

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

**DAVRANIŞSAL FİNANS PERSPEKTİFİNDEN YATIRIMCILARIN
YATIRIM KARARLARINA ETKİ EDEN FAKTÖRLER**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ
Yavuz Selim OKTAY**

**Enstitü Ana Bilim Dalı: İKTİSAT
Enstitü Bilim Dalı: EKONOMİ**

Tez Danışmanı: Doç. Dr. Kaya BAYRAKTAR

OCAK 2018

T.C.
YALOVA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

DAVRANIŞSAL FİNANS PERSPEKTİFİNDEN YATIRIMCILARIN
YATIRIM KARARLARINA ETKİ EDEN FAKTÖRLER

YÜKSEK LİSANS TEZİ
Yavuz Selim OKTAY (137219005)

Enstitü Ana Bilim Dalı: İKTİSAT
Enstitü Bilim Dalı: EKONOMİ

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

	Adı SOYADI	Kanaati			İmza
Jüri Başkanı <i>(Danışman)</i>	Doç. Dr. Kaya BAYRAKTAR	☐ Kabul	☐ Düzeltme	☐ Ret	
Jüri Üyesi		☐ Kabul	☐ Düzeltme	☐ Ret	
Jüri Üyesi		☐ Kabul	☐ Düzeltme	☐ Ret	

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
YÜKSEK LİSANS / DOKTORA İNTİHAL YAZILIM RAPORU
BEYAN BELGESİ

Tez Başlığı:
.....
.....
.....

Yukarıda başlığı belirtilen tez çalışmamın toplam sayfalık kısmına ilişkin aşağıda belirtilen filtrelemeler uygulanarak alınmış olan ve/...../ tarihinde aşağıda ismi yazılı araştırma görevlisi tarafından şahsıma iletilen intihal tespit programı raporuna göre tezimin benzerlik oranı %.....'tır.

Uygulanan filtrelemeler:

1. Kaynakça hariç,
2. Alıntılar dâhil,
3. 5 kelimedenden daha az örtüşme içeren metin kısımları hariç.

Bu bilgiler doğrultusunda tez çalışmamın herhangi bir intihal içermediğini; aksinin tespiti halinde doğabilecek her türlü hukuki sorumluluğu kabul ettiğimi ve yukarıda vermiş olduğum bilgilerin doğru olduğunu beyan ederim.

Gereğini saygılarımla arz ederim.

Adı SOYADI :
Öğrenci Numarası :
Ana Bilim Dalı :
Programı :
Türü : () Proje () Yüksek Lisans Tezi () Doktora Tezi

Taramayı Yapan Arş. Gör.
(Adı Soyadı, İmzası, Tarih)
Tarih)

Danışman
(Adı Soyadı, İmzası,

ÖNSÖZ

Klasik finans teorilerinin mevcut sistemi açıklama ve anlamlandırma hususundaki yetersizlikleri ve bu ihtiyacın karşılanması amacıyla süregelen “rasyonel insan” tanımını üzerinden yürütülen tartışmalar arasında ortaya atılan Beklenti Teorisi, iktisat biliminin aşırı matematikselleşen ve mekanikleşen diline kuvvetli bir alternatif oluşturarak oyuna bireylerin zihni, psikolojik ve duygusal süreçlerini de dahil etmiş ve sahaya yeni bir soluk getirmiştir. Davranışsal Finans gibi yeni bir dalın da yeşerip filizlenmesine vesile olan bu durum, iktisat biliminin ve onun işleyişindeki temel varsayım ve mekanizmaların yatırımcı davranışları ekseninde gözden geçirilmesi gerekliliğini de ortaya çıkarmıştır. Bu araştırma tezi de Davranışsal Finans bakış açısı esas alınarak kaleme alınmış ve bu alanın perspektifinden yararlanılarak değerlendirmeler yapılmıştır.

Yüksek lisans öğrenciliğim boyunca, zorluk çektiğim her durumda ve çalışmanın hazırlanma sürecinde bilgi ve tecrübelerini benimle paylaşmaktan imtina etmeyen ve sabır gösteren hocalarım Prof. Dr. Mehmet KARAKAŞ’a, Doç. Dr. Mine AKSOY’a ve danışman hocam Doç. Dr. Kaya BAYRAKTAR’a teşekkürü bir borç biliyorum.

Koşulsuz destekleri ile yanımda duran anne ve babam, dostlarım Muhammed Alperen KESİCİ ve Mesut SÜNGER, iyi ki varsınız.

Çalışmanın ortaya çıkmasında yardımlarını esirgemeyen Mustafa SAĞLAM ve Erkan ŞİMŞEK de teşekkürü hak etmekte.

Tezimi, biriciklerin en biriciği, kız kardeşim Emine’ye ithaf ediyorum.

Yavuz Selim OKTAY

.../.../...

İÇİNDEKİLER

BEYAN.....	i
ÖNSÖZ.....	ii
İÇİNDEKİLER.....	iii
TABLolar.....	v
ŞEKİLLER.....	vi
KISALTMALAR LİSTESİ.....	vii
ÖZET.....	viii
SUMMARY.....	ix
GİRİŞ.....	1

BÖLÜM 1: TANIMLAR VE KAVRAMLAR

1.1. Klasik Finans Teori ve Modelleri.....	5
1.1.1. Portföy Teorisi	5
1.1.2. Finansal Varlıkları Fiyatlandırma Modeli.....	6
1.1.3. Arbitraj Fiyatlama Teorisi.....	7
1.1.4. Etkin Piyasalar Hipotezi.....	8
1.1.5. Beklenen Fayda Teorisi.....	10
1.2. Davranışsal Finans.....	11
1.2.1. Davranışsal Finans Nedir?.....	11
1.2.2. Davranışsal Finansın Ortaya Çıkışı ve Gelişimi.....	12
1.2.3. Davranışsal Finansın Karar Birimlerine Sunduğu İmkânlar ve Klasik Finans Teorilerine Yönelik Eleştiriler.....	16
1.2.4. Sınırlı Rasyonallite ve Davranış İktisadına Katkısı.....	20
1.3. Risk, Belirsizlik ve Rasyonallite Kavramları.....	22
1.4. Klasik Finans ve Davranışsal Finans Ayrımı.....	28

BÖLÜM 2: PSİKOLOJİK OLGULAR VE DAVRANIŞSAL EĞİLİMLER

2.1. Psikolojik Olgular ve Tanımlar.....	31
2.1.1. Aşırı Güven Önyargısı.....	31
2.1.2. Aşırı İyimserlik (Optimizm) Önyargısı.....	32
2.1.3. Belirsizlikten Kaçınma ve Aşına Olma Önyargısı.....	32
2.1.4. Pişmanlık Teorisi.....	33
2.1.5. Yatkınlık Etkisi.....	35
2.1.6. Bilişsel Çelişki.....	36
2.1.7. Mental (Zihinsel) Muhasebe ve Batık Maliyetler.....	37
2.1.8. Sürü Davranışı.....	38
2.2. Beklenti Teorisi ve Davranışsal Finans.....	40
2.2.1. Referans Noktası ve Risk Eğilimi.....	42
2.2.2. Mülkiyet Etkisi ve Statüko Yanlılığı.....	44
2.2.3. Çerçeveleme Etkisi.....	45

BÖLÜM 3: DAVRANIŞSAL FİNANS ALANINA AİT LİTERATÜR TARAMASI

3.1. Yayınlanmış Araştırmalarla Davranışsal Finans Tarihi.....	47
3.2. Katona, Leibenstein, Akerlof ve Diğerleri.....	56
3.3. Bölüm Değerlendirmesi.....	60

SONUÇ VE ÖNERİLER.....	63
-------------------------------	-----------

KAYNAKÇA.....	69
----------------------	-----------

ÖZGEÇMİŞ.....	79
----------------------	-----------

KISALTMALAR LİSTESİ

AFM	: Arbitraj Fiyatlama Modeli
AFT	: Arbitraj Fiyatlama Teorisi
akt	: Aktaran
ark	: Arkadaşları
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BFT	: Beklenen Fayda Teorisi
BİST	: Borsa İstanbul
BOC	: Bank of China
DAX	: Alman Birleşik Borsa Endeksi (Deutscher Aktienindex)
EPH	: Etkin Piyasalar Hipotezi
FED	: Federal Para Sistemi (Federal Reserve System)
FVFM	: Finansla Varlıları Fiyatlama Teorisi
IMF	: Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund)
MPT	: Modern Portföy Teorisi
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TL	: Türk Lirası
USD	: Amerikan Doları (United States Dollar)

TABLÖLER

Tablo 1.	Rasyonel Yaklaşım- Davranışsal Yaklaşım Karşılaştırması.....	29
Tablo 2.	12 Aylık Dönemde Beklenen Piyasa ve Portföy Getiri Oranları.....	31
Tablo 3.	Temel Psikolojik Eğilimler.....	40
Tablo 4.	Araştırmalarla Davranışsal Finans Tarihi.....	48
Tablo 5.	1997-2007 Davranışsal Finans Sahasına İlişkin Yayımlanmış Türkçe Makaleler.....	53

ŞEKİLLER

Şekil 1. Değer Fonksiyonu.....	43
--------------------------------	----

Yalova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tez Özeti

Tezin Başlığı: Davranışsal Finans Perspektifinden Yatırımcıların Yatırım Kararlarına Etki Eden Faktörler			
Tezin Yazarı: Yavuz Selim OKTAY	Danışman: Doç. Dr. Kaya BAYRAKTAR		
Kabul Tarihi:	Sayfa Sayısı: ix (ön kısım) + 79 (tez)		
Anabilim Dalı: İktisat	Bilim Dalı: Ekonomi		
Bu araştırmada davranışsal finans perspektifinden hisse senedi yatırımcılarının yatırım kararlarına etki eden faktörlerin incelemesi amaçlanmıştır. Klasik öğretinin ortaya koymuş olduğu “rasyonel insan” varsayımının gerçek hayattaki tartışmalı durumunun karşısına, Simon’un “sınırlı rasyonel” mefhumu koyularak, yatırımcı kararlarının ne türlü unsurlardan etkilendiği, davranışsal finans perspektifi ile açıklanmaya çalışılmıştır. Araştırma, tarama türünden betimsel bir çalışmadır. Üç bölümden oluşan araştırma metninin birinci bölümünde konuya ilişkin tanım ve kavramlara, ikinci bölümünde psikolojik olgular ve davranışsal eğilimlere, üçüncü ve son bölümde ise davranışsal finans teorilerine ait literatür taramasına yer verilmiştir. 1776 yılında Adam Smith, Milletlerin Zenginliği adlı eserini yayınladığı ve iktisat ilminin bir anlamda hüviyet kazanmaya başladığı o tarihlerden bu yana, insan ve onun bu ilim açısından tanımlanış biçimi, dönem dönem sorgulansa da bu sorgulamaların davranışsal iktisadın ortaya çıkışı ve onun “rasyonel insan” kavramına getirdiği bakış açısı ile kuvvetli bir ivme kazandığı aşikârdır. Bu bağlamda Simon, Katona, Leibenstein, Kahneman, Camerer vb. gibi bilim insanlarının katkıları ile ekonomi ile psikoloji bilimi arasında bir bağ kurulduğu söylenebilir. Kahneman ve Tversky’nin Beklenti Teorisi, Etkin Piyasalar Hipotezi ve Beklenen Fayda Teorilerine göre bireylerin yatırım kararlarını ya da ekonomik karar alma süreçlerini, yapmış oldukları ampirik testler ve bu testler aracılığıyla ortaya konan bulgular açısından daha gerçekçi ve kapsayıcı şekilde ortaya koymuştur. Araştırmanın sonuçları itibarıyla, “sınırlı rasyonel” kavramı ile “sınırsız rasyonel” varsayımına nazaran daha fazla örtüştüğü gözlenen bireylerin ekonomiye muhataplık teşkil edecek birtakım kararlar alırken, kendi psikolojik ve zihinsel değerlendirme mekanizmalarından etkilenerek birtakım tercihlerde bulundukları söylenebilir. Bununla birlikte tüketicilerin, yatırım yaparken ya da yatırım öncesi birtakım değerlendirmelerde bulunurken kendi psikolojik önyargılarını ve ne türlü zihinsel süreçlerden geçebileceklerini tahlil edebilmeleri önem arz etmektedir. Kendi zihinsel önyargı tuzaklarını fark ederek hareket eden yatırımcının hem kararları öncesi sağlıklı bir muhakeme fırsatı bulacağı hem de bu sağlıklı değerlendirme sonucu aldığı kararların başarı yüzdelerinin de artacağı bir gerçektir.			
Anahtar Kelimeler: Davranışsal İktisat, Davranışsal Finans, Rasyonel İnsan, Sınırlı Rasyonellik, Beklenti Teorisi			

Yalova University Institute of Social Sciences Master Thesis Summary

Thesis Title: Factors Affecting Investors’ Investment Decisions from Behavioral Finance Perspective		
Thesis Author: Yavuz Selim OKTAY	Advisor: Assist. BAYRAKTAR	Prof.Kaya
Date of Acceptance:	Total Number of Pages: ix (pre-text) + 79 (main body)	
Department: Economics	Subfield: Economics	
In this research, it is aimed to examine the factors affecting investment decisions of stock investors from behavioral finance perspective. By comparing Simon's "bounded rational" notion with the controversial state of the "rational man" hypothesis that classical teachings reveal, the factors influencing investor decisions have been tried to be explained by the behavioral finance perspective. Research is a descriptive study from the type of screening. In the first part of the three-part research, the literature and the concepts related to the subjects are examined. In the second part, the psychological phenomenon and behavioral tendencies are investigated. In the third and the last part, literature on behavioral finance theories are included. Since the days when Adam Smith published the book The Wealth of Nations in 1776, and since the beginning of his earning of a certain sense of economic identity, although man and his definition of this knowledge in terms of this science had questioned periodically, it is evident that these inquiries have gained a strong momentum with the emergence of behavioral economics and the point of view it brings to the concept of 'homo economicus'. In this context, with the contributions of scientists which are Simon, Katona, Leibenstein, Kahneman, Camerer et, it can be said that a connection between economics and psychology is established. Kahneman and Tversky's Prospect Theory has revealed that individuals' investment decisions or economic decision-making processes in terms of empirical tests they have done and findings from these tests, more realistic and inclusive than The Efficient Market Hypothesis and The Expected Utility Theory. As a result of the research, it can be said that the individuals are influenced by their own psychological and mental evaluation mechanisms while making decisions that will constitute an economic response. However, it is also important for consumers to understand their psychological prejudices and what kind of mental processes they can make when investing or investing in several pre-investment evaluations. It can be said that investors who are aware of the traps of their own mental prejudices will find a chance of good judgment before their decisions, and the rate of the success of the decisions they have made will be increased as a result of that judgement.		
Keywords: Behavioral Economics, Behavioral Finance, Homo Economicus, Bounded Rationality, Prospect Theory		

GİRİŞ

İktisat temelde, eğer sınırsız insan isteklerinin evrende k t olan kaynaklarla nasıl karşılanacağı noktasından hareketle tanımlanmış bir sosyal bilim ise bu bilimin tabiatı ile baş aktörü insandır. İstekler sınırsız, kaynaklar ise sınırlı iken ve bireylerin çeşitli alternatifler arasından kendisine en yüksek faydayı sağlayacağına inandığı seçeneği işaretlemesi gerektiği ile ilgili mekaniklik ve bu bağlamda yapılan birey tercihlerinin “rasyonel insan” tanımıyla ne denli paralellik arz ettiğinin sorgulanmaya muhtaç oluşu, bu çalışmanın nirengi noktasıdır.

Kahneman ve Tversky’nin 1979 yılında Beklenti (prospect) Teorisini geliştirmeleri ve bu teori bağlamında düşüncelerini ortaya koymalarından bu yana, iktisat bilimi ve onun üstüne inşa edildiği varsayımlar kuvvetle tartışılır hale gelmiş ve bu ilmin temel taşları bir ölçüde yerinden oynamıştır.

Davranışsal Finans olarak da bilinen ve Kahneman- Tversky ikilisinin öncülüğünde zirve yapan bu yeni kavram, aslında Neo- Klasik iktisadın matematikselleşen dili ve sonrasında Keynesyen iktisadın ve diğer birçok iktisadi ekolün de aynı yöntemle oyuna dahil olarak, ilmin asıl muhatabı olan insanı ve onun psikolojik arka planını büyük ölçüde dışlayan tavırlarına bir tepki olarak doğmuştur.

Davranışsal İktisat Teorisyenleri, insanların karar mekanizmalarının duygusal ve zihinsel süreçlerinden bağımsız olmadıklarını ileri sürerlerken, bireylerin bu zamana değin iktisat açısından tanımlanmış biçimleri olarak faydacı, çıkarıcı ve rasyonel kimliklerinden ziyade, onların karar alırlarken psikolojik ve bilişsel (cognitive) durumlarından da etkilenebileceklerine dikkat çekerek, egemen iktisadi görüşün sorgulanmasına yol açmıştır.

Çalışmanın Konusu

Çalışmanın Konusu: Davranışsal Finans Perspektifinden Yatırımcıların Yatırım Kararlarına Etki Eden Faktörlerdir.

Fırsat Maliyeti, bir şeyi elde etmek veya üretmek için vazgeçtiğimiz en iyi alternatif olarak tanımlanabilir. Bu bağlamda iktisat bilimi açısından çokça belirtildiği üzere, kaynakların sınırlı ve insanların isteklerinin de sınırsız oluşu bireylere bir tercih zorunluluğu getirmektedir. Bireylerin yapmış oldukları tercihler sonucunda vazgeçilen seçenek açısından kendilerine bir maliyeti olmakta ve bu maliyeti bireyler kendi çıkarları doğrultusunda minimize etmeye çabalamaktadırlar. İktisat ilmine göre çıkarıcı ve her zaman rasyonel davranması gereken birey, alternatifler arasından kendi faydasını maksimize edecek ya da fırsat maliyetini minimize edecek tercihi yapar.

Çalışmanın konusu itibarıyla yukarıda iktisat açısından tanımlanan ve her daim rasyonel davranmak durumunda olan bireyin, tercihleri noktasında robotik bir rasyonellikle değil de psikolojik ve duygusal faktörlerin de etkisiyle farklı tercihlerin ya da rasyonellik tanımının sorgulanmasına vesile olacak şekilde farklı davranışları sergilemesinin mümkün olduğu gerçeğini tartışacağız.

Çalışmanın Amacı

Bu araştırmanın temel amacı, yatırımcılarının ve genel olarak tüketicinin ekonomiye muhataplık teşkil edecek tercihlerinin hangi faktörlerden etkilendiğini davranışsal finans perspektifinden ortaya koymaktır. Bu temel amaçtan hareketle, bu çalışmada, klasik öğretinin ortaya koymuş olduğu “*rasyonel insan*” varsayımının gerçek hayattaki tartışmalı durumunun karşısına, Simon’un “*sınırlı rasyonel*” mefhumu koyularak, yatırımcı kararlarının ne türlü unsurlardan etkilendiği, davranışsal finans bakış açısıyla değerlendirmeye çalışılacaktır. Aşağıda belirtilen başlıklar ile ilgili bilgilendirmeler ışığında yukarıda belirtilen temel amacın mahiyeti araştırılacaktır.

- Klasik Finans Teori ve Modelleri nelerdir?
- Davranışsal Finans Nedir?
- Davranışsal İktisat Özelinde Davranışsal Finansın Gelişimi Nasıl Olmuştur?
- Davranışsal Finansın Karar Birimlerine Sunduğu İmkânlar Nelerdir?
- Klasik Finans Teorilerine Yöneltilen Eleştiriler
- Sınırlı Rasyonalite ve Davranış İktisadına Katkısı
- Klasik Finans ve Davranışsal Finans Ayrımı
- Risk, Belirsizlik ve Rasyonalite Mefhumları
- Psikolojik Olgular ve Davranışsal Eğilimler
- Beklenti Teorisi

Çalışmanın Hipotezi

Çalışma “İktisadın tedricen matematikselleşen dilinin ve üzerine inşa edildiği bazı temel varsayımların, bireyi ve onun tercihleri bakımından muhatap olduğu ekonomik olayları açıklamada yetersiz kaldığı”, genel hipotezinden yola çıkılarak davranışsal finans perspektifinden yazılmıştır.

Çalışmanın Önemi ve Gerekçesi

Klasik ekolün ve sonrasında bu ekol bağlamında ortaya çıkan diğer iktisat okullarının, üstüne inşa edildiği bazı temel varsayımlar ve bu çerçevede bireyin (tüketici) iktisat bilimi açısından tarifleniş biçimindeki eksiklikler, davranışsal finansın doğuşuna dayanak ve zemin oluşturmuştur denilebilir.

Davranış Ekonomisi olarak da bilinen bu yeni dal, zihindeki ekonomik karar alma mekanizmalarının etkilendikleri faktörler açısından psikolojik ve duygusal birtakım değişkenleri ve bu değişkenlerle ilintili olarak ortaya çıkan önyargıları da hesaba katarak, kararları açısından bireyi, bir motorun çalışan ve duygularından arî şekilde görevini yapan parçası konumundan alıp, onu sosyal bir bilim olan iktisat içinde hak ettiği gerçekçi yerine taşımıştır.

Davranışsal Finansın ekonomiye ve yatırımcı (tüketici) kararlarına olan bu gerçekçi ve önemli yaklaşımı, hayatı boyunca birtakım iktisadi kararlar vermek durumunda olan tüketicinin, hem kendini ekonomik kararları açısından tanımasına (sınırlı rasyonel) hem de bu tercihler öncesinde daha gerçekçi ve ussal birtakım değerlendirmeler yapmasına olanak sağlamaktadır.

Çalışmanın Yöntem ve Teknikleri

Davranışsal Finans Perspektifinden Hisse Senedi Yatırımcılarının Yatırım Kararlarına Etki Eden Faktörlerin incelenip araştırılması ve bu bağlamda davranışsal finans alanından yardım alınarak bir sonuca ulaşılması çabası içeren bu çalışma, genel tarama türünde betimsel bir analizdir.

BÖLÜM 1: TANIMLAR VE KAVRAMLAR

1.1. Klasik Finans Teorileri ve Modelleri

20. yüzyılın ikinci yarısına gelindiğinde iktisattan ayrı bir disiplin olarak gelişiminde önemli bir mesafe kaydeden modern finans teorisi, yapıtaşlarını normatif nitelikler taşıyan neoklasik iktisadın temel varsayımlarından etkilenecek oluşturmuştur. Harry Markowitz'in (1952), "Portfolio Selection" çalışmasıyla temelleri atılan geleneksel finans teorisi, William Sharp'ın (1964) geliştirdiği "Finansal Varlıkları Fiyatlandırma Modeli (CAPM)" ve Paul A. Samuelson ve Eugene F. Fama tarafından 1960'larda geliştirilen "Etkin Piyasalar Hipotezi" ile büyük bir ivme kazanmıştır (Sefil ve Çilingiroğlu, 2011: 248). Bu bağlamda aşağıda klasik finans teori ve modellerinin mahiyeti itibarıyla bilgileri yer almaktadır.

1.1.1. Portföy Teorisi

"Modern Portföy Teorisi (MPT)", Harry Markowitz tarafından 1952 yılında "*Journal of Finance*" dergisinde "Portföy Seçimi" isimli makale ile ortaya konmuş ve bu makalenin ortaya konmasından otuz sekiz yıl sonra Markowitz, William Sharpe ve Merton Miller ile birlikte iktisat alanında Nobel ödülüne layık görülmüşlerdir. Modern Portföy Teorisi, geçen zaman içinde ortaya konan "varlık fiyatlama modelleri" açısından da bir dayanak noktası teşkil etmiştir (Ceylan, 2015).

Geleneksel portföy idare ve yönetiminde, portföyde bulunan menkul kıymetlerin getirileri arasındaki bağlantılar göz ardı edilerek yalnızca portföydeki menkul kıymetlerin miktarının artırılması ve bu vesile ile risk faktörünün düşürülebileceği iddia edilmektedir. Bu yaklaşım, Markowitz'in portföy yönetimi açısından ortaya koymuş olduğu bu yeni teoriyle beraber geçerliliğini yitirmiştir. Çünkü, yalnızca portföy çeşitlendirilmesine gidilerek ya da portföyde bulunan menkul kıymetlerin sayısının artırılıp azaltılması yoluna başvurularak riskin düşürülemeyeceği, portföyde yer alan menkul kıymetler arası bağlantının doğrultusu ve derecesinin de riskin düşürülmesi noktasında önem arz ettiği, Markowitz Ortalama-Varyans Modeli ile ispat edilmiştir. Modern Portföy Teorisi, yatırımcının muhatabı olduğu kıymetler arası değişimi, risk karşılığı beklenen kazanç olarak ortaya koymaktadır. Markowitz'in Ortalama-Varyans Modeli ile "Bütün yumurtalarını aynı sepete koyma!" atasözü matematiksel bir altyapıya kavuşmuştur (Akt. Demirtaş ve Güngör, 2004: 104-105).

Teori, yatırımcıların menkul kıymetlerin gelecekteki performanslarıyla ilgili risk-getiri hesaplamalarından yola çıkarak, optimum portföy seçiminde nasıl bir tavır takınmaları gerektiği ile ilgili açıklamalarda bulunmaktadır. Buradaki temel sorun, yatırımcıların portföy getirisinin varyansı ile ölçülen portföy riski ve beklenen portföy getirisi çerçevesinde, alternatif portföyler arasından bir tercihte bulunurken, yatırımdan beklenen faydanın maksimum olacağı portföylerin doğru seçimine ilişkindir.

Markowitz ise, hem veri risk düzeyinde maksimum beklenen getiriyi, hem de veri beklenen getiri düzeyinde, minimum riski sağlayan çeşitli portföy setleri oluşturmaktadır.

Yatırımcı, portföy setlerini bir araya getirirken, yapacağı çeşitlendirme ile beklenen getirisini en yüksek seviyeye çıkarabilecektir (Başoğlu vd.,2007: 164-165).

1.1.2. Finansal Varlıkları Fiyatlama Teorisi (FVFM)

Sharpe (1964) ve Lintner (1965) tarafından Markowitz'in Modern Portföy Teorisi baz alınarak ortaya konan bu modellerin, modern portföy teorisinden ayrılan noktası, bu modellerin risk içermeyen finansal varlıklara da yatırım yapabilmeyi mümkün kılmasıdır. "Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli" (FVFM) ile etkin ya da etkin olmayan varlıkların fiyatlandırılması, bu varlıklar adına optimum risk değerinin saptanması ve risk-getiri oranı arasındaki bağıntının tespit edilmesi olanaklı hale gelmiştir (Sümer ve Hepsağ, 2007: 5).

Geleneksel Finans Teorisi'nde varlıkları fiyatlama hususunda faydalanılan iki temel modelden biri olan Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (FVFM), William Sharpe (1964), John Lintner (1965), Jan Mossin (1966) ve Black (1972) gibi isimlerin birbirinden bağımsız bir biçimde ortaya koyduğu çalışmalar neticesinde somutlaşmış bir denge modelidir (Leroy ve Werner, 2001: 202). Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli, herhangi bir menkul değer risk derecesi ile beklenen getirisi (beta katsayısı) arasındaki ilişkiyi dikkate alarak denge değerini tespit etmeye çalışır (Gökbel, 2003: 22).

Varlık fiyatlaması hususunda temel teşkil eden FVFM, piyasada işlem gören varlıkların risk ve kazanç oranlarına dair karşılaştırma olanağı sunması ve hâlihazırda piyasada işlem görmemiş varlıkların beklenen kazanç hesaplamaları ile ilgili de etkin olarak kullanılabilmesi açısından önem arz etmektedir (Wang ve Xia, 2002: 145).

