



Social Sciences Indexed

**International**  
**SOCIAL MENTALITY AND**  
**RESEARCHER THINKERS JOURNAL**  
Open Access Refereed E-Journal & Refereed & Indexed  
SMARTjournal (ISSN:2630-631X)



Architecture, Culture, Economics and Administration, Educational Sciences, Engineering, Fine Arts, History, Language, Literature, Pedagogy, Psychology, Religion, Sociology, Tourism and Tourism Management & Other Disciplines in Social Sciences

2019

Vol:5, Issue:23

pp.1412-1420

www.smartofjournal.com

editorsmartjournal@gmail.com

## ÜÇ FARKLI DAVRANIŞSAL FİNANS MODELİNİN BİREYSEL YATIRIMCI GETİRİLERİ ÜZERİNE ETKİSİ: BORSA İSTANBUL ÖRNEĞİ<sup>1</sup>

THE EFFECT OF THREE DIFFERENT BEHAVIORAL FINANCE MODELS ON INDIVIDUAL INVESTOR INCOME: BORSA ISTANBUL CASE

**Dr.Öğr.Üyesi Hakan YILDIRIM**

İstanbul Gelişim Üniversitesi, İktisadi İdari ve Sosyal Bilimler Fakültesi, Uluslararası Lojistik ve Taahhüt Bölümü, İstanbul/TÜRKİYE



Article Arrival Date : 28.08.2019

Article Published Date : 30.09.2019

Article Type : Research Article

Doi Number : <http://dx.doi.org/10.31576/smryj.365>

Reference : Yıldırım, H. (2019). “Üç Farklı Davranışsal Finans Modelinin Bireysel Yatırımcı Getirileri Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul Örneği”, International Social Mentality and Researcher Thinkers Journal, (Issn:2630-631X) 5(23): 1412-1420

### ÖZET

Bu araştırma ile davranışsal finansın üç önemli modelinde yer alan davranış özelliklerinin, bireysel yatırımcıların getirilerine etki edip etmediği ölçülecektir. Davranışsal finans menkul kıymet piyasaların da işlem yapan bireysel yatırımcıların tamamının rasyonel davranmadığını iddia etmektedir. İrrasyonel davranan bireysel yatırımcılar hem menkul kıymet piyasasını hem de kendi getirilerini olumsuz yönde etkilemektedirler. Bu çalışmanın amacı, Borsa İstanbul’da işlem yapan bireysel yatırımcıların, davranışsal finansın üç önemli modelinde yer alan ön yargıların elde ettikleri getiriler üzerinde etkilerinin olup olmadığını lojistik regresyon yöntemi yardımı ile gözler önüne sermektir.

**Anahtar Kelimeler:** Finans, Davranışsal Finans, Menkul Kıymet Piyasaları, Rasyonel Yatırımcı, İrrasyonel Yatırımcı

### ABSTRACT

This investigation tries to measure whether three important models related with behavioral finance possess effects on investor’s return. Behavioral finance claims that whole individual investors are not rational investors. Furthermore, irrational investors leads to negative effects on stock market and their returns. The main goal of this study is to state whether individual investor’s biases coming from three important models of behavioral finance have effects on investor’s returns via logistic regression method.

**Key words:** Finance, Behavioral Finance, Stock Markets, Rational Investor, Irrational Investor

## 1. GİRİŞ

Son yıllarda dünya çapında ün kazanan davranışsal finansın yatırım kararlarında etkisi gün geçtikçe artmaktadır. Geçmişte lale çılgınlığı gibi tarihsel bir olay ile başlayan bu durum, günümüzde daha önemli bir araştırma konusu haline gelmiştir. Yatırım kararına etki eden sosyolojik ve psikolojik etmenler finansal ve ekonomik anlamda işleyişi etkilemekte ve bireysel yatırımcıları irrasyonelliğe doğru itmektedir. Hisse senedi piyasasında faaliyet gösteren ve yatırım kararını verenler insanlardır ve insanlar yatırım kararlarını verirken, belirli seçimler yapar ve bu seçimlerde piyasayı doğrudan

<sup>1</sup> Bu çalışma, Yıldırım, Hakan (2017). “Bazı Davranışsal Finans Modellerinin Bireysel Yatırımcıların Getirilerine Etkisi: Borsa İstanbul Örneği” adlı doktora tezinden üretilmiştir.

