sonucu çıkarılabilir. | Medeni hal 22. soruya verilen cevaplar üzerinde farklılaşmaya neden olmaktadır. Bekarların % 44,3'ü daha az riskli olan 5 farklı menkul kıymeti bünyesinde barındıran portföyü tercih ederlerken evlilerin ise % 35,7'si bu seçeneği işaretlemiştir. Evlilerin toplamda % 17,5'i çeşitlendirmenin olmadığı dolayısıyla riski yüksek yükselen değer THY ya da koç Holding menkul kıymetine yatırımı tercih ederken, bekârlar bunu % 9,9 oranında tercih etmiştir. Evliler bekârlara nazaran riski daha çok almakta, menkul kıymet çeşitlendirmesine bekârlara göre daha az gitmektedir. |
| | EĞİTİM DURUMU | EĞİTİM DURUMU |
| Soru Numarası | 11 | 12 |
| Model | Zihinsel Muhasebe | Zihinsel Muhasebe |
| Anlamlılık Düzeyi | % 10 | % 5 |
| Pearson chi-square | 0.087<0.10 | 0.001<0.05 |
| Sonuç | Katılımcıların eğitim durumu 11. soruya verdikleri cevapları farklılaştırmaktadır. Bu soru bir eve ve kendi kazandıkları 150.000'ye sahip olmaları durumunda yatırımcılara sorulmuştur. Menkul kıymet yatırımını tercih edenlerin içerisinde lisans ve yüksek lisans mezunu olanların oranı toplamda % 83,4'tür. Bu oran arsayı tercih eden lisans ve yüksek lisans mezunlarında % 50,9 iken, evi tercih edenlerde ise %66,7'dir. Eğitim seviyesi ile birlikte entelektüel varlıklara yatırım artmaktadır. | Katılımcıların eğitim durumu 12. soruya verdikleri cevapları farklılaştırmaktadır. Bu soru bir eve sahip olmayan ve kendi kazandıkları 150.000'ye sahip olmaları durumunda yatırımcılara sorulmuştur. Eve yatırımını tercih edenlerin içerisinde lisans ve yüksek lisans mezunu olanların oranı toplamda % 63,10'dur. Bu oran arsayı tercih eden lisans ve yüksek lisans mezunlarında % 35,2 çıkmıştır. Bir eve sahip olmama özellikle eğitilmiş yatırımcıları daha yüksek oranda ev yatırımında bulunmaya itmektir. |
| | EĞİTİM DURUMU | EĞİTİM DURUMU |
| Soru Numarası | 13 | 14 |
| Model | Zihinsel Muhasebe | Zihinsel Muhasebe |
| Anlamlılık Düzeyi | % 10 | % 5 |
| Pearson chi-square | 0.089<0.10 | 0.006<0.05 |
| Sonuç | Katılımcıların eğitim durumu 13. soruya verdikleri cevapları farklılaştırmaktadır. Bu soru bir eve sahip olan ve piyangodan elde ettikleri 150.000'ye sahip olmaları durumunda yatırımcılara sorulmuştur. Bu durumda arsayı, evi ve menkul kıymetleri tercih edenler içerisinde lisans ve yüksek lisans mezunu olanların oranı %55 ile %56 seviyelerinde gerçekleşmiştir. Diğer seçenekler hem frekans hem de değer olarak daha geride kalmıştır. | Katılımcıların eğitim durumu 14. soruya verdikleri cevapları farklılaştırmaktadır. Bu soru bir eve sahip olmayan ve piyangodan elde ettikleri 150.000'ye sahip olmaları durumunda yatırımcılara sorulmuştur. Bu durumda eve yatırımı tercih edenlerin içerisinde lisans ve yüksek lisans mezunu olanların oranı toplamda % 62,10'dur. Bu oran arsayı tercih eden lisans ve yüksek lisans mezunlarında % 57,1 çıkmıştır. |
| | EĞİTİM DURUMU | SİGARA KULLANIMI |
| Soru Numarası | 15 | 22 |
| Model | Aşırı Güven | Aşırı Güven |
| Anlamlılık Düzeyi | % 5 | % 5 |