Özetle denilebilir ki FVFM, denge durumunda, menkul kıymetin fiyatının toplam riske olan katkısına göre belirleneceğini söylemektedir.

Varlık fiyatlama modelleri, risk faktörünü iki gruba ayırmışlardır. Bu ayrımlardan ilki; yatırımcının ne yaparsa yapsın risk faktörünü bertaraf edemeyeceği durumdur. Bu risk etmeni çeşitlendirilemeyen risk yahut sistematik risk etmeni olarak isimlendirilir. Bir diğer ayrım ise; portföy çeşitlendirme yöntemi ile düşürülebilecek olan risktir ve bu da sistematik olmayan risk veya çeşitlendirilebilir risk etmeni olarak isimlendirilir (Focardi ve Fabozzi, 2004). Modelin yalnızca çeşitlendirilemeyen riski dikkate alarak hareket etmesi, sistematik olmayan riskin uygun bir portföy çeşitlendirmesi oluşturularak bertaraf edileceği yahut sıfırlanabileceği varsayımından ileri gelmektedir (İvgen, 2003: 75).

FVFM'nin sermaye piyasalarının işleyişi ve yatırımcı davranışlarına ilişkin birçok varsayımı bulunmaktadır. Bunlardan bazıları aşağıdaki gibidir (Baştürk, 2004: 78-79);

- Piyasada çok sayıda alıcı ve satıcı vardır ve bunlardan hiçbirinin işlemleri piyasadaki fiyatları etkileyecek güçte değildir,
- Tüm yatırımcılar fayda fonksiyonlarını maksimum yapmak arzusundadırlar ve riskten kaçınırlar. Aynı beklenen getiriye sahip iki yatırım seçeneği varsa, yatırımcılar getirisinin varyansı düşük olan yatırım seçeneğini tercih edeceklerdir,
- İşlem maliyetleri ve vergiler yoktur,

- Yatırımcıların tümü alternatif yatırımlarla ilgili tam bilgi sahibidir ve bu bilgilere ulaşım maliyetsizdir,
- Tüm yatırımcılar adına, yatırım dönemleri aynıdır ve menkul kıymetler aynı dönem boyunca elde bulundurulur,
- Piyasada risksiz menkul kıymetler de bulunmaktadır. Riski olmayan menkul kıymetler üzerinden sınırsız bir biçimde borç alma veya verme imkânı bulunmaktadır. Tüm yatırımcılar risksiz faiz oranından borç alıp verebilmekte ve bireysel yahut kurumsal olsun yatırımcı için bu oran sabittir,
- Yatırım yapılacak varlıklar sonsuz olarak bölünebilmektedir. Yani, her yatırımcının herhangi bir sınırlama olmadan ve küçük miktarlarda yatırım yapabilme imkânı bulunmaktadır.

1.1.3. Arbitraj Fiyatlama Modeli (AFM)

AFM modelinin kapsamına geçmeden önce *arbitraj* kavramını tanımlamakta fayda var. Bilindiği üzere arbitraj; döviz, menkul kıymet ve ödünç verilebilir fon gibi finansal varlıkların fiyatının düşük olduğu piyasalardan alınıp, eşanlı olarak fiyatının yüksek olduğu piyasalarda satılması suretiyle kazanç elde edilmesi yöntemidir. Arbitraj işleminin iki ayrı piyasada ve buna bağlı olarak iki ayrı para birimi ile yapılmasının aynı zamanda döviz işlemlerini de sürecin içinde barındırmasından kaynaklı, bu işleme faiz-kur arbitrajı ismi de verilmektedir. Arbitraj işleminin manipülasyon ve spekülasyon gibi yatırım stratejilerinden ayrıldığı nokta, işlemin bir risk yüklenilmeden icra edilebilmesine olanak vermesidir (Taçali, 2008: 25). Arbitraj tanımı hakkında yapılan üstteki bilgilendirmelerden sonra teoremin mahiyetine geçilebilir.

1970'lerde Ross tarafından geliştirilmeye başlanan ve yine ilk defa 1976'da Stephen A. Ross tarafından formüle edilip ortaya konan Arbitraj Fiyatlama Teorisi (AFT), mevcut modeller arasında en çok tartışmaya sebebiyet veren modeldir. Ross'un formülasyonu FVFM'ne nazaran daha az sınırlayıcıyı özelliği bünyesinde barındırmaktadır. Hem tek dönemli (single-period) hem de birden fazla dönemli (multi-period) örneklerle uygulanabilmeye imkân sağlamaktadır (Yörük, 2000: 87-88).

Portföy yöneticileri ve yatırımcıların kullanımındaki araçlar arasında AFT olarak isimlendirilen bu model, ekonomik temel üzerine inşa edilmiş bir modeldir. AFT modeli, ödenmeme riski, faiz oranı riski, piyasa riski, satın alma gücü riski, yönetim riski ve belirli bir kıymeti değerlendirmeye ilişkin diğer risk etmenlerinin ağırlıklı ortalamasından faydalanan bir risk-getiri ilişkisidir. Arbitraj Fiyatlama Teorisi, ilintili risk etmenlerinin, bir varlığın şu anki değerini hesaplamada, uygun olan getiri oranının nasıl belirleneceği hususunda yol gösterici bir modeldir (Francis, 1993: 63).

Arbitraj Fiyatlama Teorisi temel olarak, finansal varlıkların uzun dönemli ortalama getirilerine etki eden dikkate değer sistematik etmenlerin hesaba katılmasını ve hesaba katılan bu faktörlerin tetkik edilmesini dikkate almaktadır. AFT, tek tek hisse senetleri ve tahvillerin günlük fiyat değişikliklerine etki eden sayısız etmenleri göz ardı etmemekte, ancak büyük portföylerdeki varlıkların toplamına etki eden unsurlara daha fazla önem vermektedir. Bu faktörleri tanımlayıp anlamlandırarak, portföy getirileri üzerine sezgisel

birtakım çıkarımlar yapılabilir. Burada ulaşılmak istenen nihai hedef, portföy yapılandırma ve değerlendirme unsurlarına dair daha anlaşılır bilgi düzeyleri elde etmek ve bu yolla tüm portföy tasarım ve performansını iyileştirmektir (Roll ve ark. ,1984: 11-26).

Ekonomik modeller, bazı basit varsayımlardan hareket ile ortaya çıkan özet modellerdir ve bunların pratikteki durumu, bu modellerin göstergesidir. AFT modelinin varsayımları da tabiatı ile basitleştirilmiştir. Arbitraj Fiyatlama Teorisi'nin üç temel varsayımı bulunmaktadır (Ross, 1976:342). Bunlar:

- Sermaye piyasalarında tam rekabet koşulları geçerlidir,
- Yatırımcı her zaman belirlilik koşulları altında daha fazla getiriye, daha az getiriye tercih etmektedir,
- Finansal varlıkların beklenen getirilerinin ne şekilde tahakkuk ettiğini ortaya koyan süreç, (k) faktör modeli ile gösterilebilir.

Arbitraj Fiyatlama Modeli'nin Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli'nden ayrıldığı kısım FVFM, finansal varlık getirisini bütünüyle pazar portföyünün getirisi ile alakalandırırken, AFM'nin tahminlerinin pazar portföyü ile ilintili olma zorunluluğu yoktur. AFM finansal varlık fiyatlarına etki eden etmenlerin varlıkları dışında bu etmenlere ilişkin hiçbir varsayımda bulunmamaktadır. Teori doğrusal bir model üzerine oturtulmakla birlikte, bir yatırımın getirisinin birden fazla unsura bağlı olabileceğini varsaymaktadır. FVFM de bir doğrusal model olmasına karşın, bir varlığın getirisini, pazar portföyü üzerinden açıklamaya çalışmaktadır. FVFM'den daha genel bir model olan ve daha az varsayımı bulunan Arbitraj Fiyatlama Modeli, pazarın dengede olması ve yatırımcıların tercihleri hususları ile ilgili olarak bir sınırlama bulundurmamakta ve arbitraj davranışlarının, yatırımcıların risksiz kazanç elde etmeleri gibi, pazarları dengeye doğru sevkettiklerini öne koymaktadır (Karan, 2001: 247).

1.1.4. Etkin Piyasalar Hipotezi (EPH)

Bir mali piyasada fiyatlar mevcut bilgileri tam anlamıyla yansıtıyorsa bu piyasanın etkin (efficient) bir piyasa olduğu söylenebilir. Etkin bir piyasada işlemcilerin ekonomik kâr (normal üstü, risk karşılığı olmayan kâr) sağlama olanağı ortadan kalkmaktadır. Etkin piyasada bilgi israfı olmaz; diğer bir söyleyişle, piyasada sistematik biçimde kâr sağlanmasını mümkün kılacak hiçbir bilgi görmezden gelinemez (Seyidoğlu, 2003: 389).

İlk olarak 1970'de Eugene Fama tarafından geliştirilen bu teoride, gelişmiş bir sermaye piyasasında menkul değer fiyatlarının, bu varlıklarla ilişkin her çeşit bilgiyi yansıttığı varsayılır. Rekabet koşullarının etkin olduğu piyasalarda bir mal veya hizmetin fiyatı, o mal veya hizmetin arz ve talebinin eşitlenmesi ile oluşmaktadır. Bu fiyat aynı zamanda, herkesin erişebildiği bilgilere dayanan ve tarafların üstünde mutabakata vardıkları bir fiyat olacaktır (Karan, 2001: 267). Örneğin, hisse senedi yatırımı yapmayı düşünen bir fon sahibi, hisse senetlerini çıkartan işletmelerin yönetim, üretim ve pazarlama nitelikleri, bunların bağlı oldukları endüstrilerin rekabet gücü, ülkenin içinde bulunduğu ekonomik durum vs. hakkındaki bilgileri müşahade eder. Sonra da bu bilgileri gerçekçi bir biçimde kullanarak yatırımını yapar. Ancak öteki yatırımcıların da aynı sebeplerle ve aynı bilgileri

mercek altına aldıkları göz önünde bulundurulduğunda, her mali varlığın piyasadaki cari fiyatı, tüm yatırımcıların o varlığın gerçek değerine ilişkin olarak elde edebildikleri tüm bilgileri yansıtacağı sonucuna varılır (Seyidoğlu, 2003: 389).

Fama'nın Etkin Piyasalar Hipotezine ilişkin varsayımları aşağıdaki gibidir (Cootner, 1962: 25):

- Piyasada çok sayıda alıcı ve satıcı bulunmaktadır. Tam rekabet koşulları altında çalışan bir piyasada, hiçbir alıcı ve satıcı piyasaya etki edecek güce ve paya sahip değildir,
- Her türlü bilgi, herhangi bir engel ile karşılaşmaksızın ve bir maliyet de içermeyen tüm yatırımcılara eşanlı ulaşabilmektedir,
- Elde edilen bilgiler, tüm yatırımcılar tarafından aynı şekilde kritik edilmektedir,
- Piyasalarla ilgili regülasyonlar, piyasaların istikrarını sağlayacak şekilde geliştirilmiştir,
- İşlem maliyeti ve komisyon maliyeti olmamalıdır. Bu tür maliyetler piyasanın etkin işleyişini sekteye uğratacaktır.

Etkin piyasalar, fiyatların var olan bilgiyi tam anlamıyla yansıttığı piyasalardır. Söz konusu piyasalar zayıf form, yarı-güçlü form ve güçlü form olarak üçe ayrılmaktadır (Fama, 1970: 388).

Zayıf form piyasa etkinliği, hâlihazırdaki pazar fiyatlarının geçmiş fiyat dalgalanmalarındaki tüm bilgileri yansıttığını söylemektedir. Bir diğer deyişle, geçmişteki fiyat hareketlerinden kaynaklı bilgilerden faydalanılarak, normalin üzerinde kazançlar elde edilemiyorsa bu piyasanın zayıf formda etkin bir piyasa olduğu söylenebilir (Brown ve Easton, 1988: 62). Buradaki fiyat değişimleri birbirinden bağımsız hareket etmekte ve yalnızca yeni bilgiler fiyat değişimlerine yol açmaktadır. Bu bilgilerin ortaya çıkması rassal, yani tesadüfi olacağından fiyatlar da rassal olarak değişiklik gösterecektir. Sonuç itibarıyla, diğer etkin piyasalarda olduğu gibi, uzman analistlerle sıradan, yani bu bilgileri uzmanların tetkik ettiği şekilde değerlendirebilmekten uzak olan yatırımcıların seçtiği hisse senetlerinden elde edilen getiriler arasında herhangi bir fark oluşmayacaktır (Fama, 1970: 383-417).

Yarı güçlü formda piyasa etkinliği durumunda ise kamuya açıklanan; yıllık kâr, kâr payı dağıtımı ve yeni hisse senedi ihracı gibi taze bilgilerin menkul kıymet fiyatlarına etki etmesi durumu söz konusu olmaktadır. Bu tip etkinliğin test ve tetkik edilmesinde ise, mevcut bilgilerin açıklanmasından sonraki süreçte, bu bilgilerin fiyatlara yansıyor yansımıyor veya ne kadar gecikme yaşanarak yansıdığı araştırılmaktadır. Güçlü formda ise menkul kıymetin değerini etkilesin veya etkilemesin kamuya açıklanan her türlü bilginin fiyatlara yansıyor yansımıyor ve belirli yatırımcı ya da yatırımcı gruplarının içeriden bilgi sağlayıp, bilgi monopolü yoluyla piyasanın üzerinde bir kazanç elde edilip edilmediği hususu ile ilgili araştırma yapılır (Tufan, 2008: 31).

1.1.5. Beklenen Fayda Teorisi (BFT)

Kararlarını belirsizlik ve risk ortamında almak zorunluluğu içinde olan yatırımcılar, tüm alternatiflerin kendilerine sağlayacağı beklenen faydayı karşılaştırmalı bir biçimde tetkik ederek bir karara varırlar. Beklenen Fayda Teorisi'nin temelini oluşturan bu düşünce ilk olarak 1738'de Jakob Bernoulli tarafından ortaya atılmış ve ardından John von Neumann ve Oskar Morgenstern tarafından 1944 yılında "*Theory of Games and Economic Behaviour*" adlı çalışmada vücut bulmuştur (Mongin, 1997: 342).

Beklenen Fayda Teorisi, ölçülebilir bir fayda fonksiyonu üstüne temellenerek belirsizlik halinde insan davranışlarını açıklamaya çalışır. Belirli temel varsayımlar baz alınarak geliştirilmiş olan BFT, sayısallaştırılabilir bir fayda fonksiyonundan yola çıkmaktadır. Daha büyük bir beklenen fayda daha yüksek bir tercih düzeyi ile ilişkilendirilebilir. $U(x)$ kişinin risk tercihini simgeleyen bir fonksiyon olarak, $a > 0$ olmak üzere;

$$U^*(x) = a U(x) + b \text{ ise,}$$

$U^*(x)$ kişinin risk tercihini temsil eden bir diğer fonksiyondur (Abaan, 2002: 125-126).

BFT aşağıdaki varsayımlara dayanır (Bailey, 2005: 90-98):

- İnsanlar belirsizlik durumunda karar verirken hiçbir seçeneğe yanlı tavır göstermezler. Daha açık bir ifadeyle, belirsiz olan durumun gerçekleşme ihtimalini yansıyan bir şekilde Bayes Teoremine dayanarak tespit ederler.
- Eğer A seçeneğinin faydası B seçeneğinden fazla ise, A mutlak surette B'ye tercih edilecektir.
- Eğer A seçeneği B seçeneğinden, B de C seçeneğinden daha çok fayda sağlıyorsa, A her durumda C'ye tercih edilecektir.
- Karar verici, belirsiz durumların gerçekleşme olasılıklarını ve beklenen faydalarını hesapladıktan sonra, bunları kendi fayda fonksiyonu içerisinde sıralar. Çünkü karar vericinin gayesi kendi faydasını maksimize etmektir. Azalan Marjinal Fayda ilkesinden dolayı fayda fonksiyonu çanak şeklindedir.

Beklenen faydanın maksimize edilmesi ilkesi bir örnekle şu şekilde açıklanabilir: Belirsizlik durumunda karar vermek zorunda olan rasyonel yatırımcı, %25 ihtimalle 400 dolar veya %10 ihtimalle 4000 dolar kazanma seçenekleri arasından, beklenen faydasını maksimize edebilmek için ikinci seçeneği tercih edecektir. Çünkü birinci seçeneğin beklenen faydası $0,25 \cdot 400 = 100$ dolar iken, ikinci seçeneğin beklenen faydası $0,10 \cdot 4000 = 400$ dolar şeklindedir.

BFT'nin temel kriterleri aşağıdaki gibi sıralanabilir (Hanson ve Kysar, 1999: 641-642):

1. Üstünlük/Sıralılık: İki alternatif arasından birini tercih etmek durumunda olan birey, ikisinden birini tercih etmek zorunda ya da ilgisiz (farksız) kalabilir. Tüm tercihler geçişlidir. Örnek vermek gerekirse, bir kişi A'yı B'ye ve B'yi de C'ye tercih ediyorsa, A'yı da C'ye tercih edecektir.

2. Değişmezlik: Aynı karar probleminin farklı sunumları, aynı tercihle sonuçlanacaktır. Bu sebeple problem nasıl sunulursa sunulsun, karar değişmeyecektir.
3. Bağımsızlık: Bir bireyin iki alternatif arasındaki tercihi, bu iki alternatifin yerini bir şans oyunu aldığında dahi değişmeyecektir. Dolayısıyla, eğer birisi A'yı B'ye tercih ediyorsa, %50 ihtimalle A'yı kazanma olasılığını ve %50 ihtimalle de B'yi kazanma olasılığını tercih ediyordur. Benzer şekilde, kişi A ile B arasında farksız ise belirgin bir bahis durumunda da farksız kalacaktır, şeklindedir.

Davranışsal Finans kapsamında yatırımcıların, yatırım kararı alırken söz konusu ilkelere ne ölçüde uygun davrandıklarını test etmek maksadıyla birçok çalışma yapılmış ve bu çalışmalarda yatırımcıların Beklenen Fayda Teorisi'nin temel kriterlerini ihlal ettikleri ortaya konmuştur.

1.2. Davranışsal Finans

1.2.1. Davranışsal Finans Nedir?

Davranışsal Finans, yatırımcıların karar aşamalarının, onların duygusal süreçlerinin ve bunların kararlarına olan etkilerinin derecelerini anlamaya ve anlamlandırmaya çalışan bir disiplindir. Esasen Davranışsal Finans, finansın ve yatırımın neden, niçin ve nasıl gerçekleştiğini konuya muhatap birey perspektifinden açıklamaya çalışır. Birçok akademisyen ve bilim adamının çeşitli tanımlama ve yorumlamalarına karşılık Davranışsal Finans'ın üç sahadan faydalanmak suretiyle oluştuğu söylenebilir. Bunlar: Psikoloji, Sosyoloji ve Finans'tır (Ricciardi ve Simon, 2000: 27).

Literatüre geçmiş davranışsal finansın amaçları doğrultusunda yapılan tanımlamalarından bazıları şöyledir (Fuller, 1998: 5-12):

- Davranışsal Finans; klasik iktisat ve finansın, psikoloji ve karar alma bilimleri ile bir bütünleşmesidir.
- Davranışsal Finans; finans literatüründe müşahade edilen ve raporlanan bazı anomalilerin nedenlerini açıklamaya çalışır.
- Davranışsal Finans; yatırımcıların bir karara varırken, sistematik bir biçimde nasıl yanlışlar ve bilişsel hatalar yaptıklarını tetkik eder.
- Davranışsal Finans; psikolojinin finansal karar vermeyi ve finansal piyasaları nasıl etkilediğini anlamlandırmaya çabalar.

Risk ve belirsizlik altında bireylerin vermiş oldukları kararların “homo economicus” tanımlamasından ne kadar saptıkları ve bu sapmaların birey kararlarında ne denli etkin olduğunu aydınlatmaya çalışan Davranışsal Finans, klasik finans teorilerinin finansal piyasaları ve onun başrol oyuncusu olan bireyi tanımlama ve anlamlandırmada yetersiz kaldığı savından yola çıkarak, bireyin karar alma noktasında bilişsel, psikolojik ve zihinsel birtakım süreçlerden nasıl etkilendiğini ortaya koymaya çalışarak, yatırımcı kararları ve piyasa ilişkisini daha gerçekçi bir zemine oturtmaya çalışan bir disiplindir.

1.2.2. Davranışsal Finansın Ortaya Çıkışı ve Gelişimi

Sosyal bir bilim olan iktisat ortaya çıktığında, psikoloji henüz ayrı bir disiplin olarak değerlendirilmemektedir. Birçok iktisatçı kendi dönemlerinin aynı zamanda psikologları olarak görülmektedir. Görünmez el ile tanınan ve iktisadın babası olarak adlandırılan Adam Smith, Ahlaki Duygular Teorisi (*The Theory of Moral Sentiments*) adlı kitabında bireysel davranışların psikolojik prensiplerini, ortaya attığı iktisadi gözlemlerine temel olarak sunmuştur. Paradoksal bir şekilde, psikolojinin reddedilmesi, *homo economicus* hakkındaki davranışsal varsayımlar üzerine inşa edilen Neoklasik devir ile başlamıştır. 20. yüzyılın dönümünde iktisatçılar kendi disiplinlerinin doğa bilimlerindeki gibi olmasını istemiştir ancak psikolojinin iktisattan silinmesi yavaş bir şekilde gerçekleşmiştir. 20. yüzyılın erken dönemlerinde Irving Fisher ve Vilfredo Pareto'nun çalışmaları hâlâ insanların iktisadi seçimlerinde nasıl hissettikleri ve düşündükleri hakkında içerikler barındırmaktaydı. Yüzyılın ikinci yarısından itibaren psikolojinin çoğunlukla ayrışmasıyla beraber bu pozitivist perspektifi eleştirenler de ortaya çıkmaya başlamıştır (Camerer vd., 2003: 5).

Esasen Davranışçılık, 1913 yılında John. D. Watson tarafından davranışları belirleyen faktörlerin içsel eğilimler değil dış çevre olduğunu iddia eden bir yaklaşım olarak psikolojiye kazandırılmıştır (Kent vd, 2001:1). Davranışçılığın psikolojideki varlığı 1913'lü yıllarda başlamış iken, davranışsal finans kavramının temellerinin daha eskiye uzandığı görülmektedir. Smith'in 1759 yılında yayımlanan "Ahlaki Düşünce Sistemi" adlı kitabında bireylerin iyi durumdan kötü bir duruma geçtiklerinde acı ve pişmanlık hissettiklerini, tekrar iyi bir duruma geçtiklerinde ise mutlu olduklarını ifade ederek modern davranışsal finansın incelediği "zarardan kaçınma" ve "riskten kaçınma" eğilimlerinin ilk tanımlamasını yapmıştır (Cornicello, 2004: 23). Gustave Le Bon, 1896'da "The Crowd, A Study Of The Popular Mind" adlı yazılmış en etkileyici sosyal psikoloji eserlerinden biri olan kitabını yayımlayarak, bir yüzyıl sonra oluşmaya başlayacak olan davranışsal finans disiplininin temellerini atmıştır. George C. Selden (1912) "Psychology of the Stock Market" adlı eserinde kurlardaki dalgalanmaların büyük oranda yatırımcıların ruh hallerindeki değişimlerden kaynaklandığı fikrini ilk olarak ortaya atmıştır. (Sewell, 2010: 1). Ekonomide dolayısıyla finansta psikoloji yaklaşımının terk edilip, normatif yaklaşımın benimsenmesi ve rasyonel insan varsayımının kabul edilmesiyle neoklasik devrim başlamıştır. Yirminci yüzyılın başında, Keynes, Irving Fisher ve Pareto gibi araştırmacıların, çalışmalarında davranışsal finans tartışmalarına yer vermesine rağmen, bu disiplin yirminci yüzyılın ortasına kadar itibar görmemiştir (Cornicello, 2004: 23).

Modern iktisat ve psikoloji ilişkisi yaygın olarak kullanılan ve Mandler tarafından oluşturulan üç ana periyotta incelenebilir: Klasik Dönem, Erken Neoklasik Dönem ve Savaş Sonrası Neoklasik Dönem (Angner ve Loewenstein, 2007: 4).

Klasik İktisat ve Psikoloji Mefhumu: Klasik teorisyenler arasında psikoloji bilimi ile iktisat biliminin temel muhatabı olan insanı ve onun konuya ilişkin durumunu ortaya

koymak maksadı ile çeşitli çalışmalar yapılmıştır. Bunların içerisinde Adam Smith, David Hume ve Jeremy Bentham bu konuda önemli çalışmalar yapmış öncülerdir denilebilir.

Bu konuda özellikle Adam Smith'in meşhur *The Theory of Moral Sentiments* adlı eseri bireyin davranışlarının psikolojik açıdan analizini içermekte ve sempatinin (sympathy) önemini vurgulamaktadır. Smith, belli bir durumda başkalarının ne hissettiklerini bilemeyeceğimizi, ancak kendimizin o durumda ne hissedeceğimizi düşünerek, kendimize nasıl davranılması istiyorsak öyle davranacağımızı belirtmiştir. Smith'in 'Milletlerin Zenginliği' adlı eserinde ise faydayı, insanı eyleme sevk eden bir motivasyon ile ilişkilendirmiştir. Ayrıca sempati üzerine kurulu adil bir piyasada her bireyin bağımsız olarak rekabet etmesi halinde ekonomik ve sosyal durumun iyileşeceğini ifade etmiştir (Matsuyama, 2009:8).

David Hume ise çalışmalarında tutkunun, inatçılığın ve hayatı sevmenin insan seçimlerinin üzerinde etkisi olduğunu belirtmiştir. Hatta bu seçimleri yaparken insanların harcama ve kazanma gibi ekonomik motivasyonlarının büyük rolü olduğunu ifade etmiştir (Earl, 2005: 909).

Geleneksel iktisadın kişisel çıkar dürtüsüyle hareket eden insan modeli, Jeremy Bentham'ın 1789 yılında yayınlanan 'Ahlak ve Yasama İlkelerine Giriş' kitabındaki faydacılık felsefesiyle tamamlanır. Geleneksel iktisadın temel taşlarından birini oluşturan "faydacı felsefe"nin kökleri psikolojik hedonizme (hazcılık) kadar uzanır. Psikolojik hazcılık, insanın tüm eylemlerinde başvurabileceği tek ölçütün acıdan kaçınıp hazzı ulaşmaya çabalamak olduğunu öne sürer. Bu görüşe göre insanlar kaçınılmaz olarak hazların peşine düşerler ve tüm eylemlerinin amacı aldıkları hazzı en yüksek düzeye çıkarmaktır. Bentham'ın doğanın insanı iki egemen efendinin, haz ve acının yönetimi altına yerleştirdiği savından yola çıkarak oluşturduğu psikolojik hazcılığı, bütün güdülenimin mevcut ya da olası haz umuduna dayandığını savunur (Ulaş, 2002: 648). Ayrıca teorisinde haz hesabı (hedonic calculus) kavramını kullanan Bentham'a göre fayda bireyin içsel mutluluğu ile ölçülebilen psikolojik bir büyüklüktür (Lewin, 1996: 1297).