etkiler. Geleneksel finans teorileri göz önünde tutulduğunda, yatırımcıların rasyonel kararlar ile hareket ettikleri savunulur. Rasyonel düşünen yatırımcı her zaman (i) inançlarını zamanında değiştirebilen ve yeni bilgiler edinirken yerinde tutum sergileyen, (ii) seçimlerini normatif ve kabul edilebilir bir şekilde gerçekleştirendir (Thaler,2005). Ancak kişilerin yatırım kararları esnasında her zaman akılcı ve rasyonel davranmadığı durumu birçok bilimsel çalışma ile gün ışığına çıkmış bulunmaktadır. Ekonomistlerin ve diğer profesyonel olmayan kişilerin büyük bir yüzdesi, ekonomik krizin olup olmayacağı ile alakalı öngörülerde başarısız olmaktadır. Bunun altın da yatan en temel sebep ise insan davranışını göz önünde tutmamalarıdır.

09.10.2007'de 14.164,53 olan Dow Jones Endüstriyel ortalama 8.451,19 seviyesine ulaştı ve bir yıl sonra 05.03.2009'da 6.594,44 tekrar bir düşüş daha yaşayarak %53,44 oranında bir batış söz konusu oldu (<http://finance.yahoo.com> ). Ek olarak, 19.10.2008'de 11,5 milyar hisse senedi yaklaşık olarak 5 milyar hisse senedinin günlük işlem hacminin tersine takas yapıldı. İşlemin olduğu gün ve takip eden günler, yatırımcılar umutsuz olmaya ve satış paniği ile piyasadan çekilmeye başladılar. Bu durum keskin bir serbest düşüşe sebep oldu. Geleneksel finans teorisi bu durumun olmamasını öngörmüş ancak bu olağan üstü durum gerçekleşti (Smith ve Harvey, 2011).

Piyasalar ve ekonomistlerin başarısızlıkları ile geleneksel finans teorisinin tam anlamıyla işlemediği gerçeği göz önünde tutulduğunda akıllara şu soru gelmekte: "İnsanlar irrasyonel mi?"

Piyasada ortaya çıkan birçok sapmanın sebebinin altında insan psikolojisi yatmakta ve yatırım kararları psikolojik faktörlerden etkilendiği için davranışsal finans ortaya çıkmış ve önem kazanmıştır.

Davranışsal finans, insan davranışlarının hisse senedi fiyatları ve endeks getirilerinin oluşumunda ne ölçüde etkili olduğu ile ilgilidir. Diğer bir tanımla davranışsal finans, bilgisayarlı piyasa etkinliğinde meydana gelen sapmaları, yatırımcıların rasyonel olmayan davranışları kapsamında açıklamaktadır (Ülkü, 2001, s. 101).

Yatırımcıların sistematik yargı ve zihinsel hatalarını açıklayan bu kavram, yatırımcıların yaptığı bilişsel hataları ve sistematik yanlışlarını ele alıp tartışmaya yöneliktir. Dolayısı ile bu çalışmada bazı davranışsal finans modellerinin bireysel yatırımcıların getiri başarıları üzerinde etkisi test edilecektir.

## 2. LİTERATÜR TARAMASI

Paul Slovic (1972) çalışmasında yatırımcıların birçoğunun yatırım kararları aşamasında göstergeleri iyi olan ve piyasa tarafından iyi bilinen şirketlere ait hisse senetlerine yatırım yapma eğilimine girdiklerini tespit etmiştir. Geçmişte yüksek getirilere neden olmuş hisse senetlerinin gelecekte söz konusu yüksek getirileri sağlamasının garanti olmamasına rağmen yatırımcılar bu hisse senetlerinin gelecekte daha fazla getiri elde etmelerine neden olacağına inanmaktadırlar ve yatırımlarını bu hisse senetlerine yönlendirmektedirler. Benzer bir çalışma olan Diacon (2002) birçok yatırımcının uzun vadede kâr yapabilmelerini sağlayacak sabit getirili ve üç yıldan az bir sürede yükselişe geçen tahvillere yöneldiklerini ifade etmiştir.

Kurz (1997), çalışmasında piyasadaki oynaklığa sadece piyasadaki iniş ve çıkışların etki etmediğini, piyasaya katılım psikolojisinin de etki ettiğini ifade etmiştir.