| | | |
|--------------------|--|--|
| Pearson chi-square | 0.022<0.05 | 0.000<0.05 |
| Sonuç | Eğitim durumu 15. soruya verilen cevaplar üzerinde farklılaşmaya neden olmaktadır. Analitik hesap daha çok gerektiren menkul kıymetlere yatırım yapanların % 75'i lisans ve yüksek lisans mezunudur. | Sigara kullanımının 22. Soruya verilen cevaplar üzerinde farklılaşmaya neden olmaktadır. Sigara kullanmayanların 22. soruda menkul kıymet tercihlerinde daha az riskli olan çeşitlendirmeyi (% 43) daha fazla tercih ettikleri ortaya çıkmıştır. |

Analizin bu kısmında ise bazı sorulara Türkiye'de verilen cevapların frekans değerleri üzerinden yorum yapılacaktır.

Üçüncü ve dördüncü sorularda a ve b şıkları aynı şeyi ifade etmesine rağmen 3. soruda a şikkını işaretleyenlerin oranı % 71,6 iken, 4. Soruda a şikkını işaretleyenlerin oranı % 21,5 gerçekleşmiştir. Aynı şekilde 3. soruda b şikkını işaretleyenlerin oranı % 28,4 iken, 4. Soruda b şikkını işaretleyenlerin oranı % 78,5 gerçekleşmiştir. 3. soru kazanç üzerinden, 4. soru ise kayıp üzerinden sorulduğu için aslında mana olarak aynı olan sorulara oldukça farklı yüzdelerde cevaplar verilmiştir. Bu soru literatürde oldukça fazla sorulmuş olup benzer sonuçlar buralarda da alınmıştır.

Dokuzuncu ve onuncu sorular kazanca ve kaybetmeye duyarlılığı ölçmektedir. Yatırımcılar evlerinin değeri düşme seyrinde iken daha kısa sürelerde evlerini satma eğiliminde iken, evlerinin değeri artma eğiliminde iken ise daha uzun süre bekleyip satma eğiliminde olmuşlardır. Mesela evin değeri % 10'dan % 40'a kadar düşerken evlerini satacaklarını beyan edenlerin kümülatif oranı % 77,2 iken, aynı şekilde evin değeri % 10'dan % 40'a kadar artarken evlerini satacaklarını beyan edenlerin kümülatif oranı % 31,5'te kalmaktadır. Yatırımcılar değer artışı ve düşüşüne göre farklı tarzda davranış sergilemekte zihinsel muhasebe modeline uygun hareket etmektedirler.

On birinci, on ikinci, on üçüncü ve on dördüncü sorular Türk ve Azeri toplumunda öneme haiz olan ev sahibi olmanın ve parayı kendi emeğiyle kazanıp kazanmamanın önemini vurgulamaktadır. Yatırımcılar ev sahibi iken sahip oldukları para ile ilk sırada arsa alırken, ev sahibi olmadıkları durumda ise ilk sıraya ev yatırımını koymaktadırlar. Piyangodan para kazanma da ise menkul kıymet yatırımlarının oranı bir miktar artmaktadır.

On yedinci soruda örneğin terör örgütü sempatzanı bir ortakla çalışmak istemeyenlerin oranı % 91,3 iken, aynı sürede aynı getiriye sağlayan arsa bina yatırımı konusunda istekli olanların oranı % 94 çıkmıştır. Aynı sürede aynı oranda kar getirecek yatırımlar rasyonalitenin dışında bazı sebeplerden dolayı farklı uçlarda gerçekleşmiştir.