Erken Neoklasik İktisat ve Psikoloji Mefhumu: Neoklasik İktisadın en önemli bulgusu *Marjinal Fayda* kavramıdır. Bu kavramın temelini psikolog Ernst Weber ve Gustave Fechner'in görüşleri oluşturmaktadır. Weber-Fechner kanunu ya da diğer adıyla psikofiziğin temel kanunu, uyaranın fiziksel özellikleri ile duyuşal deneyim arasındaki ilişkiyi vermektedir. Bu kanuna göre, ilk orijinal dürtü ne kadar güçlü olursa, ortaya çıkan tepkinin artması için, bir sonraki dürtünün daha yoğun olması gerektiği gözlemlenerek, "bir duygu yoğunluğunun aritmetik oranda artması için, dürtünün geometrik oranda artması gereklidir" sonucuna ulaşılmıştır. Bu da günümüzde "marjinal fayda" olarak bilinen mefhumun en temel tanımıdır (Zafirovski, 2001: 437). Neoklasik anlayışa göre, ekonomik davranışın itici gücü "marjinal fayda" ilkesidir. Bu bağlamda rasyonel bir tüketici tükettiği malın marjinal faydası marjinal maliyetine eşit oluncaya kadar tüketime devam eder. Diğer bir deyişle, her mala harcanan son liranın marjinal faydalarını eşitleyerek dengeye gelir ($MU_a/P_a = MU_b/P_b \dots MU_n/P_n$). (Bilgili, 2013: 93).

Jevons, Menger ve Walras gibi bu ekolün önemli temsilcileri birbirlerinden bağımsız ve habersiz bir biçimde, farklı ülkelerde Bentham'ın fayda yaklaşımını yeniden biçimlendirerek “marjinal fayda” kavramını ortaya atmışlardır (Lewin, 1996: 1297). Bu çalışmaların ortak noktası, değişim değerini belirleyen unsurun “üretim maliyeti” değil, “marjinal fayda” olduğunu iddia etmeleri ve teorilerini bireysel davranışın zevki maksimize, acıyı minimize etme arayışına dayalı hedonik (hazcı) psikoloji temelleri üzerine kurmalarıdır (Angner ve Lowenstein, 2006:6).

İktisadın uğraştığı büyüklüklerin sayısal olarak ifade edilebilir olmasının büyük bir şans olduğunu söyleyen Jevons, matematiğe ve istatistiğe büyük önem vermesine karşın Jevons'un teorisinde subjektif fayda anlayışı hakimdir. Faydanın subjektif olması nedeniyle ancak “ordinal” bir fayda anlayışıyla karşılaştırma yapılabileceğini ama bireyler arası bir karşılaştırma yapmanın mümkün olmadığını belirtmiştir (Acar, 2005: 5).

Mikro iktisadın kurucusu olarak Neoklasiklerin önemli teorisyenlerinden olan Alfred Marshall çalışmalarında insan psikolojisi ile de ilgilenmiştir. Marshall'ın teorisi “iktisadi insan” varsayımı üzerine kurulmuş bir teori değildir. Birey sosyal bir varlık olarak ele alınmaktadır. İktisadi bir yaklaşım ile bireyin politik, sosyal ve özel hayatı ile ilgilenilmektedir. Marshall modern iktisadi gerçeklerin ve karmaşık organik yapıların matematik ile açıklanmasına kuşku ile yaklaşmıştır (Nakano, 2007: 62). Ekonominin İlkeleri adlı eserinde de Marshall Hume'nin “bütün bilimlerin insan doğası çalışmasına dönecektir” ifadesinden yola çıkan çalışmalar yapmakla birlikte iktisadi da, bir yönü ile serveti inceleme, diğer yönü ile de insanı inceleme bilimi olarak tanımlamıştır (Matsuyama, 2009: 1).

Bu teorisyenler içerisinde Jevons, Walras, Fisher'in başı çektiği matematiksel yaklaşımı benimseyen grup, iktisadi olayların kantitatif olarak ifade edilebileceğini ileri sürerken, Menger, Friedrich von Wieser, Böhm-Bawerk, John Bates Clark gibi isimlerden oluşan ve matematiksel olmayan “psikolojik okul”, subjektivizmi ilgilendiren psikolojik faktörler üzerinde durmayı tercih etmişlerdir (Acar, 2005: 3).

Neoklasik ekolün bir başka temsilcisi olan Francis Edgeworth, ünlü kutu diyagramı analizinde bireysel ekonomik davranışların psikolojik temellerine vurgu yapmıştır. 1800'lü yılların sonlarında Edgeworth, “haz ölçülebilir ve tüm hazlar orantılıdır” temel önermesini ortaya koymuştur. Belli bir dönemde bireyin faydasının sadece her bir maldan tükettiği mutlak miktarlara bağlı değil, aynı zamanda bu miktarların referans noktalarıyla ilişkili miktara da bağlı olduğunu belirtmiştir. Edgeworth bunu intibak kanunu (law of accommodation) olarak adlandırmıştır. Psikolojik bir kavram olarak kullanılan ve bahsi geçen “intibak” kavramı ise şimdiki davranışsal iktisatçıların referans bağımlılığını açıklamak için kullandıkları uyum (adaptation) kavramı ile aynı şeyi ifade etmektedir (Bruni ve Sugden, 2007: 152).

Bu ekol içerisinde yer alan ve psikolojik etmenler üzerinde duran bir diğer isim ise Irving Fisher'dir. Fisher para yanılgısı (money illusion) ve zaman tercihi (time preference) gibi konuları açıklamada psikolojik kavramlar kullanmıştır. Tüketimi açıklamak için geliştirdiği Zamanlar Arası Tercih Teorisinde, ekonomik faktörlerin yanında sakinlik,

kendine hâkim olma, alışkanlıklar, hayata dair beklentiler, moda gibi bireysel etmenlerin de etkili olduğunu belirtmiştir. Ek olarak, Fisher algı ve yanılma gibi mefhumlara ilk kez değinmiş, bireylerin fiyatlar, döviz kurları gibi şeylerin değişiklik gösterdiğinde yerel para birimlerinin aynı kaldığına inandığını, yani insanların reel değer ile nominal değeri ayıramadığını ve para yanılığının konjonktürel dalgalanmaları daha da fazla arttırdığını iddia etmiştir (Thaler, 1997: 439-440).

Savaş Sonrası Neoklasik İktisat ve Psikoloji Mefhumu: 2. Dünya Savaşı sonrası bu dönemde, Neoklasik ekol mahiyeti itibarıyla, 1930’lu yıllardan 1950’li yılların ortalarına kadar, iktisadi analiz açısından tedrici bir biçimde psikolojinin önemi azalmıştır. Pareto aracılığıyla kardinalizmden ordinalizme geçilmesi ile başlayan “paretocu dönüşüm”, 1930’larda ve 1940’larda John Hicks, Roy George Allen ve Samuelson ile sürdürülmüş, rasyonel seçimler ilkesinin iktisat teorisinde temel alınması ile psikolojik hususlar, ekonomiden dışlanmış (Bruni ve Sugden, 2007: 146).

Pareto tarafından başlatılan ve Hicks, Samuelson, Debreu ve Arrow gibi psikolojiyi dışlayan iktisatçılar aracılığıyla 1930’lu ve 1940’lı yıllarda sürdürülen teorilerde temel gaye, bireyin nasıl davrandığını ve piyasanın nasıl işlediğini direkt olarak tanımlamak değil, iktisadi tutumlara ve piyasa davranışlarına yaklaşık sayılacak açıklamalar getirmektir. Özellikle bu grup, analizlerini basit tercih varsayımlarına (rasyonellik ve bencillik) dayandırıp tercihin psikolojik doğasını göz ardı etmiştir. Psikolojik altyapı ile oluşturulacak bir analizdense basit aksiyomlar aracılığıyla türetilebilecek yaklaşık görüşleri tercih etmişlerdir (Galeotti, 2010: 4). Görüldüğü üzere, savaş sonrası dönemde neoklasik iktisatçılar, psikolojik kavramlarla aralarına mesafe koyarak, bilimsel değerlendirmelerde içe bakış (introspection) fikrinin kabul edilebilirliğini reddetmişlerdir (Angner ve Lowenstein, 2006: 8).

20. yüzyılın ortalarından itibaren psikoloji ve iktisat bilimi arasındaki ilişki üzerine tartışmaların tekrardan ivme kazandığı söylenebilir. Herbert Simon tarafından ortaya atılan “sınırlı rasyonellik” kavramı bu bağlamda büyük öneme sahiptir. İlk kez 1957 yılında ortaya atılan ve klasik öğretinin ortaya koymuş olduğu tam bilgi sahibi, rasyonel birey tanımlamasına yeni bir bakış açısı kazandırmış olan bu kavram, sonraları Katona, Scitovsky, Leibenstein gibi bilim insanlarının iktisat bilimini psikoloji bilimine yaklaştırmalarına da zemin hazırlamıştır.

Daniel Kahneman ve Amos Tversky tarafından 1979 yılında ortaya konan Beklenti Teorisini gözledeğimizde ise, bu teorisinin normal bir insanın karar verme sürecinde kayıplara kazançlardan daha fazla anlam yüklediği düşüncesi üzerine inşa edildiğini görüyoruz. Buna göre, insanlar kendilerinin fayda durumlarında meydana gelen değişimlere, kendilerinde meydana gelen değişimlere nazaran daha fazla odaklanırlar ve subjektif olasılıkların beklentisi yüksek düzeyde ve önyargılı olarak gerçekleşir (Hens ve Bachmann, 2008: 12). Bu bağlamda Beklenti Teorisi ve Davranışsal Finansın Klasik Finans teorilerine bir alternatif olarak ortaya çıktığı ve var olan finans teorilerinin piyasa anomalilerini ve yatırımcı davranışlarını anlamlandırmadaki yetersizliklerinden faydalanarak da popülerlik kazandığı söylenebilir.

1.2.3. Davranışsal Finansın Karar Birimlerine Sunduğu İmkânlar ve Klasik Finans Teorilerine Yönelik Eleştiriler

Neoklasik ekonomi, insanı tam anlamıyla rasyonel, iradeli ve bencil olarak tanımlar. Birey, etraftan fiyat, ürün bilgisi, kalite gibi birçok veriyi algılar, türlü işlemlerden geçirerek kendisi için hangisinin daha yüksek fayda sağlayacağını analiz eder ve sonuç itibarıyla bir karara varır. Bu varsayımlarla oluşturulan modellerin gerçeği yansıtmadığı, dolayısıyla bu anlayışın iktisadi pratikte sorunları çözmekten çok, yüksek ve soyut matematiğin kullanıldığı entelektüel bir tartışma alanına çevirdiği eleştirisini yapmak mümkündür. Davranışsal Finans ise bireylerin ekonomik kararları verirken karmaşık hesapları yapmak yerine birtakım kestirme/sezgisel yöntemler (heuristics) kullandıklarını öne sürmektedir. Bununla birlikte, davranışsal yaklaşıma göre birey mekanik bir biçimde tariflenmek yerine, karar alırken duygularından etkilenen gerçek dünyaya uygun bir şekilde tasvir edilir. Dolayısıyla davranışsal yaklaşımın bireyi “homo economicus” değil, bütün eksiklikleri, zaafı ve duygularıyla gerçek dünyadaki durumu itibarıyla bir bireydir (Bayrak, 2012:6). Bu bağlamda davranışsal finans, ekonomiye muhataplık teşkil edecek kararları bakımından hem insanı hem de ona dair unsurları daha gerçekçi ve somut bir biçimde tanımlamış, bu da iktisat bilimi özelinde finansın yalnızca matematik ve olasılık hesapları ile değerlendirilmemesi gereken bir saha olduğu düşüncesine katkı sağlamıştır.

Pek çok yatırımcı hisse senetleri ile ilgili taleplerini oluştururken yatırımlarına dair alakasız bilgilere de tepki göstermektedir. Başka bir ifadeyle, bilgiden çok çıkan sesi (noise) takip etmektedirler. Yatırımcılar finans uzmanlarının öğütlerini dinlemekte ve etkin bir yatırım stratejisi izlemektedirler (Black, 1986: 529-543). Bununla birlikte, ekonomik gerçekliğe uygun bir biçimde standart karar alma modelinden sistematik ve yaygın bir biçimde sapmalara yol açan üç alan belirlenmiştir. Bunlar (Kahneman ve Riepe, 1998: 52-65):

- 1) Riskle ilgili davranış biçimleri,
- 2) Bayesyen dağılıma uyum göstermeyen beklenti oluşumu,
- 3) Tercihlerin zihinsel çerçeveleme sorunlarından etkilenmesi.

Bunlardan ilkinde göre, yatırımcılar elde edecekleri son varlık seviyesine değil, durumdan duruma değişen bir referans noktasına göre kazanç ve kayıp düzeylerini gözlerler ve kaybetmekten imtina ederler. Kayıp fonksiyonunun eğimi kazanç fonksiyonuna nazaran daha diktir. Kahneman ve Tversky (1979), “Beklenti Teorisinde” finansa ilişkin birçok sorunun çözümüne açıklık getirecek bu biçimdeki tercihleri tanımlamış ve modellendirmiştir. Bu örneklerden birisi de yatırımcıların kaybetmekten imtina ettikleri için değeri azalan hisse senedini elden çıkarmakta isteksiz davranmasıdır (Odean, 1997: 1775-98). Bir diğeri ise, yatırımcıların risksiz devlet tahvilleri yerine hisse senedi primi bulmacasıdır (Mehra ve Prescott, 1985: 145-161; Benartzi ve Thaler, 1995: 73-92). Dolayısıyla bireylerin tercihleri bakımından kayıp ve kazanç mefhumlarını değerlendirme biçimlerinin ve bunlar karşısında verdikleri tepkilerin anlamlandırılarak bilimsel bir

zemine oturtulmasının, karar birimlerine tercih noktasında daha gerçekçi bir değerlendirme imkânı sağladığını söyleyebiliriz.

Kahneman ve Tversky'e göre (1973), "yatırımcılar belirsiz sonuçlarla ilgili tahminde bulunurken, sistematik bir biçimde istatistiğin temel ilkelerinden olan Bayes Kuralına uymamaktadırlar" (akt. Gürünlü, 2011: 40). Yatırımcılar belirli bir sorunun kendilerine sunulmuş biçimine bağlı olarak değişik tercihlerde bulunabilmektedirler (Çerçeveleme Etkisi). Örneğin, yatırımcılar hisse senedine veya devlet tahviline yatırım yapma hususunda bir tercihte bulunmaları gerektiğinde, paralarının daha büyük bir bölümünü uzun süreli yüksek getiri mazisi olan hisse senetlerine yatırabilmektedirler (Benartzi ve Thaler, 1995). Dolayısıyla yatırımcılar problemin kendilerine sunulmuş biçimlerinden etkilenmek suretiyle tercihlerinde genellikle rasyonel olandan sapma şeklinde tutumlarda bulunabilmektedirler. Bu sapmalar ışığında yatırımcının ampirik olarak ortaya konmuş çalışmalar aracılığıyla temayüllerini anlamlandırması, ekonomik kararları açısından kendisine fayda sağlamaktadır. Kahneman ve Tversky ikilisinin çalışmaları da yatırımcıların risk ve belirsizlik altında vereceği kararların irrasyonel de olabileceğine dikkat çekerek, birey kararlarının yönlendirdiği piyasaların daha iyi tahlil edilebilmesi açısından katkı sağlamıştır.

Konuya EPH açısından ele almak gerekirse, eğer Etkin Piyasalar Hipotezi yalnızca bireysel yatırımcıların rasyonel olmasına bağlı olsaydı, psikolojik bulgular zaten teorinin kendisi için hayati derecede önem arz eden bir sorun olabilirdi. Ancak teori, rasyonel olmayan yatırımcılar varsa dahi bunların yapacağı tesadüfi alım ve satımların birbirini etkisiz duruma getireceğini savunmaktadır. Kahneman ve Tversky'nin teorileri de bu argüman üzerine kuruludur. Psikolojik bulgular insanların rasyonellikten tesadüfi olarak değil, genellikle aynı şekilde sapma gösterdiklerini ortaya koymaktadır. Rasyonel olmayan yatırımcılar kendi inançlarına bağlı olarak menkul kıymetleri talep ettikleri oranda, yatırımcılar arasındaki alım ve satım birbirileri ile bağıntı içerisinde olacaktır. Yatırımcılar birbirileri ile rastgele değil ancak aynı menkul kıymeti yaklaşık olarak aynı zaman diliminde alıp satmaya çabalayacaklardır (Shiller, 1984).

Etkin piyasacıların hisse senedine ilişkin fiyat hareketlerinin zaman içerisindeki dalgalanmalardan bağımsız bir şekilde ortaya çıktığı ve teknik analiz metotlarının aşırı kazanç getiremeyeceği görüşüne karşılık teknik analizciler, teknik analiz yöntemlerinin basit istatistik testleriyle sınırlandırılmayacak kadar kapsamının geniş olduğundan yana görüş belirtmişlerdir. Bu savunma daha sonra Robert A. Levy (1967) "Görelî Güçlülük Kuramı" ile devam etmiştir. Bu teoriye göre, teknik analiz yöntemlerine göre oluşturulacak bir hisse senedi portföyünün getirisi basit satın al ve bekle stratejisine göre oluşturulan bir diğer portföyün getirisine nazaran ortalamanın üstünde, yani daha fazla olacaktır. Levy ortaya koymuş olduğu bu teori ile Etkin Piyasa Hipotezi'nin geçersiz olduğunu savunmuştur. Bu gelişmelerin ardından New York Borsasında iki yüz hisse senedi içerisinden değişik zamanlarda, tesadüfi bir biçimde oluşturulan portföy getirileri *Görelî Güçlülük Kuramı*'na göre 1930-1965 yılları arasında belirlenen yedi dönem göz önünde tutularak araştırılmaya tabi tutulmuş ve portföylerin getirilerinin piyasa

beklentilerinin üzerine çıkacak seviyede olmadığı neticesine varılmıştır. Bu sonuç ile birlikte, Görelî Güçlülük Kuramı'nın geçersizliği kanıtlanmıştır (Keleş, 2003: 29-30).

EPH etkinliği ilgili geçmiş yıllarda birçok araştırmacı ve bilim insanının piyasalar üzerinde yapmış olduğu ampirik testler ve hesaplamalar birçok tartışmayı da beraberinde getirmiştir. Çünkü hipotezi teorik olarak destekleyen bulgular da çok sayıdadır. Tam tersi teorinin karşısında duran ve ampirik olarak ispat edilmiş bulgulara da rastlanmaktadır. Ancak burada sorulması gereken temel bir soru söz konusudur. O da sadece Fama'nın etkin piyasa tanımından yola çıkarak ve bu tanıma baz alarak yatırım yapmanın ne kadar rasyonel olacağı sorusudur. Çünkü teorinin ortaya koymuş olduğu piyasa tanımı ve varsayımlar göz önünde bulundurulduğunda Warren Buffet gibi piyasanın üzerinde getiriler elde eden bir şahsiyetin var olmaması gerekirdi.

Beklenen Fayda Teorisi'ne yapılan eleştirilerden en önemlisi ise Allais Paradoksudur. Maurice Allais'nin bu çalışması, tüketicilerin her daim beklenen faydalarının maksimizasyonunu dikkate alarak bir karara varmadıklarını ifade etmesi bakımından ehemmiyet arz etmektedir. Bireyin beklenen faydası en yüksek seçimi yapması rasyonel tüketici davranışı olduğuna göre, Allais Paradoksu yalnızca Savage'nin ortaya koyduğu çalışmaya getirilen bir eleştiri olmaktan çok, rasyonel tüketici davranışını esas alan geleneksel yaklaşımlara getirilmiş bir eleştiridir. Aşağıda Allais tarafından ortaya konulan iki paradoks açıklanmaktadır (Andreoni, Sprenger, 2010: 1):

A: (100 milyon, 1.00)

B: (500 milyon, 0.10) | 100 milyon, 0.89 | 0 milyon, 0.01)

Yukarıda sunulan A durumunda kesin olarak 100 milyon dolar kazanılacaktır. B durumunda ise %10 ihtimalle 500 milyon, %89 ihtimalle 100 milyon, %1 ihtimalle 0 dolar kazanılacaktır.

A ve B durumlarının beklenen parasal getirisi aşağıda hesaplanmıştır.

$$A = 100 \text{ milyon} * 1.00 = 100 \text{ milyon}$$

$$B = (500 \text{ milyon} * 0.10) + (100 \text{ milyon} * 0.89) + (0 \text{ milyon} * 0.01) = 139 \text{ milyon.}$$

A ve B durumlarının Savage'nin kesin olma prensibine göre %89 ihtimalle 100 milyon dolar kazanma olasılığı çıkarılırsa aşağıda sunulan A' ve B' durumları elde edilmektedir.

A': (100 milyon, 0.11 | 0 milyon, 0.89)

B': (500 milyon, 0.10 | 0 milyon, 0.90)

A' ve B' durumlarının beklenen parasal getirisi aşağıda hesaplanmıştır.

$$A' = (100 \text{ milyon} * 0.11) + (0 * 0.89) = 11 \text{ milyon}$$

$$B' = (500 \text{ milyon} * 0.10) + (0 * 0.90) = 50 \text{ milyon}$$

Beklenen fayda maksimizasyonu ilkesine göre, B ve B' durumları A ve A' durumlarına oranla daha fazla bir beklenen parasal getiri sağladığından tercih nedeni olmalıdır. Ancak, Allais yaptığı anket çalışmasında kişilerin çoğunlukla A ve B' tercihlerinde bulunduğunu

saptamıştır. Bu durum Savage'nin aksiyom 2'de belirttiği kesin olma prensibini ihlal etmektedir. Allais'in ikinci paradoksu da aşağıda bulunmaktadır.

C: (100 milyon, 1.00)

D: (500 milyon, 0.98 | 0, 0.02)

C ve D durumlarının olasılıklarının 1/100 oranında düşürülmesiyle oluşturulmuş C' ve D' durumları aşağıda sunulmaktadır.

C': (100 milyon, 0.01 | 0, 0.00)

D': (500 milyon, 0.0098 | 0, 0.9902)

Birinci paradoksta olduğu gibi beklenen fayda maksimizasyonu ilkesine göre C ve C' durumlarının D ve D' durumlarına tercih edilmesi gerekirken, Allais'in çalışmasına göre bireyler çoğunlukla C ve D' durumlarını seçmişlerdir. Bu da birinci paradoksta olduğu gibi Savage'nin aksiyomlarının ihlali durumunu kanıtlar niteliktedir.

Subjektif beklenen fayda teorisine önem arz edecek mahiyette eleştiri yapanlardan birisi de Daniel Ellsberg'dir. Ellsberg'in deneyinde içinde yeşil ve mor topların bulunduğu iki torba bulunmaktadır. Birinci torbada toplam 100 adet yeşil ve mor top bulunmasına rağmen kaç tanesinin yeşil veya mor olduğu bilinmemektedir. İkinci torbada ise 50 adet yeşil ve 50 adet mor top mevcuttur. Ellsberg Yeşil1 bahsini birinci torbadan top çekmek ve yeşil top çekilirse 100 USD, buna karşılık mor top çekilirse 0 USD kazanmak olarak tanımlamıştır. Bu tanımlamaya dayanarak bireylere aşağıdaki soruları yöneltmiştir (Ellsberg, 1961: 650- 651):

1. Yeşil1 ve Mor1 bahislerinden hangisini tercih edersiniz? Ya da kayıtsız mı kalırsınız? Diğer bir ifadeyle, torba 1'den top çekerken 100 USD tutarı yeşile mi mora mı yatırırınız?
2. Yeşil2 ve Mor2 bahislerinden hangisini tercih edersiniz?
3. Yeşil1 ve Yeşil2 bahislerinden hangisini tercih edersiniz?
4. Mor1 ve Mor2 bahislerinden hangisini tercih edersiniz?

Ellsberg'in çalışmasında birinci ve ikinci soruya genel olarak kayıtsızlık cevabı verilirken, son iki soruda ise çoğunluk Yeşil2 ve Mor2 bahislerini Yeşil1 ve Mor1 bahislerine tercih etmiştir. Bazı kişiler yine kayıtsızlık cevabı vermeyi tercih etmişlerdir. Savage'ın modelinin temel kurallarına göre Yeşil2 bahsini tercih etmek Yeşil2'nin Yeşil1'den daha yüksek olasılığa sahip olduğunu kabul etmek anlamına gelmektedir. Buna ek olarak, aynı kişinin Mor2 bahsini Mor1'e tercih etmesi Mor2'nin Mor1'e göre daha yüksek olasılığa sahip olduğunu düşündükleri anlamına gelmektedir. Aynı anda Mor2 ve Yeşil2'nin daha yüksek olasılığa sahip olması imkânsızdır. Bu noktadan hareket eden Ellsberg, Savage'ın modelinde olduğu gibi birey tercihlerinin tümüyle olasılıklardan yola çıkarak türetilmesinin doğru olmadığını ileri sürmüştür. Ellsberg'in bu deneyinde Savage'ın ilk iki aksiyomunun ihlali söz konusudur.

Modelin esası olan bireylerin beklenen fayda maksimizasyonu ile bir tercihte bulunması varsayımına takip eden dönemde ciddi eleştiriler gelmiştir. Daniel Kahneman ve Amos Tversky'nin bu varsayımın ihlallerini sistematik bir yaklaşımla tetkik edip bireylerin rasyonel olmayan tüketim kararlarına açıklama getiren *Beklenti Teorisi* ise bir eleştiri olmaktan öte bu yaklaşıma yeni bir boyut kazandırmıştır. Yetkinlikleri bakımından matematik ve psikoloji alanlarının ikisinde de unvan sahibi olan bu düşünürler, eleştirel bir bakışla beklenen fayda teorisinin gerçek hayatı idrak edip anlamlandırmada yeterli olmadığını ve risk altında da alınan tüm kararları kapsamadıklarını ortaya koymuşlardır (Kahneman ve Tversky, 1979: 263). Dolayısıyla sosyal bir bilim olan iktisadın birey tanımı ve birey tercihi noktalarındaki kapsayıcı ve gerçek hayatla tam anlamıyla temas edemeyen yönleri, davranışsal finansın psikoloji ve finansı bir araya getiren yaklaşımı ile daha anlamlı hale gelmiştir.

Psikoloji biliminde bireyler bir sistem olarak kabul edilmektedir. Bununla birlikte bireylerin ellerindeki tüm bilgiyi bilinçli ve rasyonel bir biçimde kodlayıp yorumladıkları varsayılmaktadır. Ancak daha az bilinç içeren bir biçimde başkaca etmenlerin de birey davranışlarını sistemli bir şekilde yönettiği iddiası da bulunmaktadır. Daha karmaşık olan bu görüş, diğer bir deyimle dışsal faktörlerin de insan davranışlarına etki edebileceği görüşü, iktisat teorisinde yaşanan gelişmelere de sirayet etmiştir. Psikoloji bilimde karar alma süreci etkileşimli bir süreç (process) olarak tanımlanmaktadır. Bunun yanında karar alma sürecini etkileyen de birçok değişken söz konusu olabilmektedir. Bunlar; kendi prensipleri olan inançlar, algı yahut akıl yürütme yöntemleri olarak sıralanabilir. Duyguların yanında içsel birtakım teşvik ve davranışların da kararlara etkisi olabilir. Ayrıca geçmiş karar bağlamında yaşadığımız tecrübeler hafızamızda yer eder ve bunların sonuçları bugün ve gelecekteki kararlarımız üzerinde de etkindir. Bu görüşe göre insan davranışları uyarlayıcıdır ve bu davranışlar geçici algısal koşullara bağlı olabilmektedir. Psikoloji ve iktisat bilimi arasındaki bu farklılıklar, araştırma yöntem ve teknikleri açısından dikkate değerdir. İktisat bilimi sahasında yapılan çalışmalar ağırlıklı olarak bir durumun genellenmesi üzerine inşa edilirken, psikoloji sahasında yapılan çalışmalar açısından yöntem, belli bir vaka için asıl motivasyonu ve zihinsel metodun ne olduğunu keşfetmeye yöneliktir (Kahneman ve Smith, 2002: 11). Dolayısıyla karar almanın merkezinde bulunan insan ve onun tercihleri bağlamında etkilendiği faktörler açısından düşünüldüğünde, davranışsal finansın, iktisadın meşhur tam bilgi sahibi ve fayda maksimizasyonu peşinde koşan “rasyonel insan” tanımına ruh kattığı söylenebilir.