Camerer ve Lovallo (1999), çalışmalarında kendine aşırı güven ve iyimserlik yargılarının gereğinden fazla yatırım yapılmasına sebep olduğunu açıklarken, Wermers (1999) çalışmasında sürü davranışının büyüme yolunda olan ve küçük ölçekli şirketlere yapılan yatırımların yüksek düzeyde olmasına sebep olduğunu vurgulamıştır. Thaler (1999) zihinsel muhasebe yargısını özetlemiş ve bu yargının seçimler üzerinde etkisi olduğunu ifade ederken bu durumun önemli olduğunu belirtmiştir.

Odean (1999) kendine aşırı güven yargısının varlık piyasalarının gereğinden fazla hacim yaratmasına sebep olduğunu ispatlarken bir yandan da yatırımcıların eğilimlerinin kârlı hisse senetlerinin zamanında elden çıkartılmasına etki ettiğinin ve daha kısa zamanda elden çıkartmalarına sebep

olduğunu ya da elden çıkartılması gereken hisse senetlerinin gereğinden uzun süre elde tutulduğunu ispatlamıştır.

Nofsinger ve Sias (1999) çalışmalarında, kurumsal yatırımcıların bireysel yatırımcılara nazaran daha rasyonel davranış içinde buldukları ve sürü davranışının fiyata etkileme derecesinin kurumsal yatırımcıların bireysel yatırımcılara nazaran daha fazla etkili olduğu bulgusuna ulaşmıştır.

Barber ve Odean (2000) çalışmalarında, 1991 ve 1996 yılları arasında işlem yapan 66,465 kişinin, hesaplarına aracı kurumlar vasıtası ile ulaşılmış ve yatırımcıların yüksek betaya sahip, küçük ölçekli şirketlere ait hisse senetlerine yöneldikleri ve yıllık ortalama getirilerinin ortalama piyasa getirisinin altında olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu durum kendine aşırı güven yargısı ile birlikte fazla sayıda işlem yapıldığını ve bu sebepten dolayı getirilerde düşük performansa sebep olduğunu açıklamaktadır.

Hong, Lim ve Stein (2000), şirketlerin özel bilgilerinin, özellikle negatif bilgilerin, kamuya yavaş yavaş aktarıldığını ifade etmiştir. Bu durumda yatırımlardan elde edilen getirilerde momentuma sebep olmaktadır.

Rabin ve Thaler (2001), riskten kaçınma yargısını ele almış ve bekleyen fayda hipotezinin resmen öldüğünü deklare etmişlerdir. Psikolojik araştırmalar erkeklerin kendine aşırı güven yargısına, kadınlara nazaran daha fazla eğilimde olduğunu göstermektedir. Kendine aşırı güven yargısını içeren söz konusu model test edilirken bu davranış içerisinde bulunan yatırımcıların gereğinden fazla yatırımlar yaptığını ortaya koymuştur.

Barber ve Odean (2001), 1991 ve 1997 yılları arasında 35.000 kişinin yatırım hesapları incelendiğinde, kadın ve erkeklerden oluşan yatırımcı davranışı ve getirileri, erkeklerin kadınlardan %45 daha fazla işlem yaptıkları ve bunun da getirilerinde düşümlere sebep olduklarını; tüm bunların sebeplerinin de erkeklerin kendilerine daha fazla güvenmesinden dolayı meydana geldiği sonucuna ulaşmıştır. Söz konusu araştırmada erkeklerin yıllık getirilerinde %2.65 düşüş görülürken kadınların yıllık getirilerinde %1.72 oranında bir düşüş olduğu saptanmıştır.

Chandra (2008), davranışsal faktörler ve yatırımcı davranışlarının, yatırımcıların davranışları üzerinde etkiye sahip olduğunu ifade etmiş ve yatırımcının tutumunu risk ve davranışsal karar alma üzerinde sorgulamıştır. Sonuç olarak varılan yer ise geleneksel finansın tersine yatırımcıların her zaman rasyonel olmadığını ve bu davranış içerisinde yatırım yapma kararına girebildiklerinin sonucuna varmıştır. Diğer yandan, yatırım kararının bazı davranışsal faktörler tarafından etkilendiğini ortaya koyan araştırma bu faktörlerin: hırs, korku, zihinsel muhasebe ve çapalama gibi davranışsal özellik ve duygulardan oluşmakta olduğunu ve bu davranışsal özelliklerin tamamının karar verme sürecinde riske sebep olduğuna ulaşmıştır.