On sekizinci, On dokuzuncu ve Yirminci sorular yatırımcıların alım ve satım kararlarında izledikleri farklı stratejileri gözlemlemiştir. Gayrimenkul ya da araç satın alırken fiyatı düşük teklif edip nasıl olsa pazarlıkla asıl satın alınmak istenilen fiyata ulaşma stratejisi % 79,9 oranında desteklenmiştir. Gayrimenkul ya da araç satarken fiyatı yüksek belirleyip, nasıl olsa pazarlıkla asıl satılmak istenilen fiyata ulaşma stratejisi de % 82,6 oranında desteklenmiştir. Yani yatırımcılar hırslı davranmakta aynı zamanda aynı ürünü alırken ya da satarken birbirinden

değişik zihinsel muhasebe modelleri kullanmaktadırlar. Yukarıdaki alım ve satım stratejilerinin piyasada uygulandığına dair görüşü destekleyenlerin oranı ise % 90,6 gibi oldukça yüksek bir oranda çıkmıştır. Yani yatırımcılar daha fazla kazanç elde etme uğruna yatırıma gerçekte biçtikleri fiyattan sapmaktadırlar.

Aşağıda, Azeri yatırımcısının kararları üzerinde etkili olan psikolojik ve demografik faktörlerin anlamlı olanlarından bazıları Tablo 2’de verilmiştir.

Tablo2: Azeri Yatırımcısı Üzerinde Etkili Olan Faktörler

| | YAŞ ETKİSİ | YAŞ ETKİSİ |
|--------------------|--|--|
| Soru Numarası | 8 | 23 |
| Model | Tanıdık Olanı Tercih Etme | Aşırı Güven – Hırslı Davranma |
| Anlamlılık Düzeyi | %5 | %10 |
| Pearson chi-square | 0.002<0.05 | 0.073<0.10 |
| Sonuç | Azeri yatırımcıların yaşları 8. soruya verilen cevaplar üzerinde farklılaşmaya neden olmaktadır. Uzak yere daha fazla kar elde etmek için yatırım yapma tercihi yaşı 21-30 arasında olanlarda % 32,5 ile en yüksek oranda gerçekleşmiştir. Yaş ilerledikçe uzak yerlere yatırım yapma seçeneği daha az tercih edilmiştir. | Azeri yatırımcıların yaşları 23. soruya verilen cevaplar üzerinde farklılaşmaya neden olmaktadır. 21-30 yaş aralığında mal varlığını en yüksek noktaya çıkarmak en büyük motivasyon kaynağı iken (%50,9), 51-60 yaş aralığında ise bu oran % 44, 4 olarak çıkmıştır. Yaş ilerledikçe mal hırsı ve risk alma düzeyi düşük de olsa azalmaktadır. |
| | CİNSİYET ETKİSİ | CİNSİYET ETKİSİ |
| Soru Numarası | 1 | 15 |
| Model | Temsililik Yanılgısı – Kendine Güven | Aşırı Güven |
| Anlamlılık Düzeyi | %5 | %10 |
| Pearson chi-square | 0.031<0.05 | 0.068<0.10 |
| Sonuç | Cinsiyet 1. soruya verilen cevaplar üzerinde farklılaşmaya neden olmaktadır. Kadınlar yüksek değerli arsa yada konut yatırımlarında % 89,8 oranında başkalarına danışırken, erkekler ise % 77,9 oranında danışmaktadır. Erkekler başkalarının görüşlerinden oluşan temsil gücüne kadınlara göre daha fazla güvenmemekte, kendi görüşlerine olan güvenleri kadınlara nazaran daha fazla olmaktadır. | Cinsiyet 15. soruya verilen cevaplar üzerinde farklılaşmaya neden olmaktadır. Kadınlar içerisinde altına birikimlerini yatıranların oranı % 54,6 iken bu oran erkeklerde 30,9 çıkmıştır. Erkekler içerisinde menkul kıymetlere yatırım yapanların oranı % 11,8 iken kadınlarda bu oran % 5,6 gerçekleşmiştir. Kadınların doğal yapıları gereği altını tercih etmesi, erkeklerin ise analitik düşünme prosesi gerektiren menkul kıymet yatırımlarını daha fazla tercih etmesi farklılaşmanın birer tezahürü olmaktadır. |
| | MEDENİ HAL | EĞİTİM SEVİYESİ |
| Soru Numarası | 22 | 2 |
| Model | Aşırı Güven | Temsililik Yanılgısı – Kendine Güven |
| Anlamlılık Düzeyi | %5 | % 5 |
| Pearson chi-square | 0.020<0.05 | 0.024<0.05 |
| Sonuç | Medeni hal Azeri yatırımcıların 22. soruya verdikleri cevaplar üzerinde farklılaşmaya neden olmaktadır. Bekarların % 37,3’ü tek bir menkul kıymete yatırımı tercih ederken, evlilerde bu oran % 34,8’dir. Evliler en fazla çeşitlendirmeyi % 39,4 oranında tercih ederken, bekarlar % 35,5 oranında tercih etmiştir. Bekarların menkul kıymet çeşitlendirme derecesine bakarak kendilerine az da olsa evlilere nazaran daha fazla güvendikleri ortaya çıkmaktadır. | Eğitim seviyesi yatırımcıların 2. Soruya verdikleri cevapları farklılaştırmaktadır. Yatırım kararlarında lisans ve yüksek lisans mezunlarının 0-5 kişiye danışma oranı toplamda % 79,70 iken, bu oran lise ve ön lisans mezunlarında %21,3’tür. Yatırım kararlarında lisans ve yüksek lisans mezunlarının 6-10 kişiye danışma oranı toplamda % 84,1 iken, bu oran lise ve ön lisans mezunlarında %15,9’dur. Eğitim arttıkça danışılan kişi sayısı en çok işaretlenen ilk 2 seçenek için artmaktadır. |
| | AŞIRI GÜVEN | AŞIRI GÜVEN |
| Soru Numarası | 15 | 23 |
| Model | Aşırı Güven | Aşırı Güven – Hırslı Davranma |