1.2.4. Sınırlı Rasyonalite ve Davranış İktisadına Katkısı

Rasyonel Karar Verme yaklaşımının kurucusu ve en önde gelen ismi Herbert A. Simon'dur. Ancak kimi kaynaklar karar verme kuramının öncüsü olarak Davranışçı ekolün önemli isimlerinden Chester Bernard'a da değinmektedir. Simon'un birçok görüşünde de Bernard'ın savunduğu görüşlerin izlerini görmek mümkündür (Öğüt ve Öztürk, 2007: 41).

H. Simon'un 1955 yılında yayınlanan “A Behavioral Model of Rational Choice” isimli çalışması davranışsal ekonomi sahasında deyim yerindeyse bir mihenk taşı olarak kabul

edilebilir. Simon bu makalesinde, geleneksel iktisattaki “homo economicus” tanımının kapsamlı ve köklü bir düzeltmeye ihtiyacı olduğunu ve bu düzeltmeye ilgili olarak da birtakım öneriler ortaya koyacağından söz eder. Ona göre “global rasyonellik” mümkün değildir. Çünkü organizmanın kendine ait olan bilgi ve kabiliyeti rasyonelliği sınırlayacaktır. Kendi ifadesiyle Simon, “global” rasyonellik modellerinden ziyade “sınırlı” rasyonellik modelleri ile alakadar olmaktadır (Simon, 1955: 112-113). Objektif olarak rasyonel davranmak son derece karmaşık problemlerin çözümünü gerektirir. Simon tarafından ileri sürülen “sınırlı rasyonellik” kavramında ise, karmaşık problemlerin formüle edilmesi ve çözülmesinde insanoğlunun zihni kapasitesinin sınırlı kaldığı vurgulanmaktadır (Davut, 1997: 169-170).

Sınırlı sorun çözme kapasitesine dikkat çeken sınırlı rasyonalite, yeterli olmayan beyin gücümüz ve kısıtlı zaman içinde, büyük ve karmaşık sorunlara rasyonel çözüm getirmeyi engellerken, bireyi bilişsel kısa yollar kullanmaya yöneltir ve sistematik hataları da beraberinde getirir (Mullithan ve Thaler, 2008: 1). Dolayısıyla klasik ekolün faydacı, rasyonel ve tam bilgi sahibi olarak tarif ettiği bireyin aksine daha gerçekçi -sınırlı aklı, sınırlı iradesi, sınırlı hesaplama kabiliyeti- olan birey değerlendirmesi iktisat yazınına anlamlı bir katkı sağlamıştır, denilebilir. Çünkü gerçek hayatta teorilerin ve kâğıt üzerindeki matematiksel hesaplamaların tümüne hâkim birey olarak karar vermekten ziyade Simon’un da söz ettiği gibi, sınırlı eğitimimiz, sınırlı bilgimiz ve yine sınırlı olan irademizle birtakım kararlar almaktayız. Bu bağlamda bu sınırlılık içerisinde olduğumuzun bilimsel olarak teşhisine çabalanması ekonomik krizlerin anlamlandırılabilmesi açısından da önem arz etmektedir.

Ana akım iktisadın temel varsayımı olan rasyonel (akılcı) insanın gerçek hayatta var olup olmadığı irdelenirken, geçen zaman içinde “ekonomik ajanı” rasyonel olarak nitelendirmenin yeterli olmadığı keşfedilmiş ve H. Simon’un deyimiyle “sınırlı rasyonel” olarak ifade bulmuştur. Sınırlı rasyonalite, irade kuvvetinin, akılcılığın ve bencilliğin sınırlı olduğunu ifade ederken, bu sınırlı bakış ile sahip olunan ve üretilen bilginin rasyonel birey tanımının aksine, bilginin tamamına ulaşamadığını ve bu süreçte bilişsel yanlışlıklarla zaman zaman kusurlu bilgiye ulaşıldığını belirtmektedir (Diamond ve Vertiainen, 2007: 2).

Simon “ekonomik insan” ve “yönetsel insan” ayrımı ile rasyonel ve sınırlı rasyonel karar modellerinin omurgasını özetlemektedir. Taylor ve diğer birçok klasikçinin varsayımlarına dayanan ekonomik insan, ideal olana göre hareket eden rasyonel bireyi ifade derken; Simon bu yaklaşımı eleştirmiş ve “yönetsel insan” kavramını geliştirmiştir (Scott, 2003: 50). Yönetsel insan ise karar verirken gerçekleri, sınırlılıkları ve şartları dikkate alarak hareket eden bireyi tanımlamak için kullanılmıştır (Hoy ve Miskel, 1991: 300).

Klasik karar verme modelinin “gerçek” ve “uygulama” ile örtüşmeyen öngörülerinden yola çıkarak, Simon bu ölçüde bir rasyonelliğin karar vermeyi açıklamaya yetmeyeceğini ifade etmiştir (Simon, 1976: 241). Ona göre karar verme üç aşamadan müteşekkil bir süreçtir. Bunlar, karar verilecek konunun tespitine ilişkin bilgi toplama, karara ilişkin

atılabilecek muhtemel adımları planlama ve son olarak oluşturulan alternatiflerden birinin seçilmesidir (Simon, 1974: 114).

Karar vericinin davranışlarını sınırlayan ya da belirleyen faktörlerle ilgili olarak Simon, karar vericilerinin doygunluk sınırından söz etmiştir. Buna göre birey karara varırken tüm olası alternatifleri rasyonel bir biçimde değil kendi sınırları yahut sınırlılıkları ölçüsünce belirleyebilmektedir. Dolayısıyla karar sahipleri ve onların kararları bir rasyonelliğe sahiptir fakat bu rasyonellik sınırsız değil sınırlı ölçüdedir (Tozlu, 2016: 31).

Simon'un bu görüşlerinden yola çıkarak ekonomi ilmi açısından bireyin ve onun rasyonellik ölçüsünün daha gerçekçi ve kapsayıcı bir biçimde tanımlandığını, bireyi ve rasyonellik ölçüsünü mekanik bir motorun parçaları olmanın ötesinde daha anlaşılabilir ve gerçek hayatta da gözlemlediğimiz biçimiyle tarif ettiğini söyleyebiliriz. Bu bağlamda iktisat yazınına katkılarından ötürü 1978 yılında Nobel Ekonomi ödülüne layık görülen Simon, “sınırlı rasyonel” (bounded rationality) kavramını klasik ekolün “rasyonel insan” kavramının karşısına çıkarmış ve birey tanımının iktisat bilimi açısından ne olması gerektiğini idealize etmeye çabalamıştır.

1.3. Risk, Belirsizlik ve Rasyonalite Kavramları

Risk, rasyonalite ve belirsizlik kavramlarıyla ilgili açıklama ve değerlendirmelere geçmeden önce bu üç kavramın da muhatabı olan bireye ve onun kararlarına etki edebilecek olan unsurlara ilişkin birtakım değerlendirmeler yapmakta fayda var.

Aldığımız her karar ve geçen zaman içinde olaylar karşısında attığımız her adım bizleri menfi ya da müspet bir noktaya taşımakta. Ancak ulaşılan noktanın “olumlu” ya da “olumsuz” kavramlarıyla tanımlanmasında dahi sizin bir birey olarak hayata bakışınızın ve sizin fikrinize göre olumlu ya da olumsuzun ne anlama geldiğinin etkisi söz konusudur. Fikirler ki önce hayal gücünüzde, aklınızda kurguladığınız, sonrasında ise kullandığımız dil aracılığı ile söze ve yazıya dökülen, başlangıçta soyut sonrasında söz ve yazı ile somutlaşan şeylerdir ve bu düşüncelerin zihinde oluşum aşamaları ve fikir olarak ortaya çıkmaları kişiden kişiye; içinde doğduğu toplum, yetiştiği kültürel çevre, eğitim seviyesi, statüsel ve ekonomik durumu vb. birçok faktörden etkilenebilir ve bu çeşitli faktörlere göre de değişiklik arz edebilir. Aslında iktisat yazınına ‘homo economicus’ olarak geçen ve “rasyonel insan” olarak da tanımlanan kavramın, sonraki dönemlerde konu ile ilgili bilim insanları tarafından da haklı olarak bu denli eleştirilmesinin ardında, etten ve kemikten oluşan, yeri geldiğinde duygularıyla hareket edebilen, risk alabilen ya da alamayan, korkan, tasarruf eden, eğitilmiş ya da eğitimsiz yahut savurgan olabilen bireyin, robotik bir şekilde her zaman rasyonel olanı tercih eder noktasına indirgenmesi yatmakta ve bu eleştiriler ‘tam bilgi’ sahibi üretici ve tüketici gibi gerçek hayatta uygulanabilirlikleri tartışmalı olan birtakım varsayımlar noktasında da zirve yapmaktadır.

Kaldı ki, yapılan araştırmalar, bireysel tutumları belirleyen ağırlıklı etkenin kimi zaman akli kimi zaman alışkanlık (Pavlov’un klasik şartlanma teorisi), kimi zaman taklit (imitation), kimi zaman da toplumsal normlar olduğunu ortaya koymaktadır. Bu faktörlerin ağırlığı da kişi ve olaylara göre de mütemadiyen değişiklik arz etmektedir. Bu durum ise pratikte davranışın çok yönlü bir optimizasyonu ihtiva ettiğini ve psikolojik

süreçlerin formüle edilmesinin mümkün olmadığını göstermektedir. Bu noktadan hareketle insanın “homo economicus” değil, bilakis büyük ölçüde “homo psychologicus” (psikolojik insan) olarak tanımlanabileceği sonucuna ulaşılabilir (Jager ve ark. 2000: 357-366).

Bilimsel çalışmalarda soyutlama bir mecburiyettir. Soyutlama olmadan düşünce olmaz. Buna ek olarak, yapılacak soyutlamanın çeşidi de ehemmiyet arz etmektedir. Soyutlama, verili bir olgunun bazı kısımları üzerine odaklanırken diğerlerini göz ardı etmeyi gerektirir. Gerçekliğin bir bölümü önemsiz olarak nitelendirilip göz ardı edilir. Eğer bu soyutlama amaca hizmet edecek biçimde yapılmazsa araştırma da başarısız olacaktır (Acar, 2008: 96-97). Dolayısıyla yapılacak soyutlamanın ve bu soyutlama aracılığıyla göz ardı edilen faktörlerin varılacak nihai hedef açısından önem arz ettiği unutulmamalıdır.

Soyutlama ile birlikte, gerçekliği sayısal ve ölçülebilir bir biçimde ifade etmek de güç bir iştir. Ekonomistler bir şeyin “değer” inin, onun parasal karşılığı olduğuna inanır. Bu durumda parasal karşılığı bulunmayan şeyler iktisadın dışında kalmaktadır. Yaşamlarımıza yön veren tutku, hırs ve arzularımızı ya da duygularımızı iktisadın diliyle ifade etmemiz güçtür. Örneğin SARS virüsü sebebiyle bireylerin yaşamış olduğu duygular, toplumun alacağı kararlara (kamu sağlık politikaları, vergi kesintileri vb.) doğrudan etki etmiştir. Fakat hissedilen bu duyguları iktisadın var olan diliyle ifade edecek bir aracımız yoktur (Akt. Acar, 2008: 96- 97). Ancak davranışsal araştırmacılar, iktisat biliminin aksayan ve yetersiz kalan bu yönlerini ve birey tanımının eksikliklerini tamamlamaya yönelik çabalar sarf ederek, sosyal bir bilim olan iktisadı daha yetkin bir hale getirmeye çalışmaktadırlar.

“Homo Economicus”, fayda maksimizasyonu peşinde koşan birey varsayımına dayandırıldığında, ahlak felsefesinde, yalnızca kendi çıkarını gözeten egoist ve hazzcı birey anlamına gelmektedir. Buna rağmen birey, başkalarının refahını (aile, dost, arkadaş) gözetken bir varlık olarak değerlendirildiğinde diğerkâm; tüm toplumun faydasını temel alan bir varlık biçiminde tanımlandığında ise faydacıdır. Fakat ister diğerkâmlık ve faydacılık çıkarıcılığın, isterse de çıkarıcılık diğerkâmlık ve faydacılığın kapsamı içerisinde ele alınsın; her iki durumda da “homo economicus” anlamsal kuvvetini yitirmektedir (White, 2004: 90).

Konuya “rasyonalite” kavramı açısından bakıldığında ise, Simon’a göre, neoklasik teorinin sınırsız rasyonalitesi karar sahiplerinin kapsamlı ve tutarlı bir fayda fonksiyonuna sahip olduğunu, tercih noktasında bütün seçeneklerin farkında olduğunu, her bir seçenek için ilgili beklenen fayda değerini hesaplayabildiğini ve beklenen faydayı maksimize edecek seçeneği tercih yönünden diğerlerinden ayırabildiğini varsaymaktadır. Sınırlı rasyonalite ise edimsel insani tercih ve davranışımızın bilgisine ilişkindir. Sınırlı rasyonalite, karar sahiplerinin söz konusu alternatifleri tetkik etmesi gerektiğini, eylemlerinin neticelerine ilişkin yetersiz ve eksik bilgi sahibi olduğunu ve tatmin edici olacağı beklenen eylemleri tercih ettiğini varsaymaktadır. Yani kişiler bütün mümkün alternatifler arasından değil, an itibarıyla sahip olduğu alternatiflerin en iyisini tercih yoluna gitmektedir (akt. Yılmaz, 2009: 149- 150). Karar verme noktasındaki bireyler neoklasiklerin öne sürdüğü gibi optimizasyon davranışından yana değil, tatmin

davranışından yana tercihte bulunmaktadır. Sınırlı rasyonalite bir kuraldır. Bireyler kısıtlı bilgi sahibidir, verinin toplanması ve korunması bir hayli masraflıdır. Bu sebeple iktisadi davranış bir optimizasyon davranışı biçiminde değil, büyük ölçüde araştırma, deneme ve yanılma şeklinde işler. Çünkü temelde karar olanakları seti karar verici tarafından eksik bilinmektedir (Tisdell, 1996: 6).

Aslında konu ile ilgili sorgulanması gereken bir diğer husus da kavramlardan, matematikselleşen ve mekanikleşen iktisat dilinden ziyade bu unsurların kullanımlarının bilgi dağarcığımıza yapacağı katkı dolayısıyla ne kadar yorumlanabilir olduklarıdır. Tabiatı ile formel iktisat diline gelen eleştiriler ve sorgulamalar da bu noktadan hareketle kendine bir dayanak sağlıyor denilebilir.

Risk kavramı ekonomide kendine çok geniş bir alan bulmakla birlikte birçok tanımı da bulunan (Piyasa Riski, Operasyonel Risk, Ülke Riski...) bir kavramdır. Ancak biz burada risk kavramını bireysel perspektiften ele alıp, bölüm başlığı açısından genel ve öz bir değerlendirme yapacağız.

Risk, gelecekteki olasılıkları etkin bir biçimde değerlendirerek tehlike ihtimallerini anlatır. Dolayısıyla bu kavram ancak gelecek için planları olan, geleceğe yönelmiş (geleceği kesinlikle fethedebilecek yahut sömürgeleştirecek bir alan olarak algılayan) bir toplumda geniş bir kabul görecektir. Risk, modern sanayi medeniyetinin geçmişten sıyrılmak ve yeni bir gelecek ihdas etmek için fiili uğraş vermesinin tipik bir özelliği olarak varsayılmaktadır. Günümüzde 21. yüzyıl tanımlamaları içerisinde “risk toplumu” kavramlaştırması da yer almaktadır (Karakurt, 2003).

Bilgi toplumunda risk olgusu çeşitli iş imkânları ve büyük sektörlerin varlığına imkân sağlamaktadır. Şirket yönetim müşavirleri, siyasi müşavirler, sigortacılar, sosyologlar, psikologlar vb. “risk analizi”, “risk yönetimi” ve “risk iletişimi” gibi muhtelif başlıklar altında tavsiye ve strateji kurguları geliştirmektedirler. Medyanın da konuya ilişkin alakası tedrici olarak artmakta, içinde “risk”, “kaos” benzeri kelimeler içeren manşetler, haberler, makaleler, programlar daha ilgi çekici olduklarından sıkça yayınlanmaktadır (Yalçinkaya ve Özsoy, 2003).

Risk ve tehlike mefhumları genellikle karıştırılabilmektedir. Risk belirli bir tehlikeyle alakalı olarak oluşabilecek hasar, zarara girme ve diğer menfi durumların meydana gelebilme ihtimalini ifade ederken, tehlike ise genellikle bireylere ve onların değer verdiklerine yönelik bir tehdit şeklinde tanımlanmaktadır (Karakurt, 2003)

Frank Knight 1921’de ortaya koyduğu “*Risk, Uncertainty and Profit*” adlı eserinde belirsizlik ve risk altındaki birey davranışlarını araştırırken, merkezi konumda risk ve belirsizlik arasındaki ayrım yer almıştır. Knight’a göre; risk olgusunda “ölçülebilirlik”, belirsizlikte ise “ölçülemezlik” söz konusudur. Belirsizliğin, riski kapsayan hususiyetine ilişkin olarak da Knight, riskin ölçülebilen ve sigorta edilebilen bir belirsizlik olduğunu söylemektedir (Koivisto, 1957: 741).

Knight’ın bir diğer mühim katkısı da tercih ve fiillerini belirleme noktasında, iktisadi karar birimlerinin temel aldıkları etmenin risk değil, belirsizlik olduğunu söylemesidir. Bu durum Knight’ın, belirsizliğin sistemli bir araştırma konusu olamayacağına ilişkin

inancı perspektifinden değerlendirildiğinde, iktisada “bilen” değil, “yorumlayan” bir bilim hüviyeti kazandırmaktadır (Buğra, 1999: 254).

Knight’dan Keynes’e kadar risk ve belirsizlik arasındaki ilişki her dönemde tartışılmalıdır (Wachtel, 1982: 3). Risk ve belirsizlik arasındaki sınır hususunda tam bir görüş birliği söz konusu değildir (Chavas, 2004: 5).

Aslında iktisat ilminin temelini oluşturan varsayımların sorgulanması hususunda bir konuyu aydınlatmakta fayda var. Bu çerçevede ekonomi ilminin temelini oluşturan varsayımların, teori oluştururken neye hizmet ettikleri, hangi amaçla varsayıldıkları önemli bir meseledir. Sonuç itibarıyla sosyal bilimlerde bir teori oluştururken belirli varsayımlara dayanmak gerekmekte, bu varsayımlar altında ortaya bir düşünce konulmakta ve bu düşünce üzerinden teoriler üretilmekte ve nihayetinde birtakım çıkarımlar ve tahminler yapılmaktadır. Burada amaç, söz konusu çözüm üretilmesi gereken problem ile ilgili elle tutulur tahminler yaratmaktır. Dolayısıyla tahminlerin mantıklı ya da gerçekçi sonuçlar verip vermedikleri ile ilgili eleştiriler getirmek, varsayımların gerçekçi olup olmadıklarına ilişkin eleştiriler getirmekten daha mantıklı olabilir. Elbette bir tahmin yapılırken ya da bir teori oluşturulurken neyin görmezden geldiği, ya da hangi koşulların mantıksal çerçevede dışarıda bırakıldığı önem arz etmektedir. Fakat Friedman’ın da (1953: 15) belirttiği gibi, “bir teorinin varsayımlarına ilişkin sorulması gereken soru, bunların betimsel olarak realist olup olmadığı değildir, çünkü asla değildirler, ancak asıl soru, bunların eldeki amaçlar için yeterli düzeyde iyi tahminler olup olmadığıdır.”

Sen’e göre (1998: 16) rasyonalite kavramını bir araç olarak kullanma yönündeki metodolojik strateji, fiili davranışın bireysel çıkar maksimizasyonu şeklinde olduğuna ilişkin önermeye ulaşmada uygun değildir. İnsanların fiiliyatta daima kendi çıkarlarını maksimize etme peşinde olduklarını söylemek, rasyonalitenin kendi menfaatinin maksimizasyonunu gerektirdiğini söylemekten biraz daha makul bile sayılabilir. Bir fiiliyat olarak evrensel bencillik kusurlu olabilir, ancak rasyonalitenin bir gerekliliği olarak evrensel bencillik düpedüz saçmadır. Rasyonalite ile bireysel çıkar maksimizasyonunun eşitlenmesi ve sonra fiili davranışı rasyonel kararlar tanımlamanın karmaşık süreci, iktisat teorisinde fiili davranışın belirlenmesinde çıkar maksimizasyonu varsayımı için makul bir temel bulma niyetinin bir neticesidir (Yılmaz, 2009: 125).

Kaldı ki değerler, inançlar, örf ve adetler, temayüller ve teamüllerin, hatta yaşanan coğrafyanın ve iklimin dahi kişilerin fitratlarını, eğitimle olan ilişkilerini, dünyaya bakışlarını ve nihayetinde de ekonomik karar alma mekanizmalarını çeşitli şekillerde uyardığı bir dünyada “kişi her zaman çoğu aza tercih eder” ya da “kişi her zaman kendi faydasını maksimize eder” gibi birtakım varsayımlarda bulunmak, duygu ve akıl sarmalındaki sonsuz ihtimaller denizinde yüzen beynin içindeki olasılıkları görmezden gelmek, aslında insan denen sosyal varlığı tek tipleştirmek ve bu bağlamda onu, global dünya sistemi içindeki sıradan bir figüran yapma çabasıdır ileri gidiyor olabilir.

Konuya Türkiye özelinde yapılan bir araştırmanın bulgularını paylaşarak devam etmekte fayda var. “Dünya Değerler Araştırması” kapsamı içinde yapılan ve TÜSİAD’ın

yayınladığı “Türk Toplumunun Değerleri Araştırması” çerçevesinde elde edilen çıkarımlar şöyledir: (Bozkurt, 2004: 96)

- Riskten ve kişisel girişimden kaçınmak,
- Yakın çevre dışındakilere güvensizlik,
- Kadercilik,
- Çalışmanın bir mecburiyet olarak görülmesi,
- Çalışma süresini yoğun olmayan ve kısa tempoda tutmak,
- Kanaatkârlık,
- Rekabetten kaçınma,
- Piyasa üzerinde sıkı devlet kontrolü,
- Kusursuz ve adil olduğu düşünülen ilahi bir düzeni sürdürmek,
- Aile işletmeleri dışındaki işletme çeşitlerinin benimsenmemesi,
- Günlük yaşayıp, ileriye planlamayı lüzumsuz bulmak.

Araştırmanın çıkarımları çerçevesinde söyleyebileceğimiz ilk şey, aslında her toplumun ve o toplum özelinde her bireyin tarihinden ve kök salıp serpildiği coğrafyadan etkilenerek nesilden nesile aktardığı bir kültür ve değerler seti olduğu, bu aktarım sonucunda da o toplumun dünyaya ve içinde cereyan eden olaylara anonim ve kendine münhasır bir bakış açısı elde ettiği gerçeğidir. Hal böyleyken belirsizliğin, riskin ve rasyonalitenin ilmi açıdan tanımları ne olursa olsun, duyguları ve akli melekeleri olan, ancak iktisat ilmi açısından haklı olarak birtakım çıkarımlar elde etmek ve sonsuz olasılıkları elemek amacıyla, belli varsayımlar altında bir kalıba oturtulmak marifetiyle mekanikleştirilen insanın, bu kavramları da kendine göre ve bireysel bazda değerlendirmesi ve eylemleri itibarıyla bu kavramlardan haberdar olsun ya da olmasın, neyin risk neyin belirsizlik, ya da neyin rasyonel neyin rasyonel olmadığı hususunda takındığı tavırlar sübjektiftir denilebilir.

Konuya zenginlik katmak açısından E.F Schumacher’in ilintili düşüncelerini paylaşmakta fayda var.

“Ekonomistlerin büyük çoğunluğu hâlâ bilimlerini (iktisadı) fizik kadar bilimsel ve kesin hale getirmek gibi saçma bir ideal peşinde koşmaktadırlar. Sanki bilinçsiz atomlarla Tanrı’nın benzerliğinde yaratılmış olan insanoğlu arasında hiçbir ayrılık yokmuş gibi”.

Geçtan’a (2003: 19) göre, bir grubun genç üyelerinin eğitimi ne kadar yoğun ve tek yönlü olursa, üyeler de o ölçüde birbirine benzerlik gösterir ve bireysel farklılıklar azalır. Böylece sınırlı ve değişmez görüşleri olan bir toplum oluşur.

Geçtan’ın görüşlerinden yola çıkarak sınırlı ve değişmez görüşleri olan bir toplum oluşumunun ya da bu türden bir toplum oluşturulma çabasının kime ve neye fayda sağlayacağı, sorgulanması gereken bir husustur. Kitleleri yönetme ve yönlendirme açısından verilen yukarıdaki örneği iktisadi açıdan ele aldığımızda, egemen güçlerin, kendi ekonomik sistemlerini oluşturmak ve zaman içinde bu sistemi sarsılmaz ve parçalanmaz bir zemine oturtmak çabasının ardında, mekanik bir robot olarak tanımlanan bireyin ve onun sömürüsünün meşrulaştırılması ihtiyacının, ilmi bir kisve altında daha zarif görüneceği düşüncesi yatıyor olabilir. Bu bağlamda, ulaşılacak ve istikrarlı bir

biçimde sürdürölmek istenen sistem açısından ihtiyaç duyulan birey, nasıl bir birey olmalıdır sorusu bizleri “iktisadi insan” tanımına götürüyor denebilir.

Hayek’e göre sosyal bilimler fizik bilimleri gibi nesneler arası ilişkilerle değil, insanlarla nesnelerin ya da insanlar arasındaki ilişkilerle ilgilenmektedir. Sosyal bilimler insanların eylemlerine odaklanır ve amacı insanların eylemlerinin niyetlenilmemiş ve tasarımılanmamış neticelerini açıklamaktır. Sosyal ya da insani fiilin nesneleri, fizik bilimlerinin kullandığı dar anlamdaki ‘objektif bulgular’ değildir ve bunlar fiziki terimlerle açıklanamaz. Sosyal bilimin nesneleri eylemde bulunan insanların düşünceleridir (Hayek, 1955: 25-27). Dolayısıyla, bireylerin yaşanan olaylar neticesinde duygularını da işin içine katarak vermiş olduğu tepkiler, ekonomi üzerinde etkiler meydana getirir. Ancak bu duyguları ve onlara dair etkileri, fizik ya da matematik bilimindeki gibi sayısallaştırmak pek de mümkün değildir.

Örneğin, “homo economicus” yaklaşımı açık bir biçimde insan davranışlarının temelinde fayda, çıkar, rasyonellik ve zevk unsurlarının yer aldığını kabul eder. Bu varsayım, oluşturulan teorilerin genel teoriler olabilmesi için gereklidir. Çünkü böyle bir psikolojik temel bir kez oluşturulduktan ve insan davranışları sistematize edildikten sonra, onun üzerine inşa edilecek düşünce ve teoriler o kabullerin varlığı koşuluyla geçerli olacaktır. Farklı bir söylemle bu tanımlar bir çeşit ön kabuller olarak algılanacak ve bu kabullerin doğru veya yanlışlığı değil, bunun üzerine inşa edilen düşüncelerin ispat sürecinin doğruluğu veya yanlışlığı incelemeye alınacaktır (Küçükkalay, 2011: 24).