Chira, Adams ve Thornton (2008), bilişsel ve duygusal ön yargılar üzerinde işletme öğrencilerini konu alan bir çalışma yapmışlardır. Çalışmanın amacı öğrencilerin bilişsel, duygusal ve çerçeveleme etkisi gibi ön yargılardan nasıl etkilendiğini ortaya koymaktır. 2007 yılında Jacksonville Üniversitesinde 68 öğrenciye uygulanan anket fakülte ve yüksek lisans öğrencilerine uygulanmıştır. Söz konusu araştırmanın sonucunda öğrencilerin aşırı güven ve iyimserlik ön yargısına karşı daha az duyarlı oldukları ve buna bağlı olarak karar verirken kontrol yanılması göstermedikleri ortaya çıkmıştır.

Statman, Fisher ve Anginer (2008)'e göre hisse senetleri; ev, araba, saat ve diğer ürünler gibi etki yaratabilirler. Yani, ürünler iyi veya kötü, güzel ya da çirkin olarak değerlendirilebilirler. Etkiler ev, araba, saat fiyatları üzerinde güçlü bir role sahiptirler. Ancak standart finans teorilerine göre bu etki, finansal araçlar üzerinde önemli rol oynamamaktadır. Ancak davranışsal varlık fiyatlama modeline bakıldığında, yüksek riskler negatif etkilerin ayrılmaz bir parçasıdır. Yatırımcılar pozitif etkileri olan ve yatırımcıların yatırım yapmayı düşündükleri hisse senetlerinden elde edecekleri getirileri yukarıya çekecek etkilere sahip hisse senetlerin tercih etmektedirler.

Monti ve Legrenzi (2009), yatırım kararları ve sonradan anlama ön yargısını araştırmışlar ve 25 yüksek lisans ve doktora öğrencisini çalışmalarında denek olarak kullanmışlardır. Söz konusu araştırmada bulgular yatırımcıların yatırım kararlarının ve portföy oluşturmalarında sonradan anlama ön yargısı tarafından etkilendiği sonucuna ulaşılmış ve bu durumun da portföy çeşitlendirme üzerinde de büyük bir etkiye sahip olduğu ve bu durumun da riske neden olduğu sonucuna varılmıştır.

Hoffmann, Shefrin ve Pennings (2010), Hollanda’da işlem yapan 65.323 yatırımcının 2000 ve 2006 yılları arasında araştırmalarına konu almış ve bu yatırımcıların aralarındaki sistematik farklılıkların, söz konusu yatırımcıların yatırımlarının amaç ve stratejileri üzerinde nasıl bir farklılığa ve söz konusu getirilerinin nasıl değiştiğine işaret etmiştir. Elde edilen bulgular ise temel analize güvenen kişilerin, daha fazla risk aldıkları, daha fazla kâr elde ettikleri ve daha fazla kendilerine güvendiklerini ortaya çıkarmıştır. Diğer yandan teknik analize güvenen yatırımcıların ise daha yüksek performans gösterdiklerini ortaya koymuştur.

Hemanth. P.K (2011), yürüttüğü çalışmada, Hindistanlı yatırımcıların büyük bir çoğunluğunun yatırımcıların varlık yatırımına ilişkin inandıkları şeyin çocuk oyuncağı olmadığı ve dolayısıyla uzmanlara güvenmenin en iyi yol olduğu cevabını almıştır.

### 3. VERİ SETİ, YÖNTEM VE BULGULAR

Söz konusu bölümde araştırmada kullanılan veri seti, yöntem ve elde edilen sonuçlara yer verilmiş ve yorumlanmıştır.

#### 3.1. Veri Seti ve Yöntem

Veri toplama tekniği olarak ilk bölümde demografik ve kişisel özellikler içeren 9 adet soru, ikinci bölümde ise üç modelin iddia ettiği toplam altı davranışı içeren 30 soruluk anket kullanılmıştır (Faikoğlu: 2012). İkinci bölümde yer alan her bir davranış için beşer soru sorulmuş ve bu sorulara beşli likert ölçeği uygulanmıştır. Söz konusu anket İstanbul ilinde ikamet eden bireysel hisse senedi yatırımcılarına çeşitli aracı kurumlar aracılığı ile yöneltilmiştir. Toplamda 410 kişiye yöneltilen anket 368 kişi tarafından doğru cevaplanmış ve değerlemeye alınacak bireysel yatırımcı sayısı 368 kişi olarak belirlenmiştir. Ankete eksiksiz cevap veren 368 bireysel yatırımcının Borsa İstanbul’da işlem yapan yatırımcıları temsil edeceğine karar verilmiştir.