| | | |
|--------------------|--|---|
| Anlamlılık Düzeyi | %10 | %5 |
| Pearson chi-square | 0.059<0.10 | 0.004<0.05 |
| Sonuç | Aşırı güven 15. Soruya verilen cevaplarda farklılaşmaya neden olmaktadır. Birikimlerini menkul kıymetlere yatıranların % 42,9'u oyun oynarken her zaman kazanmayı hedeflerken, birikimlerini altına yönlendirenlerin ise % 42,5'i hem kazanmak hem de eğlenmek için oyun oynamaktadırlar. Birikimlerini diğer yatırım seçeneklerine göre daha riskli ve analitik düşünce süreci gerektiren menkul kıymetlere yatıranların daha ziyade kazanma tutkusu olanlardan çıkması oldukça anlamlıdır. Ayrıca hem riskli hem de diğer yatırım tercihlerine göre daha güvenli görünen yani 2 boyutu olan altına yatırımı daha çok hem kazanmak hem de eğlenmek için oyun oynayanların tercih etmesi de ayrıca anlamlıdır. | Aşırı güven 23. Soruya verilen cevaplarda farklılaşmaya neden olmaktadır. Varlığını en fazla artırabileceğim noktaya kadar motivasyonum korurum diyenler içerisinde en fazla oran % 37,6 ile oyun oynarken sadece kazanmaya odaklananlar çıkmıştır. 1 ev 1 araba edininceye kadar motivasyonumu korurum şeklinde klasik ve mütevazı tercihte bulunanlar içerisinde en yüksek oran % 41,3 ile oyun oynarken hem eğlenmek hem de kazanmak için oynayanlarda olmuştur. Yani hırslı ve kendine aşırı güvenin motivasyonu daha yüksek iken, daha az hırslı olanların motivasyonu bir noktaya kadar devam etmektedir. |

Analizin bu kısmında Azerbaycan'da bazı anket sorularına verilen cevapların frekans değerleri üzerinden yorumlar yer almaktadır.

Üçüncü ve dördüncü sorularda a ve b şıkları aynı şeyi ifade etmesine rağmen 3. soruda a şikkını işaretleyenlerin oranı % 83 iken, 4. Soruda a şikkını işaretleyenlerin oranı % 43,8 gerçekleşmiştir. Aynı şekilde 3. soruda b şikkını işaretleyenlerin oranı % 17 iken, 4. Soruda b şikkını işaretleyenlerin oranı % 56,2 gerçekleşmiştir. 3. soru kazanç üzerinden, 4. soru ise kayıp üzerinden sorulduğu için her iki soru aynı manada olmasına rağmen aynı soruya oldukça farklı cevaplar verilmiştir.