İlmi açıdan birtakım genelleme ve varsayımlar yaparak bir sonuca ulaşma ve bu sonuçtan yola çıkarak elle tutulur tahminler üretme çabasından ziyade, konuya günümüzün globalleşen ve yekpare halinde, tek merkezden işletilmek istenen ekonomik sistemi açısından bakmakta fayda var. Örneğin, Hollywood endüstrisinin çokça başvurduğu, dünyaya bir göktaş çarpacak ya da dünyanın başına büyük bir felaket gelecek ve bu vesile ile de dünyanın sonu gelecekse, bu felaket mutlaka ABD’nin başına gelir ve bu konuda destek veren diğer ülkeler belli başlı ülkelerdir, klişesinin ardında da aslında, dünya “O” ülkeden ve ona yardımda bulunan diğer ülkelerden oluşmaktadır, subliminal mesajı yatıyor olabilir. Ancak an itibarıyla BM’ye üye olan ve olmayan ülkelerin sayısı iki yüzü aşmaktadır. Ortaya konulan bu örnek çerçevesinde değerlendirdiğimizde, iktisat ilminde çokça anılan insan rasyonel, çıkarıcı ve her daim kârını maksimize etme hâlet-i ruhiyesi içindedir anlayışının, ortaya varsayım olarak çıktığı coğrafya ve dönem için kabul edilebilir ya da o bölge insanı adına realize edilebilir bir tarafı bulunabilir ancak dünyanın geri kalanındaki tüm toplumları bu varsayım çerçevesinde değerlendirmek ne kadar rasyonel bir yaklaşımdır ve bu varsayımların bu şekilde genellenmesi temelde neye hizmet etmektedir, soruları da akıllara getirilmelidir. İşte tam da bu noktada, daha önce de bölüm içerisinde belirtildiği üzere, dünya ekonomisinin büyük aktörlerinin, faydaları ve dünyevi menfaatleri açısından arzuladıkları birey, nasıl bir birey olarak tariflenmelidir sorusu, iktisat ilmine katkı sağlamıştır, denilebilir. Fakat, bu büyük aktörlerin kendi durumlarına ve menfaatlerine uygun olduğunda dünyayı beş ülkeden teşekkül bir yer olarak algılama ve algılatma çabası, yerine göre ve ihtiyaç duyulduğunda, geriye kalan

tüm ülke toplumlarının bireylerini de potaya sokarak, insanı ekonomi ilmi açısından tek tip “rasyonel insan” olarak tanımlama ve tanımlatma çabasına evrilebilmektedir.

1.4. Klasik Finans ve Davranışsal Finans Ayrımı

Geleneksel Finans, bireylerin riskten kaçınma ve beklenen faydalarını maksimize etme davranışı sergilediklerini varsayar. Bireyler, bekledikleri fayda ya da getiri yeterli ise risk almayı tercih etmezler. Aynı zamanda kişilerin söz konusu riskten kaçınma düzeylerinin birbiriyle tutarlı olduğu varsayılır. Finans alanında yapılan çalışmalardan da anlaşılacağı üzere, yaygın bir biçimde kabul gören ve temel olarak alınan varsayım, bireylerin inançlarının, yargılarının ve verdikleri kararların tamamen rasyonel olarak şekillendiği yönündedir. Bu varsayım altında, finansal piyasalardaki aktörlerin, gelecekteki olaylar ile ilgili ortaya koydukları öngörülerini tamamen önyargısız ve tahminlerini de kendi çıkarları doğrultusunda kullanmaları beklenir (Tekin, 2016: 94).

Geleneksel ekonomi ve finans teorilerinin “rasyonel insan” varsayımına göre bireyler, o an hâlihazırdaki tüm bilgileri kullanabilme ve bu bilgileri en uygun şekilde işleme yeteneğine sahiptirler. Aynı zamanda bireylerin tercihlerinin zaman içerisinde istikrarlı ve tutarlı, kararın çerçevesinden de bağımsız olduğu varsayılır. Geleneksel modellerin öne sürdüğü diğer varsayımlara göre bireyler sınırsız rasyonalite, sınırsız irade gücü ve sınırsız bencillğe sahip ekonomi katılımcılarıdır (Thaler ve Mullainathan, 2008: 1).

Davranışsal finasta insanlar “rasyonel” değil “normal” kabul edilirler. Davranışsal finans modelleri, rasyonel olarak kabul edilen modellerin yatırımcı davranışlarını açıklamada yetersiz kalması dolayısıyla, piyasa anomalilerini daha yetkin bir biçimde açıklayıp anlamlandırabilmek amacıyla geliştirilmiştir. Davranışsal finans ile klasik finans teorilerinin arasındaki bir diğer fark ise kullanılan yöntemdir. Geleneksel finans çalışmalarında öncelikle ortaya bir model konulmakta ve bu modelin deneysel çalışmalarla doğruluğu tahlil edilmektedir. Davranışsal finasta ise, öncelikle Pazar davranışları müşahade altına alınmakta, sonrasında ise yapılan bu müşahadelerin sonuçlarına göre piyasadaki davranış biçimlerini açıklamak maksadı taşıyan bir model oluşturulmaya çalışılmaktadır. Ayrıca davranışçı teorisyenler, yatırımcıların yatırım kararı verirken, risk ve getiri haricinde başka etmenleri de dikkate aldıklarını, tüm değişkenlerin tetkik edilmesinin hatasız bir süreç olmadığını ve netice itibarıyla de alınan kararların faydayı maksimize etmekten ziyade en iyi olasılıkla yatırımcıyı tatmin eden kararlar olduğunu belirtmektedirler (Estrada, 2001: 6).

Davranışsal Finans özellikle sosyoloji ve psikoloji gibi davranış bilimlerinin yardımıyla beklenen fayda teorisi ve dar tanımlı rasyonel davranış paradigmasının öngörülerini ile çelişen gözlemlerin keşfedilmesi ve açıklanmasıyla ilgilenmektedir (Franfurter ve McGoun, 2000: 211). Davranışsal finans ve geleneksel finans teorilerinin ayrım noktası, izledikleri yöntemlerdir. Geleneksel finans çalışmalarında izlenen yaygın yaklaşım, bir model oluşturulmasını takiben ampirik çalışmalarla bu modelin doğruluğunun araştırılması şeklindeyken, davranışsal finasta önce piyasadaki davranış biçimleri gözlemlenir, sonra bu gözlemlerin sonucuna göre davranış biçimlerini açıklayan bir model oluşturulmaya çalışılır. Nitekim davranışsal finans modelleri finansal piyasalarda

insanların nasıl hareket etmesi gerektiğini değil, gerçekte nasıl hareket ettiklerini belirlemeyi amaçlamaktadır (Bostancı, 2003: 10).

Finans teorilerinin finansal piyasalarda görülen volatilitiyi tam olarak açıklayamaması, “rasyonel insan” davranışı temelinde kurgulanan finansal modellerin başarısızlığının piyasaların işleyişini önemli ölçüde etkilemesi gibi sebeplerle finans alanındaki birçok problemin çözümünde yetersiz kalmış ya da başarısız olmuştur. Bu durum bilim insanlarını yeni modellerin arayışına sevk etmiştir. Bu gelişmeler de, bilişsel psikolojiden beslenen Davranışsal Finans disiplininin 1980’li yıllarda ortaya çıkmasına zemin hazırlamıştır (Sefil ve Çilingiroğlu, 2011: 248-249).

Tablo 1. Rasyonel Yaklaşım- Davranışsal Yaklaşım Karşılaştırması

RASYONEL YAKLAŞIM	DAVRANIŞSAL YAKLAŞIM	PSİKOLOJİK ALT YAPI
Tanımlanmış Tercih	Ters Seçim, zamanlar arası uyumsuzluk	Referans bağımlılığı, çerçeve etkisi, erteleme
Belirsizlik Altında Karar Verme: Beklenen Fayda Teorisi	Beklenti Teorisi, Toplamsal Olmayan Karar Ağırlığı	Psikofizik, Uyum: Kayıptan kaçınma, mentâl muhasebe, doğrusal olmayan pi
Denge (Karşılıklı En İyi Cevap)	Öğrenme, evrim-gelişme	Genelleştirilmiş Destek
İndirgenmiş Fayda	Hiperbolik İndirgeme	Doğrudan mevcut olan için tercih
Kendi Ödemesini Maksimize Etmek (payoff)	Sosyal Fayda	Karşılıklı Hareket, Eşitsizliği Sevmeme
Bayesyen Değerlendirme	Önyargıyı Kodlama	Ulaşılabilirlik, Temsiliyet, Onaylama, Küçük Sayılar Kanunu

Kaynak: (Camerer, 1992:2; Camerer, 2002: 4).

BÖLÜM 2: PSİKOLOJİK OLGULAR VE DAVRANIŞSAL EĞİLİMLER

2.1. Psikolojik Olgular ve Tanımlar

2.1.1. Aşırı Güven Önyargısı

Aşırı güven, bireylerin sahip olduğu bilgilerin doğruluğuna normalde olduğundan daha fazla itimat etme ya da inançlarını bu bağlamda pekiştirme temayülünde olma hali olarak tanımlanabilir. Bilişsel psikoloji sahasında yapılan araştırmalar, genel olarak bireylerin aşırı güven duygusu ile hareket ettiklerini ortaya koymuştur. Aşırı güven önyargısı, bireylerin sahip oldukları bilgiye aşırı bir biçimde itimat etmelerine, riskleri düşük öngörmelerine ve yeteneklerini de abartmalarına sebebiyet vermektedir (Barak, 2008: 108- 109).

Aşırı güven önyargısı neticesinde bireyler elde ettikleri başarıları (kazançları) kabiliyetlerine (yeteneklerine) yorarken, kayıplarını (zararlarını) yahut başarısız oldukları durumları dışsal birtakım etmenlere, örneğin kötü talihe bağlamaktadırlar. Bu durumun, bireylerin değerlendirmeleri açısından süreklilik arz etmesi, insanların hatalarını görmezlikten gelmelerine, başarılarını da gereğinden fazla abartmalarına sebebiyet vermektedir (Cunningham, 2001: 18). Sözü edilen durum, bireylerin olumlu neticelenen durumlarda kendilerine pay çıkarma, aksi yani olumsuz neticelenen durumlarda ise birtakım imkânsızlıklardan yakınlık, var olan olumsuzluğu kendisinin dışındaki çeşitli alanlara kanalize etme temayülü olarak da tanımlanabilir.

Aşırı güven yanlılığını ölçmek amacıyla yapılan bir araştırmada, sürücülerin %80'i genel ortalamanın üzerinde ve daha iyi bir sürücü olduklarını dile getirirken, sahada aktif bir biçimde rol alan yatırımcılar üzerimde yapılan bir ankette ise yatırımcıların %50'sinden fazlası ortalamanın üzerinde kabiliyetlere sahip olduklarını iddia etmiştir (Moore vd. 1999: 95-114).

Tablo 2. 12 Aylık Dönemde Beklenen Piyasa ve Portföy Getiri Oranları

Beklenen Getiri	Haziran 1998	Eylül 1998
Gelecek 12 ay kendi portföyü	%15.20	%12.90
Gelecek 12 ay piyasa geneli	%13.40	%10.50

Kaynak: (Greg Ip, Wall Street Journal,14.09.1998)

Yukarıda Wall Street Journal gazetesinin 14 Eylül 1998 tarihli sayısında yatırımcıların önyargılarına ilişkin bir yazı kaleme alan Greg Ip'in makalesinden alınmış bir tablo yer almaktadır. Ip piyasadaki kötüleşmenin hemen ardından yatırımcıların davranışlarındaki değişimleri incelemiş ve çizelge yardımıyla bunu sayısallaştırmıştır. Tabloya göre söylenebilecek ve dikkate değer olan ilk şey, sıradan yatırımcının piyasayı Haziran 1998'deki öngörüsünde %1,8, Eylül 1998'deki öngörüsünde ise %2,4 geçme beklentisi içinde olmasıdır. Bazı yatırımcılar bunu başarabilecek durumda iken, sıradan yatırımcıların bunu yapması düşük bir olasılıktır (IP, 1998).

Aşırı güven, yatırımcıların bilgilerinin güvenilirliğini hatalı bir biçimde kritik etmelerine ve bu bilgiyi tahlil etme kabiliyetlerini aşırı tahmin etmelerine vesile olabilmektedir. Bu durum da yatırımcıları, hisse senedi değer tahminlerinde ve hisse senedi fiyatlarının ileri dönemlerdeki değişimlerine ilişkin tahminlerde, kendi öngörülerine haddinden fazla güven duymaya teşvik etmektedir. Aşırı güven aynı zamanda, hatalı yatırım tercihlerine,

aşırı işlem yapmaya, yüksek risk almaya sebebiyet vermekte ve nihayetinde de portföy getirilerinin azalmasına, yani kayıplara sebep olmaktadır (Nofsinger, 2001: 23).

Son olarak aşırı güven yanlılığının insana dair bir önyargı, bir eğilim olduğunu kabul ettiğimizde, bu yanlılığın ve bu yanlılığa dair neticelerin, objektif bir duyarlılıkla bir ölçüde bertaraf edilebilir olduğunu söyleyebiliriz. Ancak buradaki temel bir problem, bu yanlılığın farkındalığı ile hareket kabiliyetinin sıradan yatırımcılarda ne şekilde zuhur edeceğidir.

2.1.2. Aşırı İyimserlik (Optimizm) Önyargısı

Cornnicello (2004:30)'ya göre, “aşırı iyimserlik, kişilerin yetenek ve bilgilerini olduğundan fazla değerlendirmeleri durumudur. Zira her birey kendisinin ortalamanın üzerinde olduğuna inanır”. Aşırı iyimserlik, kontrol yanılsaması ve kendine atfetme yanlılığı neticesinde ortaya çıkmaktadır. İnsanlar olayları olduklarından daha fazla kontrol edebildiklerine ve de iyi neticelerin kendi kabiliyetlerinden, kötü neticelerin ise talihteki olumsuzluktan kaynaklandığına inanmaktadırlar. Örneğin, yazı tura oyununda turayı seçen bir kişi, tura geldiğinde “Ben bildim” derken, yazı geldiğinde “kötü şans” olarak yorumlamaktadır (Montier, 2002: 2).

Aşırı İyimserlik önyargısı, insanların sahip oldukları bilgiye aşırı güvenmesine ve var olan bu bilgilerini aşırı tahmin etmelerine, olayları kontrol etme kabiliyetlerinde aşırıya kaçmalarına ve riskleri düşük öngörmelerine sebebiyet veren bir önyargı türüdür. Sahada yapılan birçok çalışma ve deney bireylerin inançlarının optimizm önyargısından etkilendiğini ortaya koymuştur. Örneğin, sürücüler üzerinde yapılan bir çalışmada, muhataplara “Ne kadar iyi bir sürücüsünüz?” sorusu sorulmuştur. Bu soruya katılımcıların %80'i, kendi sürüş kabiliyetlerini ortalamanın üstünde bulduklarını söyleyerek cevap vermişlerdir (Barak, 2008: 110).

Optimizm önyargısı, kişileri hâkimiyet alanı dışındaki olayları düşük tahmin etme eğilimine yönleltebilmektedir. Bununla birlikte, aşırı iyimserlik önyargısı ile bireyler kontrol aldanması eğiliminde olmakta ve geleceklerini denetim altına alma hususunda aşırıya kaçmaktadırlar. Aşırı iyimserlik önyargısına sahip bireyler içtimai olaylarda şansın rolünü düşük tahmin etme eğiliminde olurlarken, şans olaylarını da hatalı bir biçimde idrak etmektedirler (Kahneman ve Riepe, 1998: 54).

Aslında “kimse yağurdum ekşi demez” ya da “kabahat samur kürk olsa kimse üstüne almaz” şeklindeki atasözlerimiz aracılığıyla da bir ölçüde özetlenen bu önyargı çeşidi, bireylerin sağlıklı ve yerinde öngörülerde bulunmasına engel teşkil edecek bir yanılsama olarak da yorumlanabilir.

2.1.3. Belirsizlikten Kaçınma ve Aşına Olma Önyargısı

Barak (2006: 112-113)'a göre, “Bireyler, belirsizlik içeren durumlardan korkarlar ve iki seçenek arasında karar verme durumunda kendilerine aşına olanı tercih ederler”. Aşına olma önyargısı olarak adlandırılan bu durumun temelinde belirsizliklerden kaçınma temayülü vardır. Bu bağlamda belirsizlikten kaçınma, bireylerin bilinmeyen olasılık ve

durumlardan ziyade, bilinen olasılık ve durumlara dayalı riskler almayı tercih ettiklerini ortaya koymaktadır (Bernstein, 2007: 332).

Davranışçı düşünür ve akademisyenler, insanların tanıdık ve bildik bulduğu şeyleri, bilmediklerine nazaran daha fazla tercih ettiklerini gözlemlemişlerdir. Bireyler iki riskli bir seçenekle karşı karşıya kaldıklarında az da olsa bir fikir sahibi olduğu seçeneği hiç bilgiye sahip olmadığı seçeneğe tercih etmektedir. Dolayısıyla bireyler hakkında az da olsa bilgi sahibi oldukları, tanıdık hissettikleri seçeneğe kendilerini daha yakın bulmakta ve tercihlerini de bu doğrultuda yapmaktadırlar. Yine benzer bir biçimde, bireyler kazanma olasılığı aynı olan iki seçenek arasında bir tercih yapmak durumunda kaldıklarında, daha çok tecrübeye sahip olduğunu düşündükleri seçeneği tercih etmektedir. Kimi zaman bireylerin, daha fazla risk unsuru barındırmasına ve kazanma ihtimali nispeten daha düşük olmasına rağmen görece aşına oldukları seçeneği dahi tercih ettikleri gözlemlenmiştir. Bazı bireylerin, çalıştıkları firmanın hisselerini, yabancı firmaların hisselerine tercih etmeleri bu önyargı vesilesiyle ortaya çıkan tutumlara bir örnektir. Tercih açısından verilen bu örneği, içtimai hayatta birçok alanda görmek mümkündür. Bu gibi durumları da aşına olma önyargısı başlığı adı altında değerlendirebiliriz (Nofsinger, 2001: 117). Bireylerin bilinmezlikten ve tanıdık olmayan durumlardan ziyade, aşına oldukları ve tanıdık bulduklarını düşündükleri durumlara tercihleri açısından kendilerini daha yakın ve yatkın hissetmeleri, bu önyargı çeşidi çatısı altında değerlendirilebilir.

Belirsizlikten kaçınma ve aşına olma önyargısının etkisiyle yatırımcılar, daha çok yerel ve kendi bildikleri, diğer bir ifadeyle aşına oldukları ve kendilerini tabir yerindeyse güvende ve daha tecrübeli olarak hissettikleri sularda gezinmeye iterek, aslında portföy çeşitlendirmesi yaparak elde edecekleri ekstra kazançlardan mahrum bırakılmaktadırlar. Dünyadaki tüm hisse senetlerinin %47,8'i ABD'ye, %26,5'i Japonya'ya ve %13,8'i İngiltere'ye aittir. Modern Portföy Teorileri, yatırımcıların portföylerini daha doğru bir şekilde çeşitlendirebilmesi için bu oranları dikkate alarak varlıklarını dağıtmalarını önermektedirler. Bu öneriye karşın, French ve Poterba, ABD, Japonya ve İngiltere'deki yatırımcıların sırasıyla %94, %98 ve %82'sinin bulundukları ülkedeki firmaların hisse senetlerine yatırım yaptıklarını tespit etmişlerdir (French ve Poterba, 1991: 222).

Yukarıdaki sayısal verilerle örneklendirilmiş durum adına söyleyebileceğimiz ilk şey, risk ve kazanç dengesinin yatırımcı tarafından iyi tetkik edilmesi gerektiğidir. Bununla birlikte, tercih noktasında aşına olunana eğilim göstermenin bizleri uğratacağı kaybın katlanılabilir olması da önem arz etmektedir. Ayrıca sayısal veriler ışığında, ABD, Japonya ve İngiltere dışındaki hisse senetlerinin hatırı sayılır yüzdesi göz önüne alındığında, yatırımcıların aşına olma önyargısı çerçevesinde davrandıkları da dikkatten kaçmamalıdır.

2.1.4. Pişmanlık Teorisi

Graham Loomes ve Robert Sugden tarafından 1982 yılında geliştirilen Pişmanlık Teorisinde, belirsizlik altında karar verme durumunda, pişmanlığın etkisi karar verme sürecine dahil edilmiştir (Ertan, 2007: 70). Dolayısıyla yatırımcıların hem yatırım öncesi

hem de yatırım sonrası, yatırım kararlarına dair hissiyatları ve bunların bireylerin tercihlerine olan etkisi, sürecin kendisinden bağımsız değildir.

Pişmanlık; alınan kararların kötü sonuçlanması ile ortaya çıkan duygusal üzüntüdür. Yani, doğru karar verilmemesinden kaynaklı ortaya çıkan bir duygu halidir. Dolayısıyla söz konusu bu duygu durumu, bireylerin yatırım kararlarının seyrini tercih noktasında etkileyebilmektedir (Döm, 2003: 90-91; Döm, 2004: 123). Bu bağlamda, insan ve onun duygusal boyutu her ne kadar iktisat bilimi açısından belli bir kalıba oturtulmak marifetiyle hatırı sayılır bir düzeyde görmezden gelinse de bireyler birtakım tercihlerde bulunurlarken, doğası gereği, duygularını da sürecin içine katarak hareket etmekte, bu da alınan kararların dinamiklerine menfi ya da müspet etki edebilmektedir.

Yatırımcılar, değer kaybeden hisse senetlerini elde tutma ve kazananları ise ivedilikle elden çıkarma eğilimi içerisindedirler. Bu durum literatürde pişman olma teorisi ile açıklanmaktadır. Yatırımcılar ellerinde bulundurdıkları hisse senedini satma kararı aldıkları anda söz konusu senedin ilk satın alma fiyatından etkilenmekte ve bu durum da bireyleri pişmanlık duymaya sevk etmektedir (Barak, 2008: 117). Bu hadise, “kaçan balık büyük olur” deyimini ile paralellik arz etmektedir. Bireylerin, kaçırılan fırsatı gözlerinde büyütmesi ya da kayba gereğinden fazla değer atfetmesi şeklinde gösterdikleri eğilimler, bu önyargı kapsamında değerlendirilebilir.

Psikolojik bulgular çoğu insanın yaptıkları şeylerdense yapmadıklarına daha fazla pişmanlık duyduklarını ortaya koymuştur. Bunun yanında, insanlar genellikle, kötü sonuçlara yol açacak olayların, beklenmedik ve nadir görülen yönleri hususunda daha detaylı düşünme eğiliminde olmakta ve pişmanlıklarını olayların anormal ve beklenmedik yönlerine odaklamaktadırlar (Kahneman ve Riepe, 1998: 62- 63).

Loomes ve Sugden (1982: 815-824)’e göre, vergi oranlarındaki bir artıştan dolayı fazladan ödenecek olan 250 TL ile kumarda kaybedilen 250 TL arasında hissedilecek pişmanlık duygusu ve üzüntü aynı değildir. Benzer şekilde, 250 TL maaşı olan bir bireyin lotodan 250 TL kazandığında hissedeceği haz, maaşını aldığı anda hissedeceği hazdan daha fazladır. Gollier ve Salaniê (2006: 4)’e göre, toplam parası 200 TL olan ve bunun 100 TL’si ile şans oyunları oynayarak kazanan bir kişinin sevinci, bir süre sonra parasının tamamı ile kumar oynamadığı için üzüntü ve pişmanlığa dönüşecektir.

Loomes ve Sugden’nin, sonrasında ise Gollier ve Sallaniê’nin konuya ilişkin örneklerindeki durumların dikkat çekici yönü, bireylerin kendi iradeleriyle ve farkında olarak aldığı kararlar neticesindeki kazanımlarında ekstra mutluluk, kayıplarında ise ekstra üzüntü yaşamasıdır.

Odean (1998) yedi yıllık bir dönemi ve on bin yatırım hesabını içeren çalışmasında, yatırımcıların kazanan hisse senetlerini incelemeye tabi tutmuştur. Satma yönünde tavır sergilenen hisse senetlerinin, takip eden yılda piyasaya göre %2,5 kat daha fazla kazanç getirdiğini, kaybettirenlerin ise uzun süre elden çıkarılmadığını ve söz konusu hisse senetlerinin bir sonraki yılda piyasanın %1,6 altında kaldığını belirlemiştir (Odean, 1998: 1775). Bu temayül, yatırımcıların telafi etme davranışı ile yakından ilintilidir. Telafi etme davranışı insanların, kaybettikleri ile barışık olamama eğilimidir. Telafi etme duygusu,

bilgili veya bilgisiz tüm yatırımcıları etkisi altına alabilmektedir. Aynı zamanda yatırımcıların kaybı kabullenmeme yönündeki eğilimleri daha büyük kayıpları da beraberinde getirebilmektedir (Barak, 2008: 118). Telafi etme duygusunun bilgili yahut bilgisiz tüm yatırımcı kararlarına etki edebileceği göz önünde bulundurulduğunda, bireylerin yatırım süreçlerini tahlil ederken objektif bir tavır takınmaları ve yanlış alınan karar ile ilgili ısrarcı bir tutum sergilememeleri, kendi yatırım menfaatleri açısından önem arz etmektedir.

2.1.5. Yatınlık Etkisi

Odean (1999), *Yatınlık Etkisini* kayıptan kaçınma bakış açısı ile açıklamıştır. Yatırımcılar önceki kazançlara bağlı olarak riskten uzak durma eğilimindeyken, önceki kayıplara bağlı olarak ise riske karşı cüretkâr olma eğilimi içindedirler. Hisse senedinden yüksek getiri elde etmiş bir yatırımcı riskten uzak durur ve yatırımcı hisse senedinin değeri düşmeye başlar kaygısı ile kazandıran hisse senedini ivedi bir biçimde elden çıkarma telaşına düşebilir. Elinde bulundurduğu hisse senedinin fiyatı düşmüş olan bir yatırımcı ise, “Hisse senedinin değeri olabildiğince düştü, daha fazla düşemez ve bundan sonra yükselişe geçecektir” düşüncesiyle, kaybettiren hisse senedini elinde tutmaya devam eder, hatta riske girerek ilave hisse senedi alma eğilimi içerisinde dahi olabilir. Bu gerçek dışı inançlar *Yatınlık İlkesi* ile açıklanmaktadır (Odean, 1999: 1279-1298).

Nofsinger (2001), *Yatınlık Etkisini* pişmanlık ve gurur duygularını öne çıkararak açıklamaktadır. Yatırımcılar acil nakit ihtiyaçlarını giderebilmek maksadı ile portföylerinde bulundurdıkları %20 kazandıran veya %20 kaybettiren hisse senetlerinden birini satmak zorunda kaldıklarında, tercihlerini kazandıran hisse senedini satma yönünde kullanılmaktadırlar. Yatırımcılar, hisse senetlerini gelir elde edebilmek için satın almaktadırlar ve kazanan hisse senedini sattıklarında, söz konusu hisseyi satın almakla doğru karar verdiklerini düşünerek kendileri ile kazandıran bu karar neticesinde gurur duyarlar. Yatırımcılar, kaybettiren hisseyi elden çıkarmak hususunda ise, zarar ettiklerini düşündüklerinden, söz konusu hisseyi satın almaktan dolayı pişmanlık duygusu yaşayacaklardır. Bu nedenlerle yatırımcılar, pişmanlıktan kaçınma ve gururlanma isteklerine bağlı olarak, kazandıran hisse senetlerini kolaylıkla elden çıkarma temayülü sergilerken, kaybettiren hisse senetlerini çok uzun süre elde tutma eğilimi içerisinde olabilmektedirler (Nofsinger, 2001: 48). Bu durumun ardında da insan tabiatı, fıtratı yatmaktadır. Bireyler, gururlanmalarına vesile olacak şekilde neticelenen olaylara bağlılık duyma, aksine pişmanlık duymalarına sebebiyet verecek durumlardan ise kaçınma eğilimi sergilemektedir.