Belirlenen üç modele ait altı davranışın karşılığı olan toplamda 30 sorunun güvenilirliği Cronbach’s alfa güvenilirlik ölçütü ile hesaplanmıştır. Hesaplamalar sonucun da Cronbach’s Alfa katsayısı anketin tamamı için 0,956 ( Items=30, N=368, Alpha=0,956) bulunmuştur. Bu durumda Cronbach’s Alfa katsayısı yüksek derecede güvenilirliği ifade etmektedir.

Davranışsal finans modellerine ait literatür araştırması yapıldığında, bireysel yatırımcı tarafından etkisinde kalınan toplam üç önemli modelle karşılaştığı ortaya çıkmıştır. Söz konusu modeller Barberis ve diğ. (1998) tarafından geliştirilen model, Daniel ve diğ. (1998) tarafından geliştirilen model ve Hong ve Stein (1999) tarafından geliştirilmiş modellerdir.

Üç modelin her biri kendi içlerinde iki ayrı değişkeni barındırmaktadır. Söz konusu modellere ilişkin değişkenler aşağıdaki Tablo 1’ de belirtilmiştir.

**Tablo 1:** Davranışsal Finansa Ait Üç Önemli Model

Barberis ve diğ. Modeli	Daniel ve diğ. Modeli	Hong ve Stein’in Modeli
Muhafazakârlık Davranışı	Aşırı Güven Davranışı	Haber Avcılığı Davranışı
Temsililik	Kendine Atfetme	Momentum Davranışı

Araştırmaya ait regresyon analizi, lojistik regresyon modelinin Enter yöntemi ile yapılmıştır. Regresyon modelinde bir bağımlı dört bağımsız değişken kullanılmıştır. Bağımlı değişken

araştırmaya dâhil edilen yatırımcıların getirilerine dayanarak Jensen Performans ölçütü olan Jensenin alfa ölçütü Excel’ de hesaplandıktan sonra ‘‘0= negatif getiri’’, ‘‘1= pozitif getiri’’ olarak getiri başarısı adı altında SPSS ortamında kodlanarak kullanılmıştır. Negatif getiri Jensen alfasının sıfır ve altında olduğunu, pozitif getiri ise Jensen alfasının sıfırdan büyük olduğu anlamına gelmektedir.

Söz konusu Jensen alfa ölçütüne ait formül ve açıklamalar aşağıdadır.

$$\alpha_p = r_p - [ r_f + \beta_p (r_m - r_f) ] \quad (1)$$

Formül (1) incelendiğinde,  $\alpha_p$  Jensen alfa değeri,  $r_p$  ortalama hisse senedi getirisini,  $r_m$  ortalama piyasa getirisini,  $r_f$  risksiz faiz oranını,  $\beta_p$  ise portföyün betasını ifade etmektedir.

Söz konusu Getiri başarısını Jensen alfa ölçütü ile hesaplarken risksiz faiz oranını 2015 yılına ait hazine bonosunun 12 aylık ortalaması alınarak yıllık %9,37, piyasa getirisi %3,76 ve Borsa İstanbul’a ait ilk 100 şirketin betaları hesaplamaya dâhil edilmiş olup veriler Bloomberg Terminal ekranından elde edilmiştir. Portföy betası hesaplanırken yatırımcıların yatırım ağırlıkları ve tercih ettikleri hisse senedi betaları göz önünde tutularak birbirleri ile çarpımları sonucunda elde edilmiştir.

Ankete katılan ilk yatırımcının getiri başarısının Jensen Alfa Ölçütüyle hesaplanması aşağıda ifade edilmiştir.

İlk yatırımcı yıllık olarak anaparasının %20’si oranında getiri elde etmiş, en çok yatırım yaptığı hisse senetleri ağırlıkları ve betaları Tablo 2’ de toplamları ile belirtilmiştir.

**Tablo 2:** Yatırımcının En Çok Yatırım Yaptığı Hisse Senetlerinin Ağırlıkları ve Betalarının Çarpımlarına Ait Toplamlar

Hisse Senedi	Yatırım Ağırlığı	Betalar	Portföy Betası
Garanti Bankası	%40	1,2697	0,5079
Koç Holding	%20	0,9041	0,1808
Şişe Cam	%20	1,0234	0,2046
Aselsan Elektronik	%20	0,8113	0,1627
<b>Toplam Portföy Betası</b>			<b>1,0562</b>

Elde edilen bireysel beta yardımıyla hesaplamaya aşağıdaki gibi devam edilmiş ve Jensen Alfa Ölçütü’ne ulaşılmıştır.

$$\text{Alfa} = r_s - r_f - \beta(r_b - r_f)$$

$$= 0,20 - \%9,37 - 1,0562 ( \%3,76 - \%9,37)$$

$$= \%16.56$$

Uygulanan faktör analizi neticesinde aşırı güven, haber avcılığı ve kendine atfetme gibi davranışsal özellikler analize tek bir değişken olarak alınmıştır.