Dokuzuncu ve onuncu sorular kazanca ve kaybetmeye duyarlılığı ölçmektedir. Azeri yatırımcılar evlerinin değeri düşme seyrinde iken daha kısa sürelerde evlerini satma eğiliminde iken, evlerinin değeri artma eğiliminde iken ise daha uzun süre bekleyip satma eğiliminde olmuşlardır. Mesela evin değeri % 10'dan % 50'ye kadar düşerken evlerini satmaya karar verenlerin oranı toplamda % 80,7 iken, aynı şekilde evin değeri % 10'dan % 50'ye kadar artarken evlerini satmaya karar verenlerin oranı % 54,5'te kalmaktadır. Yatırımcılar değer artışı ve düşüşüne göre farklı zihinsel muhasebe tarzı geliştirmektedirler.

On birinci, on ikinci, on üçüncü ve on dördüncü sorular Türk ve Azeri toplumunda öneme haiz olan ev sahibi olmanın ve parayı kendi emeğiyle kazanıp kazanmamanın önemini vurgulamaktadır. Azeri yatırımcılar ev sahibi iken genellikle sahip oldukları para ile ilk sırada arsa ve araba alırken, ev sahibi olmadıkları durumda ise ilk sıraya ev yatırımını koymaktadırlar. Piyangodan para kazanmada ise Azeriler ilk sıraya eve yatırımı koymaktadır.

On yedinci soruda örneğin mayın üreten bir şirkete yatırım yapmak istemeyenler % 86,3 oranında iken, aynı sürede aynı getiriye sağlayan arsa bina yatırımı konusunda istekli olanların oranı % 82,4 çıkmıştır. Aynı sürede aynı oranda kar getirecek yatırımlar farklı sebeplerden dolayı tam zıt tercihleri yansıtmıştır.

On sekizinci, on dokuzuncu ve yirminci sorularda da Azeri yatırımcılar aynı Türk

yatırımcılarda olduğu gibi aynı malı alırken ya da satarken farklı stratejiler gütmekte, alırken düşük, satarken yüksek fiyat teklif etmeyi akıllıca bulmaktadırlar. Bu stratejilerin piyasalarda yaygınlık derecesi % 74,6 olarak çıkmıştır.

6. SONUÇ

Bu çalışmada Geleneksel Finansa kimi zaman alternatif kimi zamanda tamamlayıcı olarak ileri sürülen Davranışçı Finans Teorisi ve bu çerçevede geliştirilen modeller açıklanmaya çalışıldı. Uygulama kısmında ise Davranışçı Finans modellerinin Türk ve Azeri yatırımcısının finansal kararlarını açıklama düzeyi test edildi. Çoğunlukla demografik faktörlerin ve ölçme noktasında çeşitli kısıtlardan dolayı zenginleştiremediğimiz bazı psikolojik faktörlerin davranışçı modelleri destekler şekilde Türk ve Azeri yatırımcısının aldığı kararlar üzerinde etkili olduğu çalışmamız sonucunda ortaya çıkmıştır. Çalışmada bulguların tümüne değil belli başlıları ile kolaylıkla açıklanabilenlere yer verilmiştir. Yaş, medeni durum, eğitim seviyesi, gelir seviyesi, cinsiyet, hırslı davranma ve alışkanlıkların yatırım kararlarında etkili olabileceği bu çalışma ile bir kez daha vurgulanmış olmaktadır. Tüm bunların yanında piyasada fiyat oluşumu ile ilgili olarak on sekizinci, on dokuzuncu ve yirminci sorular piyasada fiyatın etkin piyasalar hipotezinde olduğu gibi oluşmadığını ortaya koymaktadır.