Yatınlık etkisine ilişkin vurgulanması gereken noktalardan bir tanesi de, önceki yatırım getirilerinin, yatırımcının gelecekteki kararlarıyla ilgili risk davranışını etkilemesi hususudur. Likidite ihtiyacı olan ve hisselerle ilişkin yeni bir bilgiye sahip olmayan yatırımcı, iki senet arasında tercih yapmak durumunda kaldığı zaman, tercihini artış gösteren hisse yönünde kullanacaktır. Bunun nedeni ise yatırımcıların hisse senetlerine ilişkin referans noktası olarak, satın alma fiyatlarını baz almalarıdır (Barak, 2008: 122).

Görüldüğü üzere, Nofsinger'in de gurur ve pişmanlık gibi gayet insana özgü duygularla ifade ettiği şey, aslında bireylerin psikolojik ve duygusal yapılarının ve bu olgulara bağlı olarak gelişen düşünüş biçimlerinin, kazanç ve kayıp noktasında, yatırım kararlarına kritik etkilerde bulunabileceğidir.

2.1.6. Bilişsel Çelişki Kuramı

Festinger (1957) *biliş* kavramını; bireyin kendine, davranışına ve etrafındakilere dair bildikleri olarak tanımlamaktadır (Döm, 2003: 101).

Festinger bilişsel çelişkiyi, birbiriyle ilgili ya da ilgisiz olabilen iki biliş varsayımı üzerine temellendirmektedir. Birbiriyle ilgili iki biliş ya uyumlu ya da çelişkili olmak durumundadır. Bir biliş diğeriyle tutarlı ya da birbirini izliyorsa uyumdan, ters düşüyorsa da çelişkiden söz edilir. Çelişkinin varlığı birey üzerinde psikolojik olarak rahatsızlık veren bir durum olup, bireyi çelişkiyi azaltmaya yönelterek bilgidan uzaklaşmasına yol açmakta ve bu da çelişkiyi arttırmaktadır. Çelişkinin büyüklüğünü; tutarlı olmayan biliş adedi, uyumlu ve çelişkili bilişlere verilen izafi ağırlık ve bilişler arasındaki ayrılık derecesinin yüksekliği, belirlemektedir (Barak, 2008: 115).

İnsan hafızası duygusal ve fiziksel tecrübeleri algıladığından yaşananları rasyonel bir biçimde kaydetmez. Bu kavrayış, yaşananların ortaya çıkış biçiminden etkilenmektedir. Beyinde vakaları kaydetme süreci, tecrübelerin farklı hususiyetlerini depolayabilir. Depolanan bu özellikler, sonrasında anımsama için zemin oluşturur. Hafıza, uyarlayıcı bir fonksiyona sahip olduğundan geçmişte yaşanmış bir durumun, gelecekte de arzu edilmesi ya da yaşanan bu olaydan imtina edilmesi gerekıp gerekmediğini belirler. Örnek vermek gerekirse, yaşadığınız bir tecrübeyi gerçekte olduğundan daha kötüymüş gibi anımsarsanız, gelecekteki benzerlerinden de kaçınmak üzere şartlanırsınız. Aksine bir deneyimi gerçekte olduğundan daha müspet anımsarsanız benzer tecrübeleri yaşamak için çok çaba sarf etmek şeklinde bir eğilim sergileyebilirsiniz (Nofsinger, 2010: 40). Bu bağlamda beynin uyarlayıcı özelliği nedeniyle yatırım kararlarında ortaya çıkabilecek yanılsamaları idrak ederek hareket etmek, bireylerin sağlıklı kararlar almasına yardımcı olacaktır.

Nofsinger (2001); bireylerin inançlarının geçmişte aldıkları kararlar ile uyumlu olması için değişebileceğini savunmaktadır. Örneğin, at yarışı bahisçileriyle ilgili olarak yapılan bir araştırmada, bahis parasını henüz yatırmış olan bahisçilerin, para yatırmak için sırada bekleyen bahisçilere nazaran kazanma şanslarının daha yüksek olduğuna inandıkları tespit edilmiştir. Bahisçiler, parayı yatırmadan önce şansları hakkında belirsizlik hissederken, parayı yatırdıktan sonra inançları kesinlik kazanarak aldıkları kararla uyumlu olarak değişmiştir (Nofsinger, 2001: 103). Görüldüğü üzere, bireylerin geçmişte yaşamış oldukları olumlu veya olumsuz tecrübeler, belleklerdeki uyarlama mekanizmaları aracılığıyla, gelecekteki davranışları üzerinde pekiştirici etkiler oluşturmak suretiyle, aldıkları kararlarda birtakım yanılsamalara yol açabilmektedir.

Heiko'ya (2001: 13) göre, bir yatırıma ilişkin kaybetme bilişi, yatırımcı üzerinde yatırımın başarısızlıkla sonuçlanacağına dair olumsuz duygular uyandırabilmekte ve bu biliş bireylerin yatırım kararlarında esas kabul ettikleri rasyonel yatırım yapma bilişi ile

çelişmektedir. Yani daha önce sahip olunan müspet hisler sonradan gelişen kaybetme durumu ile çatışmaktadır. Bu durumda yatırımcılar, kendilerini haklı çıkarma duygusuna kapılmakta ve bu kendini haklı çıkarma duygusunu da davranışa dökerek, yatırımın yeniden değer kazanacağı ya da olumsuz hâlin çok sürmeyeceği şeklinde yeni bilişler meydana getirmektedirler. Bu türden bilişler de yatırımın geleceği konusunda önyargılı tahminlere neden olmaktadır.

Dolayısıyla zihnin bireye yaşattığı yanılsamaların yatırım kararları üzerindeki etkisi açısından ele alınan yukarıdaki bahse konu olan durum, bireylerin bazı durumlarda gururlarına ya da doğru kararlar verdikleri hususundaki ısrarcı tavırlarına, rasyonel düşünüşe aykırı olacak şekilde, getiri sağlayabilecekleri durumlara nazaran daha fazla önem atfettiklerini ortaya koymaktadır.

2.1.7. Mental (Zihinsel) Muhasebe ve Batık Maliyetler

Zihinsel muhasebe kavramı ilk kez Richard Thaler'in (1980) beklenti teorisini tartıştığı çalışmasında ortaya atılmıştır. 1985 yılında Werner F. M. De Bondt ve Richard Thaler "*Does the stock market overreact?*" isimli çalışmalarında zihinsel muhasebeyi "bireylerin ve hane halklarının finansal etkinliklerini planlarken, değerlendirirken ve takip ederken kullandıkları bilişsel operasyonlar" olarak tanımlamışlardır (Sewell, 2010: 3).

İster büyük firmalar isterse de bireyler olsun, tüm organizasyonların kendilerine has muhasebe sistemleri mevcuttur. İşletmeler, parasal durumlarını, muhasebe hesapları yardımıyla takip etmektedir. Bireyler de firmalara benzer bir şekilde, tercihlerini ayrı zihinsel hesaplara kaydetmektedir. Kararlarımız açısından bir seçeneğe ait olan netice, beynimizdeki zihinsel hesaba kaydedildikten sonra, o sonucun değerlendirilme şeklini etkilemektedir. Bu nedenle zihinsel hesapların varlığı, bireylerin kararlarına etki etmektedir (Thaler, 1985: 199).

Zihinsel muhasebe, üç bileşene dayandırılarak değerlendirilmektedir. İlk bileşen, neticelerin yorumlanıp idrak edilmesi ve kararların alınıp değerlendirilmesi süreçleriyle ilgili tahlilleri içermektedir. Muhasebe sistemi burada hem ex-ante (umulan) hem de ex-post (fiili) maliyet-fayda analizi adına gereken girdileri sağlamaktadır. İkinci bileşen, belirli etkinliklerin belirli hesaplara aktarılmasından oluşmaktadır. Muhasebede olduğu gibi, zihinsel muhasebede de sermayenin kaynakları ve kullanımı etiketlenmektedir. Tüketim, çeşitlerine göre kategorize edilmekte, harcamalar bütçeler sebebiyle kısıtlanmaktadır. Üçüncü bileşen ise hesapların hangi aralıklarla değerlendirildiğiyle ilgilidir. Hesaplar günlük, aylık ya da yıllık olarak değerlendirilmekte, dar ya da geniş olarak tanımlanabilmektedir. Tüm bu sayılanlar ekonomik teorisinin değiştirilebilirlik ilkesine uymamakta ve netice itibarıyla zihinsel muhasebe, seçimleri etkileyebilmektedir (Thaler, 1999: 183).

Örneğin, Oktay Ailesi, hayallerindeki tatil evi için 15000 USD biriktirmiştir. Beş yıl içinde istedikleri evi almayı umut etmektedirler. Birikimleri para piyasası hesabında bulunup %4 getiri sağlamaktadır. Oktay Ailesi, aynı zamanda, 11000 USD'ye yeni bir araba almış ve bu arabayı yıllık %9 faiz oranı içeren 3 yıllık bir krediyle finanse etmiştir. Bu örnekte, para piyasasında değerlendirilen tatil evine ilişkin tasarruf %4'lük bir kazanç

sağlamaktadır. Oktay Ailesi'nin güvenli, %9 kazanç sağlayan bir yatırım aracı bulduklarında ne kadar heyecanlanacaklarını düşünün. Fakat bu %9'luk fırsatla karşılaştıklarında, onlar büyük bir olasılıkla bu seçeneği değerlendirmeye dahi almamışlardır. Bu fırsatı, 11000 USD'yi banka yerine kendi birikimlerinden ödünç almakla gerçekleştirebilirlerdi ve bu durumda %9'luk faiz oranı Oktay Ailesine kâr kalırdı. Eğer böyle yapmış olsalardı, tatil evi için para piyasasında değerlendirdikleri tasarrufları üç yılın sonunda 1000 USD'den daha fazla olacaktı. Para etiketlerle birlikte anılmaz, parayı insanlar, yani bizler etiketleriz. Bizler parayı; kirli para, kolay para, bedava para gibi çeşitli biçimlerde isimlendiririz. Oktay Ailesi, zihinsel hesaplarında tasarruflarını “tatil evi” olarak etiketlemişlerdir. “Yeni araba” mental hesabı ile “tatil evi” hesabının birleştirilmesi servetlerini maksimize edeceği halde Oktay Ailesi bunu yapmak için kendilerini ikna edememişlerdir (Nofsinger, 2014: 59-60).

Dolayısıyla bir varlığı zihinsel olarak etiketlediğimiz ya da ona çeşitli isimler vermek suretiyle kategorize ettiğimizde, yukarıdaki örnekte de olduğu gibi, rasyonel seçenek gözümüzün önünde duruyor olmasına rağmen, varlığı etiketlediğimiz alan sınırlarına çıkaramayarak elde edebileceğimiz kârlı alışverişlerden mahrum kalabiliriz.

Konunun diğer bir boyutu olan “Batık Maliyetler” olgusundan da bahsetmekte fayda var. Muhasebeciler ve ekonomistlere göre, geleceğe yönelik hesaplarda yeri ve geri dönüşü mümkün olmayan yatırımlar “Batık Maliyetler” olarak tanımlanmaktadır. Bu açıdan değerlendirildiğinde, hali hazırda yapılmış olan tüm yatırımların Batık Maliyet olduğunu söylemek mümkündür (Özen, 2004: 16).

Batık Maliyetlerin, büyüklük ve zamanlama olmak üzere iki önemli boyutu bulunmaktadır. Örneğin, bir ailenin uzunca bir zamandır gitmeyi planladığı etkinlikle ilgili biletleri vardır ve bilet bedeli kişi başına 50 TL'dir. Kötü bir tesadüf olarak etkinlik günü hava muhalefeti söz konusudur. Aile halen etkinliğe gidebilecek durumdadır, fakat yolculuk esnasında yaşanabilecek olası zorluklar ailenin etkinlikten alacağı hazzı baltalayacaktır. Bu koşullar altında aile, biletlerin ücretini kendilerinin karşıladıkları durumda mı, yoksa biletler kendilerine hediye edildiği durumda mı etkinliğe katılmaya daha istekli olacaktır? Çoğu kişi, bilet ücretini kendi ödediği durumda etkinliğe gitmeye daha istekli olmaktadır. Etkinliğe gidip gitmeme konusunda alınacak kararda belirleyici olan husus, kar fırtınası ve onun yaratacağı güçlükler değil, “Batık Maliyet” etkisidir. Bilete para ödeyen insanlar zihinlerinde bir mental hesap açmaktadırlar. Eğer etkinliğe gitmezlerse, bu mental hesabı söz konusu etkinlikten alacakları faydayı elde edemeden ve bunu bir kayıp gibi algılayarak kapatacaklardır. Aile, kaybın yaratacağı duygusal rahatsızlığı bertaraf edebilmek adına etkinliğe gitme konusunda daha arzulu olacaktır. Biletler için para ödememiş olsalardı, mental hesabı herhangi bir fayda ya da maliyet olmaksızın kapatabilirlerdi. Bu örnek, Batık Maliyetin büyüklüğünün yapılan tercihlere etkisi bakımından önemlidir (Nofsinger, 2001: 82- 83).

2.1.8. Sürü Davranışı

Nofsinger'e (1999: 3) göre Sürü Psikolojisi, bir grup yatırımcının aynı zaman aralığında aynı hisse senedini almaları ya da satmalarıdır. Sürü davranışı ya da eğilime uyma

mefhumu sosyal hayatta çokça rastlanan olgulardır. Bir kitabın çok satanlar listesinde bulunması sebebiyle satın alınması ya da moda olana meyil etme telakkisi sürü davranışının en karakteristik örnekleridir. Bilhassa küçük yatırımcıların bilgiye erişim noktasında karşılaşmış oldukları maliyet ve güçlükler, bu tür yatırımcıları piyasada genelde ne yapıyorsa, onu yapmaya itmektedir (Tufan, 2008: 68). Bununla birlikte hisse senedi piyasasındaki yatırımcıların birbirleriyle olan al sat ilişkileri, sürü davranışı perspektifinden ele alındığında, bir nevi domino etkisi oluşturarak piyasalara hatırı sayılır etkilerde bulunabilir.

Bikhchandani, Hirshleifer ve Welch (1992: 992-1026) ortaya koydukları çalışmada, bireylerin yatırım kararı alırlarken yalnızca kendi bilgilerini değil, diğer yatırımcı davranışlarını da yakinen takip ettiklerini ve söz konusu yatırımcıların bilgilerinden de tercihleri noktasında faydalandıklarını belirtmişlerdir. Bu bağlamda bireylerin yatırım kararlarında diğer yatırımcıların kararlarının da etkisinin bulunduğunu söylemek yanlış olmaz.

Yatırımcılar çoğu kez Sürü Davranışını başka bir olguyla, “grup düşünme” (toplu düşünme) davranışı ile karıştırmaktadırlar. Oysa grup düşünme, türdeş gruplarda üyelerin aynı sonuca (ve çoğu kez yanlış) varma temayülüdür. Kitle veya sürü davranışı, kalabalıktan birinin ani eylemlerinin bulaşıcı niteliğini ifade eder; bu da genelde panik ve şiddet yönünde bir bulaşıcılıktır (Peterson, 2012: 304). Dolayısıyla grup düşünme ile sürü davranışının farklı kavramlar olduğunu belirtmekte fayda var.

Rasyonel Sürü Davranışı başlığı altında belirtilmesi gereken üç sürü davranış türü mevcuttur. Bunlar; Bilgiye Dayalı Sürü Davranışı, Saygınlığa Dayalı Sürü Davranışı ve Ücrete Dayalı Sürü Davranışıdır.

- Bilgiye Dayalı Sürü Davranışı (Bilgisel Şelaleler): Eğer karar verme aşamasında sürüye katılan her bir bireyi bir sonraki takip ederse bu bilgisel şelalenin başlamış olduğunun göstergesidir. Bilgisel şelalelerde önceki işlemlerin kişisel bilgiyle uyuşup uyuşmadığına bakılmaz, herkes kendinden bir önceki kişinin kararını taklit eder ve bu şekilde ilk başta bu şelaleyi başlatan bilgi, optimal bilgi olarak algılanır (Alevy vd., 2003: 2).
- Saygınlığa Dayalı Sürü Davranışı: Keynes’e (1936) göre yatırımcılar zıt yönlü davranışlarının rasyonel karar vericiler olarak saygınlıklarına zarar vereceği endişesiyle, kendi bilgileri hususunda istekli olmayabilirler (Döm, 2003: 143-144) Saygınlığa Dayalı Sürü Davranışı ilk bakıldığında rasyonel olarak telakki edilmese de iş hayatındaki saygınlıklarını sürdürmeyi hedefleyen yöneticilerin perspektifinden oldukça rasyoneldir. Çünkü sürü davranışı ile hareket edildiğinde menfi sonuçlar ortaya çıksa dahi çoğunluğa uyulduğu için ortada inanılır bir bahane olacak ve yöneticilerin itibarları da zarar görmeyecektir. Ancak herkesin kazandığı bir ortamda zarar etmek saygınlığı zedeler (Scharfstein ve Stein, 1990: 465-479).
- Ücrete Dayalı Sürü Davranışı: Ücret kaynaklı sürü davranışı yaklaşımının temelinde fon yöneticilerinin başarımlarını değerlendirmesinin diğer fon yöneticilerinininki ile kıyaslanması vardır. Eğer değerlendirme söylenen biçimde

değil de mutlak değer olarak yapılıyor olsaydı bu çeşit bir sürü davranışının ortaya çıkması engellenmiş olurdu (Borenzstein ve Gelos, 2000:5). Diğer bir deyişle, fon yöneticileri ile performans açısından karşılaştırmalı olarak belirlenen ücret ve bu ücretteki yanlış verilen yatırım kararlarından kaynaklanan düşüş endişesi, fon yöneticilerinin kararlarını temayüle uyma noktasında etkilemektedir.

Başlığı İrrasyonel Sürü Davranışı açısından ele alacak olursak, Kahn (2004)'a göre yatırım kararlarının alınması sırasında, yatırımcıları rasyonellik dışı hareketlerde bulunmaya itebilecek üç tane etmen bulunmaktadır. Bunlar: sezgisel birleştirme, kendini kandırma ve sosyal etkileşimdir. Sezgisel birleştirme kısıtlı dikkat, hafıza ya da bilgi işleme yeteneği sebebiyle belirli bir bilginin alt kümesine odaklanma ile ortaya çıkmaktadır. Bu durum bireylerin kişisel bilgisini genelleştirmesine ve mevcut olaydan hareketle geleceğe dair öngörülerde bulunmasına sebep olabilir. Kendini kandırma halinde ise yatırımcı, almış olduğu başarılı kararların nedenini kendi yeteneğinden, başarısız kararlarınıninkini ise kötü talihten bilmektedir. Bu düşünce şekli de yatırımcının kendine haddinden fazla güvenmesine sebebiyet verir. Sosyal etkileşim durumunda ise birey, içinde bulunduğu topluluğun davranışlarını benimseme, bunlara itaat etme ve sürü davranışı gösterme eğilimindedir (Altay, 2008: 33-34).

Tablo 3. Temel Psikolojik Eğilimler

	EĞİLİM	TANIM
BİLİŞSEL	Çerçeveleme	Olayların sunuluş şekline bağlı farklı tepkiler verme
	Zihinsel Muhasebe	Varlıkları karakteristik özelliklerini yok sayarak gruplama
	Belirsizlikten Kaçınma	Belirsizlik durumlarında riskten kaçınma
	Muhafazakarlık	Yeni bilgileri yetersiz şekilde değerlendirme
	Temsiliyet	Yeni bilgileri, geçmiş bilgileri kullanarak değerlendirme
	Ulaşılabilirlik	Varlıkları değerlendirirken kolay ulaşılan bilgiyi kullanma
	Aşırı Güven	Sahip olunan bilgilerin doğruluğuna duyulan aşırı güven
	Doğrulama	Sahip olunan inançları doğrulayan bilgilere odaklanma
	Bilişsel Uyumsuzluk	Davranışları inançlarla bağdaştıramama
DUYGUSAL	İyimserlik	İyi sonuçlu senaryolara fazla odaklanma
	Yatkınlık	Değeri düşen varlığı elde tutup, değeri yükselen varlığı elden çıkarma
	Hakimiyet	Olayları kontrol edebilme gücünü olduğundan fazla algılama
	Sahiplik	Sahip olunan varlığa fazla değer biçme
	Statüko	Değişime direnç gösterme

Kaynak: (Sefil ve Çilingiroğlu, 2011: 255)

2.2. Beklenti Teorisi ve Davranışsal Finans

Davranışsal iktisat, iktisat bilimi ve daha çok davranışsal olarak tasvir edici diğer sosyal bilimlerden müteşekkildir. Diğer bir deyişle, iktisat kuramının tanımlayıcı kıymetini geliştirmek maksadıyla iktisatçıların, iktisat biliminden ve diğer sosyal bilimlerden

araştırma ve yöntemleri bir araya getirmeleri, davranışsal iktisadı ortaya çıkarmıştır. Başka bir deyişle Davranışsal İktisat, sosyal bilimlerde iktisat biliminin kuramsal ve metodolojik yaklaşımlarına dayanan ancak gerçek davranışı dikkatle tetkik edip, gözleyen ve var olan kuramı değiştirmek için bu gözlemin bulgu ve neticelerinden yararlanan bir araştırma alanıdır. Davranışsal iktisadın asıl katkısı, geleneksel iktisat kuramının insan davranışının tarifleniş bakımından eksik bir kuram olduğuna dikkat çekmesidir ve tüm davranışsal araştırmaların nihai hedefi, iktisadi analizi tanımsal olarak yetkin hale getirmektir (Weber ve Dawes, 2013: 103-123). Dolayısıyla Davranışsal İktisat, sosyal bir bilim olan iktisadın temelde birey ve davranışlarına dair ortaya koymuş olduğu tanımlamaların yetersiz kalan parçalarını tamamlamak, bunları daha gerçekçi ve yetkin hale getirmek adına çabalayan bir araştırma alanıdır.

Davranışsal iktisadın kökleri Adam Smith'in 1779 yılında yayınladığı *Theory of Moral Sentiments* adlı çalışmasına kadar dayanmaktadır. Adam Smith bu eserinde bireysel davranışın psikolojik prensiplerini ortaya koymuştur. Smith'in çalışmasının bazı bölümleri bireysel tercih ve kararların özelliklerine ilişkindir. Burada zarardan kaçınma, zamanlar arası tercih ve aşırı güven gibi kavramlar incelenmiştir. Tartışmanın diğer kısımların da ise toplumsal ortamlarda zuhur eden tercihlere odaklanılmıştır. Bunlardan bazıları fedakârlık, adalet ve piyasalarda güvenin nasıl oluşturulacağı ile ilgili kavramlardır (Ashraf vd., 2005: 132). Smith'in bahse konu olan çalışması ile birlikte denilebilir ki, tüketici davranışının ve onun tercihlerinin algısal, duygusal ve psikolojik faktörlerden ne derece etkilendiği ortaya konularak, davranış iktisadının da temelleri atılmıştır.

Teorik olarak Davranışsal Finans ise temelleri 1960 yılında Fama tarafından atılan Etkin Piyasalar Hipotezi'ne bir eleştiri, zayıf etkin piyasalara da örnek olarak ortaya çıkmıştır. Akımın son yıllarda popüler hale getiren ise, 2008 krizi esnasında mortgage fiyatlamalarında rasyonel fiyatlamamanın içerisinde insana özgü algıların da var olduğu gerçeğidir. Bu bağlamda yapılan çalışmalar ile klasik finans modellerinde öngörülenin aksine yatırımcıların “rasyonel” hareket etmedikleri ve tercihlerini optimize edemedikleri ortaya çıkmıştır. Bilişsel sınırlar, psikolojik önyargılar, belirsizlik, geçmiş tecrübeler gibi mefhumlar, finansal ve ekonomik birtakım kararlarda yatırımcıların rasyonellikten uzak, güdülerinin ve hislerinin kontrolünde karar almalarına neden olmaktadır. Bu noktadan hareketle Davranışsal Finans Teorisi ise, insanı “rasyonel” olarak kabul eden klasik teori ve modellere alternatif olarak geliştirilmiş, irrasyonelite ve birey psikolojisinin yatırım kararları üzerindeki etkisi üzerinde durmuştur (Sansar, 2016: 137).

Beklenti Teorisi, ilk defa Kahneman ve Tversky (1979) tarafından ele alınan, risk koşullarında karar almaya ilişkin betimleyici bir karar analizi modelidir. Bireylerin risk koşullarında nasıl karar aldıklarını irdelemektedir (Barberis, Huang ve Santos, 1999: 7). Beklenti Teorisi önemi ve etkisini, teorik anlamda yaygın kabul gören ve finans alanında yaygın kullanım alanı bulan beklenen fayda teorisinin eksik yanlarını ortaya koyan, psikoloji literatüründe önemli bir yere sahip olmasından almaktadır. BFT, finans literatüründe, belirsizlik koşullarında rasyonel davranış ele alan bir teori olup, yatırımcıların rasyonel davrandığını varsayan pek çok finansal teoriyi etkilemiş bir

yaklaşımıdır. Ancak beklenen fayda teorisinin, belirli koşullar altında bireysel davranışların öngörülmesinde sistematik hatalar içerdiği de bilinmektedir (Barak, 2008: 78). İşte tam da bu noktada devreye giren Davranışsal Finans, iktisat ilmindeki “rasyonel insan” kavramına farklı bir bakış açısı getirmiş, işin içine psikoloji ilmini de katarak bireylerin almış oldukları kararların risk ve belirsizlik altında her zaman rasyonel olamayacağını ya da rasyonellikten sapılan durumları ampirik deneylerle test ederek vardığı sonuçlar itibariyle, iktisat dünyasında yeni ufuklar açmıştır.

2.2.1. Referans Noktası ve Risk Eğilimi

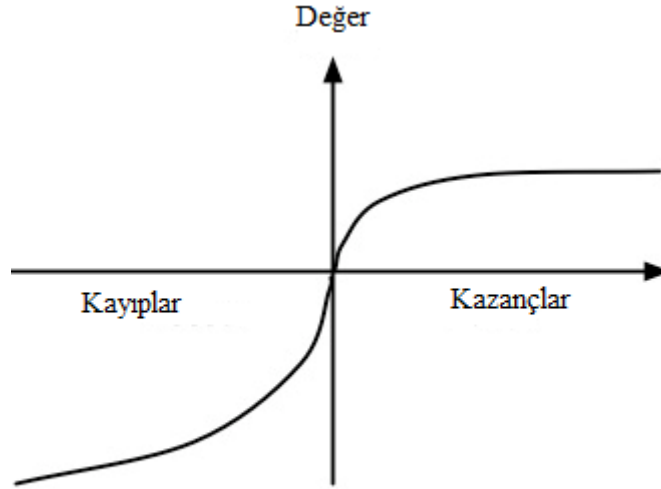
Davranışsal finasta, insanlar küçük sonuçları servet durumuna göre değil, kazanç, kayıp ya da nötr neticeler olarak ele alıp var olanın muhafazası şeklinde değerlendirmektedirler. Oysa Beklenen Fayda Teorisi’ne göre rasyonel karar vericiler her daim servetlerini maksimum kılacak şekilde bir tercihte bulunurlar. Karar analizinde de karar neticeleri yekün olarak, toplam servetle ifade edilmektedir (Kahneman ve Tversky, 1984:342).

Referans noktası, belirsizlik halinde, karar problemine dair, bireylerin önceki mevcut pozisyonunu göstermektedir. Başka bir ifadeyle, bu nokta pozisyon ya da değişikliklerin değerlendirildiği temel alternatif konumdur. Referans noktası, özellikle kişilerin riski yüksek bir yatırıma gitmeden önceki bulunduğu pozisyonudur (McFadden, 1998: 19).