Söz konusu araştırmanın bağımsız değişkenleri ise aşağıda ifade edilmektedir:

- ✓ Aşırı güven, haber avcılığı ve kendine atfetme
- ✓ Temsililik
- ✓ Momentum
- ✓ Muhafazakârlıktır

#### 4. BULGULAR

Katılımcıların cevapladığı anket neticesinde elde edilen veriler ile lojistik regresyon modeli kurulmadan önce üç farklı davranışsal finans modelinin içerdiği değişkenlere faktör analizi uygulanmış ve her bir değişken için KMO ve Bartlett testi değerlerine bakılmış olup faktör analizi uygulanırken varimax döndürme tekniğinden yararlanılmıştır. Uygulanan güven testleri neticesinde güvenilirliklerinin varlığına ulaşılmış olup elde edilen faktörler gruplandırılmış ve eşitliğin bağımsız değişkenleri olarak kullanılmıştır. Getiri başarısı olarak adlandırılan ve Jensenin alfa ölçütü sonucu ise bağımlı değişken olarak kullanılmıştır.

**Tablo 3:** Eşitliğe Alınan Değişkenler

Bağımlı Değişken: Getiri Başarısı				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı( $\beta$ )	Standart Hata	Wald İst.	P-değeri
Aşırı Güven Haber Avcılığı Kendine Atfetme	1,350	,245	30,251	,000
Temsililik	-,416	,316	1,735	,188
Momentum	,113	,126	,800	,371
Muhafazakârlık	,228	,118	3,714	,054
Sabit	-2,171	,464	21,878	,000

Açıklayıcı değişkenler ve sabit katsayı hakkında beta değerlerini gösteren Tablo 3 incelendiğinde, modele ait beta değerlerine ulaşılmaktadır. Beta değerlerine bakıldığında yatırımcıların getiri başarısını en fazla aşırı güven, haber avcılığı ve kendine atfetme davranışlarını içinde bulunduran davranış biçimi (1,350) etkilemektedir. Ardından temsililik (-0,416), muhafazakârlık (0,228) ve son olarak da momentum davranışı (0,113) etkilemektedir. Elde edilen betalara ait pozitif ve negatif değerler bağımlı değişken ile olan ilişkinin yönüne ait bilgi vermektedir.

Beta değerleri incelendiğinde sadece aşırı güven, haber avcılığı ve kendine atfetme davranışı adı altındaki yatırımcı davranışlarının (0,000) çıkması sonucunda 0,05 anlamlılık düzeyinde anlamlı bulunmuştur. Ancak temsililik davranışı 0,188, momentum 0,371 ve muhafazakârlık davranışının ise 0,54 ( $p>0,05$ ) çıkması sebebiyle istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır.

Temsililik, Momentum ve Muhafazakârlık değişkenlerinin getiri başarısı üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olmaması sebebiyle yeni kurulacak eşitliğe dâhil edilmemiş, sadece Aşırı Güven, Haber Avcılığı ve Kendine Atfetme bağımsız değişkeni dâhil edilmiştir. Bu sebepten dolayı bağımlı değişken olan Hisse Senedi Getirisi ile bağımsız değişken olan Aşırı Güven, Haber Avcılığı ve Kendine Atfetme değişkeni yeniden lojistik regresyon yöntemi ile test edilmiş ve Tablo 4' de yer alan sonuçlara ulaşılmıştır.

**Tablo 4:** Eşitliğe Alınan Değişkenler

Bağımlı Değişken: Getiri Başarısı				
Bağımsız Değişken	Katsayı( $\beta$ )	Standart Hata	Wald İst.	P-değeri
Aşırı Güven, Haber Avcılığı, Kendine Atfetme	1,405	,183	59,159	,000
Sabit	1,135	,154	54,178	,000

Tablo 4 incelendiğinde söz konusu logit modelin tahminine ulaşılmaktadır. Tabloda sabit parametre ile birlikte bağımsız değişkenin tahmin edilen katsayısı, standart hatası, Wald test istatistiği ve p değerine ulaşılmaktadır.