7. KAYNAKÇA

- Agnew, J; Balduzzi, P; Sunden, A; "Portfolio Choice and Trading in a Large 401(k) Plan" The American Economic Review; 193-215; March 2003
- Akerlof, G; Dickens, W; "The Economic Consequences of Cognitive Dissonance"; American Economic Review 72 (3) ; 307-319
- Atakan, T; " İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Haftanın Günü Etkisi Ve Ocak Ayı Anomalilerinin ARCH-GARCH Modelleri İle Test Edilmesi" İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi, Cilt:37, Sayı:2, 98-110, 2008
- Avery, C; Zemsky,P; " Multidimensional Uncertainty And Herd Behavior In Financial Market"; The American Economic Review, Vol.88, No.4, pp.724-748,1999
- Baker, K; Nofsinger, JR; " Psychological Biases Of Investors " , Financial Services Review II, 2002, 97-116
- Baker, M; Wurgler, J; "Behavioral Corporate Finance: An Updated Survey", Nber Working Paper Series, August 2011, <http://www.nber.org/papers/w17333>
- Barber B, Odean T; "Boys Will Be Boys? Gender, Overconfidence And Common Stock Investment" , Quarterly Journal of Economics, 116(1), 261-292, 2001
- Barber, B; Odean, T ; "Online Investors: Do The Slow Die First?" ; The Review Of Financial Studies Special 2002, Volume:15 No:2, 455-487, 2002
- Bloomfield, R; " Traditional vs. Behavioral Finance", Johnson Scholl Research Paper Series 22/2010, www.ssrn.com/abstract=1596888/10.02.2012
- Boneparte, Y; Kumar, A; Page, J ; "Political Climate, Optimism, And Investment Decisions"; American

- Finance Association 2012 Meeting; www.papers.ssrn.com
- Bostancı, F; “ Davranışçı Finans “, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yeterlilik Etüdü, Yayın No:157, Ankara, Nisan 2003
- Cajueiro, DO; Tabak, BM; “Multifractality And Herding Behavior İn The Japanese Stock Market”; Chaos, Solitons and Fractals 40, 497–50, 2009, www.sciencedirect.com
- Chan, K; Covrig, V; NG, L; “What Determines the Domestic Bias and Foreign Bias? Evidence from Mutual Fund Equity Allocations Worldwide” The Journal Of Finance; Vol:IX, No:3; 1495-1534; June, 2005
- Chang, C; Jiang, J; Kim, K; “A Test Of The Representativeness Bias Effect On Stock Prices: A Study Of Super Bowl Commercial Likeability” Economics Letters 103, 49-51; 2009
- Chiang, TC; Zheng, D; “An Empirical Analysis Of Herd Behavior İn Global Stock Markets”; Journal Of Banking & Finance, Vol: 34, Issue 8, Pages 1911–1921, August 2010
- Clarkson, P; Nekrasov A; Andreas, S; Tutticci, I ; “Target Price Forecasts: Fundamentals And Behavioral Factors”; http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2104433
- De Bondt, W; “ Betting On Trends: Intuitive Forecasts Of Financial Risk And Return” ; International Journal Of Forecasting; Volume 9, Issue 3, Pages 355–371, November 1993
- Döm, S; “ Yatırımcı Psikolojisi: İMKB Üzerine Ampirik Bir Çalışma ”; Değişim Yayınları, 1. Baskı. Eylül 2003
- Emektar, B; “ Pay Senedi Piyasasında Bireysel Yatırımcı Davranışlarını Belirleyen Güdüler Ve İMKB’de Bir Uygulama “ ; Kocaeli Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2007
- Engelberg, J; PARSONS, C; “The Causal Impact of Media in Financial Markets”; The Journal Of Finance; Volume: LXVI, No.1, February 2011
- Frazzini, A; “The Disposition Effect and Underreaction to New”; The Journal Of Finance • Vol. Lxı, No. 4 • August 2006
- Genesove, D; Mayer C; “Loss Aversion And Seller Behavior: Evidence From The Housing Market”; Quarterly Journal of Economics 116, 1233–1260; 2001
- Goetzmann, W; Peles, N; “Cognitive Dissonance and Mutual Fund Investors“ Journal Of Financial Research; 1-10 ; 1997 ; <https://stuwww.uvt.nl>
- Gongmang, C; Kenneth, K; Nofsinger, JR; Rui, O; “Trading Performance, Disposition Effect, Overconfidence, Representativeness Bias, and Experience of Emerging Market Investors” , Journal Of Behavioral Decision Making, 20; 425-451; 2007
- Güngör, B; “ Finans Literatüründe Anomali Kavramı Ve Etkin Piyasalar Hipotezi”, Atatürk Üniversitesi , İ.İ.B.F. Dergisi, Cilt:17, Sayı:1-2, 99-128, Nisan 2003
- Gürünlü, M; “ Finansal Piyasaların Etkinliği Teorisinden Davranışsal Finansa: Finans Teorisinin Evrimi” Yıl:25 Sayı:92 SS:31-49, Temmuz 2011,
- Hirshleifer, D; Teoh, SH; “ Herd Behaviour and Cascading in Capital Markets: A Review and Synthesis ”;