Çalışmalar bireylerin referans noktası hususunda hassas olduklarını ortaya koymaktadır. Bireylerin alacakları kararlar, neticelerin tarafsız bir noktadan kazanç ya da kayıp olarak nitelendirilmesine bağlıdır. Bu referans noktası genellikle statüko-nötr nokta olup, teorik değeri sıfıra eşittir. Genellikle referans noktası olarak, mevcut durum alınsa da kazanç ve kayıpların, mevcut durumdan farklı olarak, beklenen ya da arzu edilen bir seviyeye göre kodlandığı durumlar da ortaya çıkabilmektedir (Kahneman ve Tversky, 1979: 287).

Referans noktalarının farklı olması karar verilirken kullanılan değerlendirme neticelerinin de farklılaşmasına neden olacaktır. Finansal ve ekonomik birtakım kararlar alınırken, satın alma fiyatının referans noktası olarak kullanılması yaygın bir durum olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu durumu Kahneman ve Riepe (1998) şu şekilde açıklamıştır (Kahneman ve Riepe 1998: 59-60):

Şekil 1. Değer Fonksiyonu



Kaynak: Kahneman ve Tversky (1979: 279).

A yatırımcısının hisse başına 200 USD ödeyerek satın aldığı blok hisse sahibi olduğunu, B yatırımcısının ise aynı blok hisseye 400 USD ödeyerek sahip olduğunu düşünelim. Hissenin değeri dün 320 USD iken, bugün 300 USD olduğu bir durumda yatırımcılardan hangisi kendini daha mutsuz hissedecektir?

A yatırımcısı bu durumu “kazançta azalma” olarak değerlendirirken, B yatırımcısı aynı durumu “kayıpta artış” olarak değerlendirmektedir. Bu durumda yatırımcı B kendini daha üzgün hissedecektir.

Şekil-1’de görüleceği üzere değer fonksiyonu, kayıplar (losses) alanında, kazançlar (gains) alanına nazaran daha diktir. Başka bir deyişle, kayıplar kısmındaki eğim, kazançlara göre daha fazladır. Yatırımcının hangi duruma karşı daha hassas olduğu ile ilgili bize fikir veren üstteki şekil nedeniyle 20 USD fark, kayıp durumunda daha fazla ehemmiyet arz etmektedir.

Hisse senedini satın alma fiyatının referans noktası olarak seçilmesi, hisse senedinin satışının kazanç ya da kayıp olarak sonuçlanacağını göstergesi olmaktadır. Bu durum “Yatkınlık Etkisi” olarak bilinmektedir (Kahneman ve Riepe, 1998: 60).

BFT, yatırımcıların genel olarak riskten kaçındığını varsayarken, Beklenti Teorisine göre, yatırımcıların risk eğilimi bulundukları bölgeye göre değişiklik arz etmektedir. Eğer referans noktası sonuçları kazanç kısmında (gains) değerlendiriyorsa yatırımcılar riskten kaçınan, şayet kayıp kısmında (losses) değerlendiriyorsa riske açık olmaya başlamaktadır. Kahneman ve Tversky (1979); bu durumu “Yansıtma Etkisi” olarak isimlendirmektedir. Yansıtma Etkisi, bireylerin referans noktasından kazanç veya kayıp olarak her iki yönden de uzaklaştıkça, varlıklardaki değişime olan hassasiyetinin düşeceği anlamına gelmektedir (Döm, 2003: 17). Bu durumu bir örnekle açıklamak mümkündür (Kahneman ve Tversky, 1984: 341):

Deneklerden aşağıdaki seçeneklerden birini tercih etmeleri istenmiştir.

1. Seçenek: %100 ihtimalle 2000 dolar kazanç,
2. Seçenek: %80 ihtimalle 3000 dolar kazanç, %20 ihtimalle hiçbir şey kazanmamak.

Deneklerin %80'i garantili kazancı, beklenen getirisi daha fazla olmasına karşın riskli seçeneğe tercih etmişlerdir.

Aynı denek grubundan bu sefer aşağıdaki iki seçenekten birini tercih etmeleri istenmiştir:

1. Seçenek %100 ihtimalle 2000 dolar kayıp,
2. Seçenek %80 ihtimalle 3000 dolar kayıp,

Aynı denek grubu, ikinci seçenekte beklenen kaybın daha fazla olmasına karşın, %92 olasılıkla ikinci seçeneği tercih etmişlerdir.

Denekler her iki seçenek grubundan da BFT'yi ihlal ederek, en düşük beklenen değere sahip olan alternatifleri seçmişler ve rasyonel olmayan bir davranışta bulunmuşlardır. Bu davranış şekli, BFT'nin bireylerin riskten kaçınan yapıda bir özellik göstermesiyle değil, Kahneman ve Tversky'nin Beklenti Teorisi'nin bulgularıyla paralellik arz etmektedir. Özetle denilebilir ki, bireyler bir kayıpla karşı karşıya kaldıklarında riske girmekten imtina etmemektedirler.

Riskli tercihlerde bulunmak durumunda olan bireylerin elde edilmesi kesin olan sonuca, elde edilmesi sadece olası olan seçeneğe nazaran daha fazla ağırlık verdiği görülmektedir. Kahneman ve Tversky (1979), insanların bu temayülünü "Kesinlik Etkisi" olarak adlandırmaktadırlar (Kahneman vd. 1990: 1325-1348).

2.2.2. Mülkiyet Etkisi ve Statüko Yanlılığı

Statüko yanlılığı, insanların sahip olduğu imkânlardan ve olanaklardan ya da statülerinden vazgeçmekte isteksiz olmaları şeklinde tanımlanabilir. Bu alanda yapılan deneysel çalışmalar insanların statülerini koruma yönünde kuvvetli bir temayül gösterdiğini ortaya koymaktadır. Çünkü statülerinden ve var olup süre gelen durumlarından vazgeçmenin dezavantajı, avantajına göre daha fazla ehemmiyet arz eder hale gelmektedir. Satın ile satın alanın fiyatı arasındaki farklılığın nedeni de bu durumdan kaynaklanmaktadır. Tercihlerin yön değiştirmesi biçiminde tanımlanan bu durumda satıcı, satış işlemini bir kayıp ya da sahip olduğu mevcut statüsünün elinden gitmesi olarak nitelendirdiğinden, statüsü ile ilgili bu sıkıntısını bertaraf etmek adına aynı ürünü, satın alırken ödeyeceği fiyattan daha fazlasını talep ederek satmaya çabalamak şeklinde bir tavır sergileyecektir (Kahneman vd., 1991: 194). Dolayısıyla çeşitli ekonomik kararlara konu olan birçok işlemin, bireylerin duygularından ve onların önyargılarından münezzeh olmadığı söylenebilir.

Mülkiyet etkisi, bireylerin genellikle elinde bulundurdıkları bir nesneden vazgeçerken, onu elde ederken ödediği ya da ödemeye razı olacağı değer üstünde bir değer talep etmesi tutumu olarak tanımlanmaktadır. Bireyler sahip olduğu şeyleri, sahip olmadıkları karşılaştırılabilir şeylere nazaran daha değerli bulurlar. Sahip olunan varlıklara haddinden fazla değer atfedilmesi neticesinde mülkiyet etkisi ortaya çıkmaktadır (Döm, 2003: 18).

Mülkiyet etkisini kişinin sahip olduğu şeye maddi değerinin dışında manevi de bir değer yüklemesi sonucu, bu şeyin elden çıkarılması noktasında varlığın gerçek değerinin üstünde satma ya da hiç satmama temayülü olarak da tanımlayabiliriz. Gerçek değerinin üstünde, mülke ya da sahip olunan şeye yüklenen ekstra değer ya da bu sahiplikten vazgeçemedeki zorluk, kişinin eşya ile duygusal ve manevi olarak bağ kurmasından ileri gelmektedir.

Mülkiyet etkisi ve muhakemedeki farklılıklara ilişkin birçok akademik çalışma bulunmaktadır. Yapılan bu çalışmalarda elde edilen sonuçlar, Kahneman ve Tversky'nin (1979), ortaya koyduğu kayıptan kaçınma davranışı ile ilişkilendirilmiştir (Döm, 2003: 19).

İnsanlar kayıplar ve kazançlarını farklı biçimlerde değerlendirmektedirler. Kayıptan kaçınma, insanların kayıplar ve dezavantajlarına, kazançlar ve avantajlarından daha fazla oranda ağırlık vermesi sonucu oluşan bir davranış şeklidir. Dolayısıyla kayıpların bireyde oluşturduğu mutsuzluk-rahatsızlık, kazançların yarattığı memnuniyete oranla, insanlar üzerinde daha tesirli olmaktadır (Kahneman ve Lovallo, 1993: 18).

Kayıptan kaçınma kavramını Knetsch ve Sinden'nin yapmış oldukları deneysel bir çalışma ile açıklamak mümkündür. Örnekte deneklerden 5 TL ile bir piyango bileti arasında tercih yapmaları istenmiştir. Tercih işleminin yapılmasından bir müddet sonra, aynı katılımcılara, ellerindeki piyango bileti (5 TL) karşılığında 5 TL elde etme fırsatı sunulmuştur. Söz konusu bu fırsata deneklerden çok azı talip olmuştur. Buradan da anlaşılabileceği üzere mülkiyet etkisi, insanların piyasa değeri düşen bir varlığı alıkoymak istemesine sebebiyet vermektedir. Bu isteği ise nispeten kayıptan kaçınma isteği dengelemektedir (Barak, 2008: 85). Söz konusu örnek çerçevesinde denilebilir ki, bireyler sorunun kendilerine sunulmuş şeklinden ve psikolojik birtakım önyargılardan etkilenerek karar vermektedirler. Eşya ile kurulan bağ, süre gelen bir duruma alışmışlık, iş elden çıkarma noktasına geldiğindeki direniş ya da kayıplara karşı duyarlılık noktasındaki titizlik, bireylerin karar almada birçok zihinsel süreçten geçtiğinin ve rasyonel tercih kavramına da aykırı şekilde hareket edebileceğinin kanıtı niteliğindedir.

2.2.3. Çerçeveleme Etkisi

Abaan (1998: 98)'a göre Çerçeveleme Etkisi, “çok boyutlu bir biçimde ortaya çıkan nesne ve olayların doğru muhakeme edilememesinden kaynaklanan algısal yanılma’dır”. Bu algısal yanılma, problemin bireylere sunulmuş şekliyle yakından ilintili olup, kişilerin bu etki altında farklı birtakım tercihlere yöneleceğini anlatmaktadır. Diğer bir ifade ile tanımlamak gerekirse, “Çerçeveleme Etkisi”, alternatifler arasından bir tercihte bulunurken, problemin sunulmuş şekline bağlı olarak, bütüne ait bazı parçaların algılanmamasının yapılan tercihler üzerinde oluşturduğu etkidir (Daicon ve Hesseldine, 2007: 31-52).

BFT'ye göre kararlar, problemin sunulmuş şeklinden etkilenmemektedir. Oysa bilişsel psikoloji alanında yapılan çalışmalar, aynı duruma ait farklı sunumların, sistemli bir biçimde bireyleri farklı cevaplara yönelttiğini göstermektedir. Beklenti Teorisine göre problemin kazanç ya da kayıp şeklinde sunulmasına bağlı olarak insanlar aynı durumlara

farklı tepkiler verebilmektedir (Shafir vd. 1997: 346). Bu durumu, Kahneman ve Tversky tarafından ortaya konulan bir örnekle açıklamak mümkündür (Kahneman ve Tversky, 1981: 453):

Bir grup denekten, 600 kişiyi öldürmesi öngörülen bir salgın hastalık ile alternatif mücadele programları arasında varsayımsal olarak bir tercih yapması istenmektedir. Birinci gruba (N=152), A programı uygulanırsa 200 kişinin kurtulacağı, B programı uygulanırsa 1/3 olasılıkla 600 kişinin kurtulacağı ve 2/3 olasılıkla hiç kurtulan olmayacağı söylenmiştir. Deneklerden %72'si A, %28'i B programını seçmiştir. İkinci grup deneğe ise (N=155), A programı uygulanırsa 400 kişinin öleceği, B programı uygulanırsa 1/3 olasılıkla kimsenin ölmeyeceği, 2/3 olasılıkla da 600 kişinin öleceği söylenmiştir. Deneklerin %22'si A, %78'i ise B programını tercih etmiştir. Örnekten de anlaşılabacağı üzere, seçeneklerde uygulanan programların vereceği neticeler açısından matematiksel bir farklılık bulunmamasına rağmen, sunuluş biçimleri bireylerin kararlarına çerçeveleme etkisi nedeniyle etki etmiştir.

Aynı karar probleminin “servet” gibi geniş kavramlarla ya da “kazanç- kayıp” gibi dar kavramlarla çerçevelenmesinin mümkün olduğunu ve farklı tercihlere de bu dar veya geniş çerçevelerin sebep olduğu ifade edilmektedir. Dar çerçevelemeye dayalı kararlar, yakın orantılı risk alma temayülü oluşturacak niteliktedir. Bu duruma örnek olarak, kişilerin küçük bahislerin söz konusu olduğu şans oyunlarında riskten kaçınmaya, büyük bahislerin döndüğü şans oyunlarında ise riske açık olmaya eğilim göstermeleri, verilebilir (Kahneman ve Riepe, 1998: 61).

BÖLÜM 3: DAVRANIŞSAL FİNANS ALANINA AİT LİTERATÜR TARAMASI

3.1. Yayınlanmış Dokümanlarla Davranışsal Finans Tarihi

Aşağıdaki tabloda, 1952-2017 yılları içerisinde davranışsal finans alanına katkı sağlamış ve yayınlanmış başlıca dokümanlar; yılları, yazarları, başlıkları ve elde edilen sonuçları itibariyle kronolojik bir biçimde gösterilmiştir.

Harry Markowitz'ın 1952 yılında tanıtmış olduğu Modern Portföy Teorisi, o zamana dek farklı sektörlerde ve çok sayıda hisse senedine yatırım yapmanın riski azaltacağı yönünde görüş ortaya koyan geleneksel teoriye karşılık, portföyde bulunan hisse senetlerinin yönünün ve derecesinin de riskin azaltılması yönünde etki gösterdiğini, portföyde yer alan finansal enstrümanların birbiri ile etkileşim içerisinde olduğunu ortaya koyarak finans alanına yeni bir soluk getirmiştir. Bu sebeple aşağıdaki tabloya bu makale ile başlanması uygun görülmüştür.

Takip eden yıllar içerisinde finans alanında birçok çalışma yapılmasına rağmen “davranışsal finansın” akademi çevrelerince dikkate şayan bulunmasında aslan payına sahip olan ikili elbette Kahneman-Tversky ikilisidir. 1974 yılında, “belirsizlik altında karar verme” hususuna ilişkin ortaya koymuş oldukları makale ve sonrasında 1979 yılında bilim dünyasını tanıştırdıkları Beklenti Teorisi, finans gibi ciddi matematik ve olasılık hesaplamaları gerektiren bir sahaya; bilişsel kısayollar, zihinsel önyargılar gibi psikolojik kavram ve unsurları ekleyerek, ekonomi biliminin asli unsuru olan insanı ve onun psikolojik boyutunu ön plana çıkarmıştır. Dolayısıyla aşağıdaki tablo oluşturulurken, finans bilimi özelinde “davranışsal finans” alanına katkı sağlamış başlıca makaleler seçilmiş olmakla birlikte, davranışsal finansın kurucularının, ortaya koymuş oldukları çalışmalar itibariyle, Kahneman ve Tversky olduğu kabul edilmektedir.

Tablo 4. Araştırmalarla Davranışsal Finans Tarihi

Yıl	Yazar	Başlık	Konu	Sonuç
1952	Markowitz	Portfolio Selection	Modern Portföy Teorisi	Yalnızca portföy çeşitlendirmesine gidilerek riskin azaltılamayacağı, portföyde yer alan menkul kıymetler arası ilişkinin yönünün ve derecesinin de riskin azaltılması hususunda etkili olduğu
1974	Kahneman ve Tversky	Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases	Bilişsel Kısa Yollar, Hevristikler	Yatırımcılar belirsizlik altında zihinsel kısayollar ve bilişsel önyargılar (temsililik, mevcudiyet, aşına olma...) neticesinde "rasyonel olmayan" kararlar alarak hatalı davranabilir.
1979	Kahneman ve Tversky	Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk	Beklenti Teorisi	Yatırımcılar kayıplara, kazançlara nazaran hassastırlar ve kayıptan kaçınma eğilimi içindedirler. Onlar mevcut durumu değerlendirirken önceden belirledikleri bir sonucu referans almakta ve bu referans noktasına göre değerlendirme yapmaktadırlar. Dolayısıyla yatırımcılar EPH'nin temel prensiplerini ihlal etmektedir.
1985	De Bondt ve Thaler	Does the Stock Market Overreact?	Borsa, Aşırı Tepki	Bireyler Bayes Teorimini ihlal ederek, beklenmeyen ve dramatik olaylara aşırı tepki göstermektedir. Ek olarak bireylerin inançlarında ayarlama yaparken en son bilgiye aşırı ağırlık verirken, temel oran bilgisine düşük ağırlık vermektedir.
1986	Shleifer	Do Demand Curves for Stocks Slope Down?	Düşük Fiyatlandırma ve Arbitraj Fırsatları	Hisse senedi fiyatları, yeni bir bilginin gelecekteki getiri beklentilerini etkilemekten ziyade, endeks fonlarının artan talebine bağlı olarak artmaktadır ve EPH ile çelişkili söz konusudur.
1988	Cooper, Woo ve Dunkelberg	Entrepreneurs' Perceived Chances for Success	Davranışsal Kurumsal Finans	Girişimciler başarı umutlarını benzer işletmelere nazaran önemli ölçüde daha iyi olarak algıladılar ve optimist davranma eğilimindedirler. Ancak girişimcilerin kendi başarı şanslarını algılama biçimlerinin, daha önceki araştırmalara göre başarı ile ilgili olabilecek faktörlerle ilişkisi bulunmamaktadır.
1991	Lee, Shleifer ve Thaler	Investor Sentiment and the Closed-End Fund Puzzle	Yatırımcı Psikolojisi	Yatırım ortakları hisse senetlerinin dalgalanmasının nedeni, bireysel yatırımcı duyarlılığındaki değişikliklerdir. Hisse senetleri ve yatırımcı duyarlılığı arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki söz konusudur.
1997	Shleifer ve Vishny	The Limits of Arbitrage	Arbitraj Sınırları	Arbitraj, özellikle olağanüstü koşullar altında, güvenli fiyatları temel değerlere getirme noktasında etkili değildir. Arbitrajın maliyetli olması ve yatırımcıların riskten kaçınması sebebiyle yanlış fiyatlamayı da ortadan kaldırmamaktadır.
1998	Fama	Market Efficiency, Long-Term Returns and Behavioral Finance	Borsa (Pazar) Etkinliği	Yeni bir bilgi neticesinde tecelli eden aşırı tepki, düşük tepki kadar yaygındır. Uzun dönemli getiri anomalileri kırılındı ve makul teknik değişikliklerle bu getiriler kaybolma temayülü gösterir.
1998	Odean	Are Investors Reluctant to Realize Their Losses?	Kayıptan Kaçınma	Bireyler, kaybeden hisse senetlerini uzun süre elde tutma, aksine kazanan hisse senetlerini ise elden çıkarma temayülü göstermektedirler.
1999	Thaler	Mental Accounting Matters	Zihinsel Muhasebe	Karar sahipleri her bir yatırımı ayrı bir mental hesaba yerleştirme eğilimindedir. Bu hesapların varlığı da bireyleri rasyonel karar alma noktasında büyük ölçüde etkilemektedir.

Tablo 4. (Devamı)

Yıl	Yazar	Başlık	Konu	Sonuç
2001	Barberis ve Huang	Mental Accounting, Loss Averison and Individual Stock Returns	Zihinsel Muhasebe, Kayıptan Kaçınma	Tipik bireysel hisse senetleri aşırı derecede volatildir ve zaman serileri açısından da öngörülebilirdir. Toplu hisse senedi getirisi ise bu özellikleri bünyesinde barındırmakla birlikte tüketim artışı ile ilişkisi zayıf, risksizlik oranı da sabit ve düşük bir seviyededir.
2003	Malkiel	The Efficient Market Hypothesis and Its Critics	Etkin Piyasalar Hipotezi	Fiyatlardaki dengesizlikler ve hatta hisse senedi getirileri hakkında zaman içerisinde birtakım öngörülebilir şablonlar ortaya çıkabilir. Ancak bu şablon ya da geçmiş bilgiler, yatırımcıya aşırı kâr sağlamak için bir referans teşkil etmez.
2007	Baker, Ruback ve Wurgler	Behavioral Corporate Finance: A Survey	Kurumsal Davranışsal Finans	Yatırımcılar finansman yönetimi ve yatırım kararlarını borsadaki yanlış fiyatlamaya karşı rasyonel bir yanıt olarak görseler de aldıkları yönetsel kararlar üzerinde de rasyonel olmalarını engelleyecek biçimde zihinsel önyargıları etkindir.
2010	Gromb ve Vayanos	Limits of Arbitrage: The State of the Theory	Arbitraj Sınırları	Yatırımcılar, psikolojik önyargılarına dayalı anormallikleri anlamlandırmak için davranışsal finanstan yardım almaktadırlar. Arbitrajcılar arasındaki aksak rekabet, onların yatırım kararlarında, fiyat etkilerinin bir bölümünü içselleştirmesine ve muhtemelen sosyal açıdan daha çok arzu edilen yatırım politikalarını benimsemelerine yol açmaktadır.
2014	Corzo, Prat ve Vaquero	Behavioral Finance in Joseph de la Vega's Confusion de Confusiones	Davranışsal Finans, Yatırımcı Önyargıları, Borsa Tarihi	Joseph de la Vega'nın 1688 yılında yazdığı "Confusion de Confusiones" adlı eserinden yola çıkarak, 17. asırda yazılan bu eserle modern davranışsal finans argümanları arasında (sürü psikolojisi, aşırı güven, pişmanlıktan kaçınma) bağlantı saptanmış ve yatırımcıların rasyonel olmayan kararlar aldıkları ortaya konmuştur.
2015	Liu	Investor Sentiment and Stock Market Liquidity	Yatırımcı Psikolojisi, Bireysel Yatırımcılar	Yatırımcı duyarlılığı yüksek olduğunda hisse senedi piyasaları daha likit bir haldedir. Hem bireysel hem de kurumsal yatırımcıların hassasiyeti (sentiment) borsa likitliğini önemli ölçüde ve pozitif bir biçimde etkilemektedir.
2017	Michel	Investor Overreaction to Analyst Reference Points	Yatırımcı Davranışları, Referans Noktası, Hisse Senedi Getirileri	Analistler gerçek inançlarını saklı tutarak piyasa katılımcılarına bilgi yayılımını sınırlandırabilir. Yatırımcılar tam olarak rehber aralığının min. ya da max. olduğu tahminlere aşırı tepki vermekte ancak diğer tahmin türlerine yeterince itibar etmemektedir. Ek olarak belirsizlik altında en fazla işlem yapanların aşırı güven yanlılığı ile hareket edenler olduğu tespit edilmiştir.
2017	Itzkowitz ve Itzkowitz	Name-Based Behavioral Biases: Are Expert Investors Immune?	Davranışsal Önyargılar, Hevristikler	Uzman ve acemi yatırımcılar bilgiyi farklı şekilde işlediklerinden, isim tabanlı önyargılar tüm yatırımcıları aynı biçimde etkilememektedir. Uzman yatırımcılar acemi yatırımcılara nazaran isim tabanlı önyargılara daha bağışıklı durumdadır.
2017	Hageback	Archetypes as Triggers of Financial Bubbles	Finansal Balonlar	Görünürde mantıksız olan bir düşüncenin çokça tekrar edilmesi bunun kronikleşmesine sebep olarak yanlış tahminlere neden olabilir. Finansal balonların temel nedeni mantıksız/bilinç dışı zaman serilerinin çoğaltılması ve bunların baz alınarak değerlendirme yapılmasıdır.

Kaynak: (Makaleler “Google Akademik” adlı siteden elde edilmiştir).

Geleneksel finans modelleri belirsizliğin söz konusu olduğu durumlarda BFT ve EPH'den fayda sağlamış, bireylerin karar verme süreçlerinde katlanacakları külfetler ve elde edecekleri kazançları, edinecekleri bilgiler doğrultusunda kestirebildiklerinden yola çıkmışlardır. Davranışsal Finans Teorisi ise, irrasyonel yatırımcı davranışlarının sistematik bir biçimde cereyan edebileceğini ve bu durumun istikrar arz edebileceğini savunmaktadır (Böyükaslan, 2012: 27-28). Davranışsal Finansın tarihsel gelişimine bakıldığında, mazisinin yukarıdaki tabloda belirtilen yıllardan da geriye gittiğini söyleyebiliriz. Bazı kaynaklar Adam Smith'in 1759'da kaleme aldığı "Ahlâki Duygular Kuramı" adlı kitabında davranışsal finansa konu teşkil edebilecek birtakım değerlendirmelerde bulunduğundan söz etmektedir. Bununla birlikte MacKay'ın 1841 yılından yayımlanan "Sıradışı Popüler Oyunlar ve Kalabalık Çılgınlığı" isimli eserinde ise, türlü paniklerin ve entrikaların kronolojik zamanlamasından söz edilirken, ticari hileler ve kitle davranış biçimlerinin finansal piyasalara dair etkisinden bahsedilmektedir (Ertan, 2007: 20).

Gustave Le Bon'un 1896 yılında ortaya koyduğu "Kalabalık: Bir Popüler Düşünce Çalışması" isimli araştırmasında; psikoloji, sosyoloji, tarih gibi sahaların kitleler üzerinde nasıl bir etki oluşturduğunu tetkik etmiş ve nihayetinde bugün davranışsal finans alanının argümanlarından biri olarak sayabileceğimiz "sürü psikolojisi" mefhumuna ait bulgulara ulaşmıştır. George Charles Selden tarafından 1912 yılında yayımlanan "Hisse Senedi Piyasalarının Psikolojisi" isimli eseri, psikoloji disiplini hisse senedi piyasalarına direkt bir biçimde uyarlayan ilk çalışmadır (Ertan, 2007: 20). G. C. Selden'in bu çalışmasıyla birlikte bugün günümüzde de sıkça telaffuz edilen, "finans psikolojisi" ve "yatırım psikolojisi" gibi terimler literatüre girmiştir (Ateş, 2007: 47).

Psikoloji alanında yeni bir yaklaşım biçimi olarak davranışçılık ise 1913 yılında ilk kez, John Broadus Watson tarafından öne sürülmüştür. Watson psikoloji sahasındaki en ilginç çalışmalarını direkt gözlemlenebilir uyarıcılar ve yanıtlar üzerine ortaya koyarken, davranışı belirleyen etkenlerin içsel temayüllerden ziyade dış çevre olduğunu öne sürmüştür. Davranışçılık sonraki dönemlerde psikoloji sahasında daha itinalı bir yaklaşımı amaçlayan Burrhus Frederic Skinner (1904-1990) tarafından geliştirilmiştir (Kent vd., 2001: 1).