Söz konusu modelin sonucu anlamlılık düzeyi olarak adlandırılan P değeri 0,000'dır. Bu değer %5 anlamlılık seviyesinde, katsayıların sıfıra eşit olduğu hipotezi reddedilmiş ve tahmin edilen logit modelin genel olarak anlamlı olduğu kararına varılmıştır.

Yani;

$H_0 = \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = 0$ : Model genel olarak anlamsızdır.

$H_a \neq \beta_1 \neq \beta_2 \neq \beta_3 \neq \beta_4 \neq 0$ : Model genel olarak anlamlıdır.

Olarak iki farklı varsayım ortaya atılmış ve bu varsayımlar çerçevesinde hipotezler test edilmiş ve tahmin edilen logit modelin genel olarak anlamlı olduğu kanısına varılmıştır.

Söz konusu modele dayanarak;

Muhafazakârlık davranışına ait istatistiksel anlamlılık düzeyi 0,054 ( $p > 0,05$ ) olduğu ve getiri üzerinde anlamlı bir etki yaratmadığına ulaşılmıştır. Bu doğrultuda; "Borsa İstanbul'da işlem yapan bireysel yatırımcıların Muhafazakârlık Davranışı, getiriye etkilemektedir." hipotezi istatistiksel açıdan anlamlı değildir ve kabul edilmemiştir.

Temsililik davranışına ait istatistiksel anlamlılık düzeyi 0,188 ( $p > 0,05$ ) olduğu ve getiri üzerinde anlamlı bir etki yaratmadığına ulaşılmıştır. Bu doğrultuda; "Borsa İstanbul'da işlem yapan bireysel yatırımcıların Temsililik Davranışı, getiriye etkilemektedir." hipotezi istatistiksel açıdan anlamlı değildir ve kabul edilmemiştir.

Aşırı güven, haber avcılığı ve kendine atfetme davranışına ait istatistiksel anlamlılık düzeyi 0,000 ( $p < 0,05$ ) olduğu ve getiri üzerinde anlamlı bir etki yarattığına ulaşılmıştır. Bu doğrultuda; "Borsa İstanbul'da işlem yapan bireysel yatırımcıların Aşırı Güven, Haber Avcılığı ve Kendine Atfetme Davranışı, getiriye etkilemektedir." hipotezi istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuş ve kabul edilmiştir.

Momentum davranışına ait istatistiksel anlamlılık düzeyi 0,371 ( $p > 0,05$ ) olduğu ve getiri üzerinde anlamlı bir etki yaratmadığına ulaşılmıştır. Bu doğrultuda; "Borsa İstanbul'da işlem yapan bireysel yatırımcıların Momentum Davranışı, getiriye etkilemektedir." hipotezi istatistiksel açıdan anlamlı değildir ve kabul edilmemiştir.

## 5. SONUÇ VE ÖNERİLER

Geleneksel finans teorisi, yatırımcıların rasyonel davrandıklarını ve karar alma süreçlerinde tüm bilgileri dikkate aldıklarını iddia etmektedir. Yatırımcıların rasyonel bir davranış içinde olması, beklenen fayda teorisinin öngördüğü şekilde karar vermelerini gerekli kılmaktadır. Ancak zaman geçtikçe gelişen finans teorileri bu perspektifin yetersiz olduğunu ve yatırımcıların rasyonel davranışlar sergilemediklerini savunmaya başlamıştır. İşte tam bu noktada, davranışsal finans ortaya çıkmış ve yatırımcıların yatırım kararları esnasında duygularını kullandıkları ve bu duyguların önemli olduğu kanısına varılmıştır. Davranışsal finans yaklaşımı insanların normal olduğunu kabul etmektedir ve normallik ise insanlara ait bazı bilişsel ve duygusal yanılgıları işaret etmektedir. Yani insanların ruh halleri ve duygularının, insan davranışını etkilediğini öne süren davranışsal finans yaklaşımı, yatırımcıların geleneksel finansın savunduğu gibi doğru tercihler yapacağını kabul etmemektedir. Söz konusu çalışmada davranışsal finansı temel alan üç farklı modele ait davranış türlerinin Borsa İstanbul'da alım ve satım yapan bireysel yatırımcıların getirileri üzerindeki etkinin varlığı test edilmiştir. Elde edilen bulgular ise temsililik, momentum ve muhafazakârlık davranışlarının yatırımcı getirileri üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olmadığı yönündeyken, aşırı güven, haber avcılığı ve kendine atfetme gibi davranışlar gösteren yatırımcıların getirilerinde bir artışın söz konusu olduğuna ulaşılmıştır. Böylesi bir sonuca ulaşılmasının en önemli sebebi

gelişmekte olan ülkelere ait finansal piyasalardaki fiyat dalgalanmaları ve yatırımcıların oluşabilecek fiyatlar hakkında içerden bilgi alabilme durumunun söz konusu olabilmesidir.