- European Financial Management, , Vol. 9, No. 1, 25–66, 2003
- Hitchner; J.R.” Financial Valuation: Applications and Models”, ABD, John Wiley and Sons, 2006, s.185
- Huat Lim, L; Benbasat, I; “The Debiasing Role Of Group Support Systems: An Experimental Investigation Of The Representativeness Bias”; International Journal Of Human Computer Studies; 47; 453-471; 1997
- Kahneman D; Knetch, L; Thaler, D; “ Anomalies” ; Journal of Economic Perspectives- Volume 5, Number 1 - Pages:193-206; Winter 1991
- Kempf, A; Ruenzi, S; “ Status Quo Bias and the Number of Alternatives: An Empirical Illustration from the Mutual Fund Industry”; The Journal Of Behavioral Finance;; Vol:7; No:4; 204-213
- Khan, H; Hassari, S; Viviani, JL;” Herd Behavior And Market Stress: “ The Case Of Four European Countries” International Business Research, Vol:4, No:3, pp:53-67, July 2011
- Knetsch, J; Wong,W; “The Endowment Effect And The Reference State: Evidence And Manipulation”; Journal O f Economic Behavior&organization 71; 407-413; 2009
- Lawrence E.R; Mccabe G; Prakash A; “Answering Financial Anomalies : Sentiment-Based Stock Pricing” ; The Journal Of Behavioral Finance, Volume:8, No:3, Pages:161-171
- Nofsinger, JR; “Investment Madness: How Psychology Affects Your Investing--and what to Do about It”; Financial Times Prentice Hall, 2001
- Peng, L; Xiong, W ; “ Investor Attention, Overconfidence And Category Learning”; Journal Of Financial Economics 80; 563-602; 2006
- Samuelson, W; Zeckhauser; “Status Quo Bias in Decision Making ; Journal Of Risk And Uncertainty 1; 7-59; 1988
- Saraç, M; “ Portföy Teorisi “https://dosya.sakarya.edu.tr/Dokumanlar/2013/504/528187912_6-portfoyteorisifvm.pdf:10.06.2013
- Schoenmaker, D; Bosch; “Is the Home Bias in Equities and Bonds Declining in Europe?”; Investment Management and Financial Innovations, Vol. 5, pp. 90-102, 2008 www.papers.ssrn.com
- Sialm, C; Sun, Z; Zheng, L; “Home Bias and Local Contagion: Evidence From Funds Of Hedge Funds; 2012 “http://www2.mcombs.utexas.edu/faculty/clemens.sialm/SSZ_14DEC2012.pdf
- Tetlock, PC; Saar-Tsechansky, M; Macskassy, S; “More Than Words: Quantifying Language to Measure Firms’ Fundamental”; The Journal Of Finance • Vol. LXIII, No. 3 • June 2008
- Tversky, A.; Kahneman, D. “Judgement Under Uncertainty: Heuristics And Biases” Science, 185, 1124-1131.
- Tversky, A; Kahneman, D; “ Belief In The Law Of Small Numbers ” ; Hebrew University of Jerusalem; Psychological Bulletin, Volume: 76, Number: 2. 105-110, 1971 http://pirate.shu.edu/~hovancjo/exp_read/tversky.htm
- Wang Mei; Keller Carmen; Siegrist Michael; “The Less You Know, the More You Are - Afraid of A Survey on Risk Perceptions of Investment Products”; The journal Of Behavioral Finance; Volume:12;