Bu sayede anlaşılıyor ki; tek bir çalışmayla davranışsal finansın doğruluğunu öne sürmek doğru olmayabilmektedir. Bu nedenle, benzer çalışmaların, farklı veri kümeleriyle birlikte yürütülmesinin yararlı olacağı ortadadır.

#### KAYNAKÇA

Barbeis, Shliefer & Vishny (1998). "A Model of Investor Sentiment". *Journal of Financial Economics*, 307-343

Barber, B.M. & Odean T. (2000). "Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors," *Journal of Finance* 55:773- 806.

Barber, B.M. & Odean T. (2001). "Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment", *Quarterly Journal of Economics* 116:261-292.

Camerer C.F. & Lovallo D. (1999). "Overconfidence and excess entry: an experimental approach", *American Economic Review* 89(1): 306–318.

Chandra, A. (2008). "Decision making in the stock market: incorporating psychology with finance" National Conference: FFMI 2008 IIT Kharagpur.

Chira, I. & Adams, M. & Thornton, B. (2008). "Behavioral Bias within the Decision Making Process", *Journal of Business and Economics Research*, Vol. 6, No. 8.

Daniel, K.; Hirshleifer D. & Subrahm. A, (1998). "Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions", *The Journal of Finance*, 1998, No:53/6, 1839-1885.

Diacon, S. (2002). "Investment risk: A comparative study of the perceptions of consumers and advisers", *Centre for Risk and Insurance Studies Discussion paper series*, 2002.XI.

Faikoğlu, S. (2012). "İMKB'De İşlem Yapan Bireysel Yatırımcıların Davranışsal Finans Açısından İncelenmesi". *Yayınlanmamış Doktora Tezi Sakarya: Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*.

Hemanth. P.K (2011). "Role of IT education in India's economic development", *Advanced Management*, Vol:12. 168-178.

Hoffmann, A.O.I.; Shefrin, H.M. & Pennings, J.M.E., (2010). "Behavioral Portfolio Analysis of Individual Investors", *SSRN Working Paper No. 1629786*.

Hong, H.; T. Lim; & J. Stein C. (2000). "Bad News Travels Slowly: Size, Analyst Coverage, and the Profitability of Momentum Strategies." *Journal of Finance*, 55 (2000), 265–295.

Kurz, D. (1997). "Physical Assaults by male partners: A major social problem. In M. R. Walsh (Ed.), *Women, men, & gender: Ongoing debates*", (pp. 222-246). New Haven: Yale University Press.

Monti, M., & Legrenzi, P. (2009). "Investment Decision Making and Hindsight Bias"

Nofsinger, J. R. & Sias, R. W. (1999). "Herding and feedback trading by institutional and individual investors", *Journal of Finance* 54(6): 2263 – 2295.

Odean, T. (1999). "Do investors trade too much?", *American Economic Review*, 89, 1279–1298.

Slovic, P. (1972). "Psychological Study of Human Judgment: Implications for Investment Decision-Making", *Journal of Finance*, 27, (4), 779-99.

Rabin, M., & Thaler R. H. (2001). "Anomalies: Risk Aversion." *Journal of Economic Perspectives*, 15 (1): 219-232.

Smith, L. & Harvey, W. (2011). "Test of a Theory: An Empirical Examination of the Changing Nature of Investor Behavior", *Journal of Management Policy and Practice Vol. 12(3)*.



Statman M.; Fisher K. & Anginer D. (2008). “Affect in a behavioral asset-pricing model”, Financial Analysts Journal 64(2): 20-29.

Thaler R. H. (2005). Advances in Behavioral Finance, Volume II. USA. Princeton University Press.

Ülkü, N. (2001). “Finansta Davranış Teorileri ve İMKB’nın Dezenflasyon Programının Başlangıcındaki Fiyat Davranışı”. *İMKB Dergisi, Yıl:5, Sayı:17, Ocak-Şubat-Mart 2001*, 110- 111.