Davranışçılık, 1900'lü yıllardan bu yana psikolojide bilinen bir yaklaşım iken, davranışsal finansın kökeni aslında pek de yeni değildir. Yukarıda da belirtildiği üzere Smith'in Ahlaki Düşünce Kuramı adlı kitabına kadar dayandırılabilir bu süreç ve Smith'in bu kitapta vurgu yaptığı insan psikolojisi, günümüzde davranışsal finans tarafından geliştirilmiştir. Aynı dönemlerde "fayda" mefhumu ile neoklasik iktisat kuramının kurulmasında büyük rol oynayan Jeremy Bentham, faydanın psikolojik arka planı ile ilgili çalışmalarda bulunmuştur. Bununla birlikte, ekonomi alanında ve onun özelinde finansa, psikolojik yaklaşımların reddedilmesiyle, ortayan konan bilimsel çalışmalarda, insanın her daim faydası peşinde koşan bir "homo economicus" olduğu varsayımını kabul eden Neoklasik devrim başlamıştır. Yirminci yüzyıl başlarında Keynes, Fisher ve Pareto gibi ekonomi alanında isim yapmış kişilerin çalışmaları ile tartışma konusu olmaya başlayan davranışsal finans ya da daha açıklayıcı bir ifade ile ekonomi/finans ve psikoloji

disiplinin yakınlaşması, bu yüzyılın ortalarına kadar ilgi görmemiş ve dikkate alınmamıştır (Cornicello, 2004: 23-24).

Bu gelişmelerle birlikte 20. yüzyılın ikinci yarısından itibaren, Edwards (1954), gelecekteki araştırmalara ilişkin bir gündem oluşturarak, karar verme sürecini psikologlar adına bir çalışma ve araştırma alanı olarak tanıtmıştır. Allais (1953) belirsizlik altında, psikolojik tabanlı pozitif bir seçim kuramının taslağını ortaya koyarken, Simon (1956), “sınırlı rasyonalite” kavramına ya da bir diğer ifade ile, sınırlı akılcılığa dayalı bir bilgi işleme ve karar verme yaklaşımı önermiştir. Bilişsel psikoloji sahasında, yargılama ve karar verme durumları ile ilgili Kahneman ve Tversky (1979) ikilisi, ortaya koymuş oldukları çalışmalarla ekonomi ve finans alanında, deyim yerindeyse, yeni bir çağ başlatmış ve çığır açmışlardır. Onların bu çabası ve ortaya koydukları çalışmalar, geleneksel disiplinlerle bağlantı oluşturma da ötesinde, ekonomi ve psikoloji bilimleri arasında bir köprü oluşturmuştur (The Royal Swedish Academy of Sciences, 27.08.2017).

Etkin Piyasalar Hipotezi’nin eleştiriler almaya başlaması ile birlikte bilim ve ekonomi çevrelerinde, insan faktörünü anlamlandırmaya çabalayan araştırmalara ağırlık verilerek, bu türden çalışmalar gün yüzüne çıkmaya başlamıştır. 1970’li yıllarda birey davranışları, sezgileri ve nihayetinde karar alma süreçlerine ilişkin Daniel Kahneman tarafından başlatılan çalışmalar, yeni arayışlar içinde olan finans ve ekonomi çevrelerinin de bu yönde ilgisini çekmiştir. Süreç içerisinde Kahneman’ın ortaya koyduğu çalışmalar ekonomi ve psikoloji arasındaki kısıkcı daraltırken, bu çalışmalarla elde edilen bilgi ve bulgular, finansal yatırımlara muhatap olan bireyin karar aşamasında, Geleneksel Finans Teorilerinin olasılık hesapları içeren formüllerinden ziyade, onların karar alırken psikolojik sezgilerden, bilişsel önyargılardan etkilendiklerini ortaya koymuştur (Barak, 2006: 3). Bu bağlamda Langer (1975), o dönem itibarıyla Kahneman dışındaki irrasyonel davranış kalıplarını inceleyen ve saha açısından değinilmesi gereken bir başka önemli araştırmacıdır. Ona göre rasyonel olmayan/irrasyonel kararlar, kendisince “kontrol yanılısaması” olarak isimlendirilen, davranışsal önyargılar sonucu ortaya çıkmaktadır. Buna göre yatırımcılar kendi kabiliyetlerinin olayları kontrol edebilmelerine yetecek düzeyde olduğuna inanırlar. Bu durum da kişilerin olması gerekenden daha fazla risk almalarına sebebiyet verir (Jureviciene ve İvanova, 2013: 54).

Kahneman’ın birçok araştırmacı ile birlikte sürdürdüğü faaliyetler, bilişsel psikoloji ve bunun finansal etkilerine yönelik araştırmalara ilişkin bir farkındalık oluşturmıştır. Kahneman’ın 1974’te Tversky ile ortaya koyduğu “Belirsizlik Altında Karar Verme: Sezgisel Yollar ve Önyargılar” adlı çalışmasında, bireylerin belirsizlik içeren durumları muhakeme ederken belirsizlik miktarını ve olasılıkları nasıl anlamlandırdıklarını tespit etmeye ilişkin birtakım varsayımlar geliştirmişlerdir (Böyükaslan, 2012: 29).

Davranışsal Finans sahasındaki önemli sayılabilecek mihenk taşlarından biri ve hatta en önemlisi; 1979 yılında Kahneman ve Tversky tarafından ortaya konan ve dönemin en saygın dergilerinden biri olan *Econometrica*’da yayınlanan “Beklenti Teorisi: Risk Altında Karar Verme Analizi” adlı çalışmadır. Bu çalışmayla birlikte bu iki bilim insanı Davranışsal Finans sahasının kilometre taşlarından biri olan Beklenti Teorisi’ni ortaya çıkarmışlardır (Böyükaslan, 2012: 30).

Kahneman'ın insan sezgileri ve karar alma süreçlerine ilişkin öncülük ettiği çalışmalar, yalnızca psikoloji sahasında değil, ekonomi ve finans alanlarında da yeni bir çağın habercisi olma niteliğini taşımaktadır. Kahneman tarafından ortaya konan bu çalışmalar Davranışsal Finans modellerinin temelini oluşturmaktadır. Yapılan bu çalışmalarla birlikte, yatırımcıların rasyonel olduğu fikrini benimseyen ve seçimlerine dair sistematik yaklaşımlar öneren klasik finans teorileri tartışılır hale gelmiş, yatırımcıların bir karara varırken mantıklı hareket etmediği ve olasılık hesaplarını hatasız bir biçimde yapıp buna göre kararlarını şekillendirmediği kanıtlanmıştır. Dolayısıyla Kahneman'ın ortaya koyduğu bulgular, yatırımcıların karara varırken olasılık hesapları yerine kestirme yolların, psikolojik sezilerin yahut içinde bulundukları psikolojik strüktürün etkin olduğunu ortaya koymuştur (Barak, 2006: 3).

Özetle bugunki anlamda Davranışsal Finans disiplini meydana getiren temel çalışmaların, Kahneman ve Tversky (1971, 1973, 1974, 1981, 1983, 1992) ve yine bu ikili tarafından (1972, 1973, 1979, 1984) yatırımcı karar verme süreçlerine ilişkin ortaya konan çalışmalar olduğu kabul edilmektedir. Davranışsal Finans sahasında, ortaya konan ve yeni ufuklar açma noktasında ehemmiyet arz eden bir diğer çalışma da, De Bondt ve Thaler'in (1985) çalışması olarak kabul edilir. Davranışsal Finans sahasının tekâmülü ve prensiplerine ilişkin ayrıntılı bilgiler için Thaler (1992 ve 1993), De Bondt ve Thaler (1994), Schwartz (1998), Shefrin (1999), Statman (1999), Schleifer (1999), Hirshleifer (2001) ve son olarak Barneris ve Thaler (2003) tarafından yapılan çalışmalara bakılabilir (McMahon, 2006: 4-5).

Aşağıdaki tablo itibarıyla davranışsal finans sahasına ilişkin ve içerik itibarıyla de bu sahaya katkı sağlamış başlıca Türkçe makaleler yer almaktadır. On yıllık bir dönemi kapsayacak şekilde oluşturulmuş aşağıdaki tablo, 1997-2017 yılları arasında kaleme alınmış, bir Türkçe literatür özeti mahiyetinde, yirmi makaleden oluşmaktadır.

Kahneman ve Tversky'nin öncülük ettiği bu sahanın, 2002 yılında yapmış oldukları çalışmalar neticesinde alınan Nobel Ekonomi ödülüyle taçlanması, bilim çevrelerince bu sahaya olan ilgiyi arttırmış, ülkemiz özelinde de konuya ilişkin birçok çalışma ortaya konmuştur. Denilebilir ki davranışsal finans, klasik ekolü temelinden sarsıp onu yok etmek amacı gütmekten ziyade, var olan eksiklikleri tamamlama, ekonomi bilimini ve onun özelinde finansı daha işlevsel ve gerçek hayata uygun hale getirmeyi amaçlamaktadır. Dolayısıyla makalelerdeki varılan sonuçlar itibarıyla de insan ve onun kararları, bir denklemin kağıt üzerindeki değişkeni olmaktan da öte, duyguları ile insandır.

Tablo 5. 1997-2007 Davranışsal Finans Sahasına İlişkin Yayımlanmış Türkçe Makaleler

Yıl	Yazar	Başlık	Konu	Sonuç
1997	Davut	Tüketici Davranışları ve Rasyonellik	Rasyonel Davranış, Sınırlı Rasyonellik, Değer Fonksiyonu	Bilgi eksikliği altında karar alma sürecinin incelenmesi ve bilgi iletilici olarak sinyallerin rolü bağlanma modelinin önemli unsurları haline gelmektedir. Modelin bilgi ekonomisi alanındaki bu uzantılar doğrultusunda geliştirilmesinde yarar vardır.
2001	Karan ve Uygur	İMKB'de Haftanın Günleri ve Ocak Ayı Etkilerinin Firma Büyüklüğü Açısından Değerlendirilmesi	Ocak Ayı Etkisi, Anomali, Yatırımcı Davranışı	İMKB'de firma büyüklüğüne bağlı bir hafta sonu etkisi belirlenememiştir. Genel olarak tüm portföylerde düşük ancak istatistiksel olarak anlamsız Pazartesi ve Salı günleri tespit edilmiştir. Buna karşılık tüm portföylerde genel olarak haftanın son günleri olan Perşembe ve Cuma günlerinin önceki çalışmalara benzer bir şekilde anlamlı ve pozitif getiriler sağladığı anlaşılmıştır. İMKB'de Ocak ayında büyük firmaların daha yüksek ve istatistiksel olarak anlamlı getiriler elde ettiği belirlenmiştir. Bu sonuç büyük ölçüde İMKB'ne yatırım yapan yabancı yatırımcılardan kaynaklandığı düşünülmektedir.
2005	Taner ve Akkaya	Yatırımcı Psikolojisi ve Davranışsal Finans Yaklaşımı	Yatırımcı Psikolojisi, Davranışsal Finans, Varlık Fiyatlama	Günümüz finans pazarlarının tam etkin bir yapıda faaliyet gösterdiğini söylemek oldukça güçtür. Bu şartlar altında yatırımcı psikolojisi ve algılama biçimi yatırım kararlarını, dolayısıyla pazar gelişimini önemli ölçüde etkilemektedir. Davranışsal finans, hisse senedi değerlemesinde temel ve teknik analizin bir rakibi değil, bu teknikleri tamamlayıcı bir yaklaşımı olarak değerlendirilmelidir.
2008	Barak	İMKB'de Aşırı Reaksiyon Anomalisi ve Davranışsal Finans Modelleri Kapsamında Değerlendirilmesi	Anomali, Fiyat Anomalileri, Aşırı Reaksiyon Anomalisi, Davranışsal Finans	Hisse fiyatları, yıllar itibarı ile regresyonik bir trendde davranış sergilememekte, etkin piyasalar hipotezi ve beklenen fayda teorisinin aksine bir davranış göstermektedir. Yatırımcıların içinde bulunduğu psikolojik ön yargıların hisse senedi piyasasında fiyat anomalilerine, hisse senedi fiyatlarının yüksek reaksiyon davranışı göstermesine neden olmaktadır. İMKB'nin fiyat davranışı literatürdeki davranışsal finans modelleriyle uyumluluk göstermektedir.
2011	Gürünlü	Finansal Piyasaların Etkinliği Teorisinden Davranışsal Finans: Finans Teorisinin Evrimi	Etkin Piyasalar Hipotezi, Davranışsal Finans, Menkul Kıymet Fiyatları	Davranışsal finansın bütüncül bir teori haline gelerek tam olarak, geleneksel finans teorisinin yerini aldığı söylenemez. Ancak, geleneksel EPH'nin sunduğu analitik araçlar ve modeller, davranışsal finansın yatırımcı psikolojisi ve insan davranışları gibi faktörleri de ele alan çeşitli uygulamaları ile zenginleştirilmekte ve teorik anlamda olması gereken ideal durum ile gerçekte olan durum arasında bir kıyaslama yapmaya olanak vermektedir.
2011	Eser ve Toigonbaeva	Psikoloji ve İktisadın Birleşimi Olarak, Davranışsal İktisat	Psikolojik Ekonomi, Davranışsal İktisat, Rasyonellik, İktisat-Psikoloji İlişkisi	Özellikle son yıllarda iktisatta sadece psikoloji değil, aynı zamanda kaos teorisi, kompleksite, evrimsel ve deneysel yöntemlerin de dikkate alındığı düşünüldüğünde, ılımlı çoğulculuk olarak tanımlanabilecek bir dallanmanın olacağı, bu nedenle de davranışsal iktisadın karşılaştırma ölçütü olarak gelişebileceği beklenmelidir.
2011	Sefil ve Çilingiroğlu	Davranışsal Finansın Temelleri: Karar Vermenin Bilişsel ve Duygusal Eğilimleri	Davranışsal Finans, Eğilimler, Karar Verme	Finans teorisinde neoklasik anlayışın sert çekirdeğinin esnetilebilmesi, teorik çalışmaların piyasaları açıklama gücünü arttıracaktır. Bireyin karmaşık doğasının varsayımlar içinde erimesine, insan psikolojisini referans alan davranışsal finans modelleriyle engel olmak mümkün olacaktır.

Tablo 5. (Devamı)

Yıl	Yazar	Başlık	Konu	Sonuç
2011	Doğukanlı ve Ergün	Davranışsal Finans Etkin Piyasalara Karşı: Aşırı Tepki Hipotezinin İMKB'de Araştırılması	Etkin Piyasalar Hipotezi, Davranışsal Finans, Piyasa Anomalileri, Aşırı Tepki	İMKB'nin beş endeksinden dördünde Aşırı Tepki Hipotezini ve zıtlık stratejileriyle normal üstü getiriler elde etmenin mümkün olduğunu destekleyen sonuçlar elde edilmiştir. Buna göre İMKB'de getiri öngörülebilirliği vardır ve İMKB zayıf formda dahi etkin olmayan bir piyasadır. Gözlemlenen aşırı tepkilerin en büyüğü İMKB Sınai endeksindedir; ardından, verilen tepkilerin büyüklüğü azalarak İMKB 100, İMKB 50 ve İMKB Mali endeksleri gelmektedir.
2012	Can	İktisatta Psikolojik İnsan Faktörü: Davranışsal İktisat	Psikolojik- İrrasyonel İnsan, Davranışsal İktisat	Davranışsal iktisat teorisyenleri, insan faktörünü ön plana çıkarmaya uğraşırken, insana has olan motivasyon, mutluluk, korku, riskten kaçınma gibi duyguların, ekonomik kararları nasıl şekillendirebileceğini incelemektedirler. Gözlemlere ve deneylere dayanarak yapılan bu incelemeler, son yıllarda daha çok dikkat çekerken egemen olan iktisadi görüşün güvenilirliğinin ve yeterliliğinin sorgulanmasına neden olmaktadır.
2012	Kahyaoğlu ve Ülkü	Temsililik Hevristikinin Algılanan Risk Üzerindeki Etkisi: İMKB Bireysel Hisse Senedi Yatırımcıları Üzerine Bir Uygulama	Risk Algısı, Davranışsal Finans, Temsililik Hevristiki	Temsililik hevristikinin bir sonucu olarak bireysel yatırımcılar, hisse senetlerinin geçmiş performanslarını bu hisselerin gelecek performanslarının güçlü bir referansı olarak kabul etmekte ve bu performansa göre yatırım kararlarını vermektedirler. Yatırımcıların herhangi bir hisse senedini portföylerine dahil etme kararlarında ilgili hisse senedinin son bir günlük performansının uzun süreli performansından etkili olduğu saptanmıştır.
2013	Tufan ve Sarıçiçek	Davranışsal Finans Modelleri, Etkin Piyasa Hipotezi ve Anomalilerine İlişkin Bir Değerlendirme	Davranışsal Finans Modelleri, Etkin Piyasa Hipotezi	Bilişsel ve duygusal faktörler finans piyasalarında ihmal edilemeyecek bir rol oynamaktadır. Bu rolün davranışsal finans aracılığıyla anlaşılması ve uygun önlemlerin alınması, sadece bireylerin yatırım kararlarına değil, genel piyasanın gücüne de katkı sağlayacaktır.
2013	Çelebi	Davranışsal İktisatta Deneyimlenen Fayda ve Karar Faydası Arasındaki Fark ve Bir Deney	Davranışsal İktisat, Deneyimlenen Fayda, Karar Faydası	Deneyimlenen fayda ile ilgili deneyler yapılmış ve deneyimlenen faydanın ölçülebilirliği kanıtlanmaya çalışılmıştır. İnsanların mutluluğunun ölçümünde ise anımsanan faydanın önemli olduğu ön plana çıkarılmıştır. Yapılan deneyde ise; öğrencilerin, bankacılık ve sigortacılık gibi çoğunluğu özel sektöre yönelik eleman yetiştiren bir kurumda eğitim aldıkları ve bu durumdan da memnun oldukları halde, geçmişteki gözlemledikleri durumlara bakarak kamu alanında çalışmanın kendilerine yarar sağlayacağını düşündükleri ortaya çıkmıştır.
2014	Kurtoğlu	Davranış Ekonomisi ve Nöro-Finans	Küreselleşme, Etkin Piyasalar Hipotezi (EPH), Davranışsal Finans, Yatırımcı ve Psikolojik Faktörler, Reycilik, Kriz, Davranışsal Ekonomi	Her ne kadar ana akım iktisatçılar insanların rasyonel ve dar manada menfaatçi olduğunu varsaysalar da serbest piyasa ideolojisini “mükâfatlandırılmadıkları” ve “cezalandırılmadıkları” sürece insanların hiçbir şeyi “iyi” yapmayacakları inancı üzerine kursalar da ortaya çıkmakta olan davranışsal ekonomi ve nöro-finans alanı bu varsayımlara karşı çıkmakta ve kabul görmektedir.

Tablo 5. (Devamı)

Yıl	Yazar	Başlık	Konu	Sonuç
2014	Kurtoğlu ve Fırat	"Yaratıcı Ekonomide Yıkım"dan Davranışsal Ekonomiye Geçiş	Neoliberalizm, Finansal Kriz, Davranışsal Ekonomi	21. yüzyılın en heyecan uyandırıcı atılımları, teknoloji sayesinde değil, insan olmanın ne manaya geldiğinin daha iyi anlaşılmasıyla gerçekleştirilecektir. Buna rağmen insanlık için çözüm felaket zamanlarında ortaya çıkmaktadır. Yeter ki soruları ele alış biçimimiz, insan olmanın anlamını açıklayacak tarzda olsun.
2014	Fırat ve Kurtoğlu	Finans Dünyasının Krizler Karşısındaki Belirsizliği, Davranışsal Ekonomi	Neoliberalizm, Küreselleşme, Davranışsal Ekonomi	İnsan olmak sadece “bir beden”den teşekkül etmemektedir. İnsan, bedeni olduğu kadar ruhi bir varlıktır ve genellikle rasyonel karar veren bir varlık da değildir. Ekonomilerin içinde bulunduğu belirsizlik ortamı toplumları içten içe bitirmektedir. Ülkeler makro ekonomik teorilere davranışsal ekonomiyle yaklaşmak zorundadır.
2016	Horasan ve Bozkurt	Davranışsal Finansın Borsa İstanbul İşlem Hacmine Üzerine Etkilerine Yönelik Bir Çalışma	Aşırı Güven, Aşırı İyimserlik, Aşırı Kötümserlik Ve Rasyonel Beklenti	BIST 100, işlem hacmini açıklamada yatırımcıların geçmiş dönem bilgilerine bakarak sergilemiş oldukları beklentilerin anlamsız olduğuna, ayrıca BIST 100’un zayıf formda etkin olduğuna işaret etmektedir. BIST’te yatırımcıların sergilemiş olduğu aşırı güven işlem hacminde anlamlı ve pozitif bir etkiye neden olmaktadır. Bu sonuç aşırı güvene sahip yatırımcıların borsaya dair genel gösterge ve teknik analiz beklentilerinin dışında irrasyonel davranış sergilediklerine işaret etmektedir.
2016	Sansar	Değişen Finansal Akımlar: Rasyonalizmden Davranışsal Finans Yaklaşımına	Etkin Piyasalar Hipotezi (EPH), Davranışsal Finans, Yatırımcı ve Psikolojik Faktörler	Yatırımcıların doğru karar alabilmesi birçok değişkeni aynı anda yorumlayabilmesi, her türlü bilgiyi, geçmiş gözlemleri dikkate almasının yanında gelecek tahminleri de göz önünde bulundurması ile mümkündür. Bu nedenle, oldukça detaylı analizleri gerektiren yatırım kararları, ancak finansal okuryazarlık seviyesinin yüksek olması ile sağlıklı bir şekilde gerçekleşebilir.
2017	Kitapçı	Rasyonaliteden İrrasyonaliteye: Davranışsal İktisat Yaklaşımı ve Bilişsel Önyargılar	Rasyonalite, Sınırlı Rasyonalite, Davranışsal İktisat, Bilişsel Önyargılar	Mali ve ekonomik karar verme süreçlerinde yer alan insanların bilişsel önyargıları rasyonel karar almalarını zorlaştırmaktadır. Özellikle algıların çok önemli bir hale geldiği dünyada ekonomi politikaları oluşturulurken davranışsal yaklaşımlardan daha çok faydalanılması gerçeği her geçen gün daha çok hissedilmektedir.
2017	Asoy ve Saldanlı	Yatırımcılar Rasyonel midir? BİST’te Aşırı Güven ve Aşırı Optimizm Ön Yargıları Üzerine Bir Çalışma	İrrasyonel Davranış, Bilişsel Ön Yargı, Aşırı Optimizm, Aşırı Güven	Anket sonuçlarından elde edilen istatistiki veri doğrultusunda bireysel yatırımcıların kişisel sezgi ve analizlerine güvendikleri, geleceğe ilişkin beklentilerinde optimist oldukları görülmektedir. Geleneksel yatırım teorilerinin bireyleri tek tipleştirten varsayımının aksine kişilerin yaşlarına, cinsiyetlerine, sektör tecrübelerine ve aylık gelirlerine göre farklı tutumlar sergileyebilecekleri söylenebilmektedir.
2017	Bulut ve Er	Davranışsal Kurumsal Finans Ekseninde Kurumsal Finansal Kararlar: Bir Literatür Değerlendirmesi	Davranışsal Kurumsal Finans, Kurumsal Finansal Kararlar, Yönetimsel İrrasyonalite	Aşırı güvenli yöneticilerin genel olarak nakit akışlarını çok önemsedikleri, dış finansmanı maliyetli buldukları ve bu nedenle iç kaynakları elde tutarak dağıtılmamış karlara ağırlık verdikleri görülmüştür. Ayrıca aşırı güvenli yöneticiler piyasaların firmalarını düşük değerlediğine inanma eğilimi taşımaktadırlar. Zihinsel önyargılarından etkilenen yöneticiler rasyonel olmayan birtakım kararlar alabilmektedirler.

Kaynak: (Makaleler “Google Akademik” adlı siteden elde edilmiştir).

Davranışsal Finans sahasında son dönem itibariyle, EPH'nin geçerli olmadığına ilişkin ortaya konmuş deneysel çalışmaların başlıca üç model üzerinde yoğunlaştığı söylenebilir. Bunlar; a) Barberis, Shleifer ve Vishny'nin (1998), psikolojik kanıtlar üzerine inşa edilmiş “temsili yatırımcı modeli”, b) Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam'ın (1998), “aşırı güven ve yanlış kendine atfetme modelleri”, c) Hong ve Stein'in (1999), “heterojen yatırımcılar arasındaki interaktif ilişki üzerine kurulu model” idir (Barak, 2008: 212). Aşağıdaki alt başlık itibariyle bu modellere mahiyeti itibariyle değinilecek ve bu modellerden başka, davranışsal ve psikolojik zemini bulunan ve sahaya katkı sağlamış diğer isimlerden söz edilecektir.

3.2. Katona, Leibenstein, Akerlof ve Diğerleri

Katona Modeli: Katona isimli bu model özünde Michigan Üniversitesi'nin 1946'da kurulan sosyal araştırmalar enstitüsünün iktisadi davranış programı çerçevesinde yaptığı çalışma ve araştırmalarının bir özetidir. Katona modelinde tüketici davranışının bünyevi özellikleri üç ana grup içinde toplanmaktadır. (tml, 2017: 19);

1) Bireyin davranışı veya reaksiyonu: Bireyin davranışı veya reaksiyonu iktisadi veya gayri iktisadi şekilde olabilir. İktisadi anlamda davranış veya reaksiyon, iş adamının davranışı ve tüketicinin davranışı olarak ikili bir sınıflandırmaya tabi tutulabilir.

2) Teşvik edici faktörler: Tüketicinin etkilenebileceği teşvik edici faktörler mali imkânlar ve gelir seviyesi gibi tehdit edici yani sınıflandırıcı mahiyette olabileceği gibi gelirdeki değişme veya yeni ihtiyaçların belirmesi gibi ferdin davranışını zorlayıcı bir biçimde olabilir.

3) Ara değişkenler: Bunlar bireyin tutumları, umutları, alışkanlıkları gibi sosyo-psikolojik unsurlardır. Tüketici bu unsurları çevresiyle olan ilişkisinden edindiği tecrübeler neticesinde kazandığından istikrarlı bir bünyeye sahiptir. Tüketici davranışlarının ara değişkenleri bir yandan onun etkilenebileceği teşvik edici unsurları öte yandan da davranışının tarzını tayin etmektedir. Başka bir ifade ile ara değişkenler zihni bir işlem sonucunda, tüketicinin etkilendiği teşvik edici faktörler ile davranış biçimi arasındaki ilişkiyi sağlamaktadır. Ara değişkenler iki grupta incelenebilir:

- *Ferdin Tutum ve Ümitleri*; Bunlar ferdin çevre ile ilişkisi neticesinde kazanılmış genel hareket ve görüş tarzıdır. Dolayısıyla bir fertten diğerine değişiklik göstereceğinden tüketicinin çevreyi ve çevrede oluşabilecek değişiklikleri kavramada ve çevreye uyumunda onun kişiliğini belirleyen unsurlardır.

- *Motivler*; Ferdin davranışına etki edebilecek çok çeşitli motivler söylenebilir. Fakat bunların bir kısmı tüketicinin satın alma davranışını destekleyici diğer bir kısmı ise önleyici mahiyette etkide bulunurlar. Bu nedenle tüketicinin satın alma motivlerini etkili motivler ve olumsuz etkili motivler olarak ikiye ayırmak mümkündür. Katona modeline göre tüketicinin satın alma davranışı dört aşamalı bir işlemdir. Bunları maddeler halinde sıralayacak olursak:

a) Tüketici teşvik edici faktörler ile karşı karşıyadır.

- b) Davranışın ara değişkenleri tüketicinin etkilenebileceği teşvik edici faktörler ve bunların etki derecesini sınırlar
- c) Tüketicie tesir edebilen teşvik edici faktörler onun bilgi dağarcığında değişikliğe yol açar.
- d) Bilgi dağarcığı gelişirken aynı zamanda tüketici davranışı ara değişkenlerin etkisiyle belli bir davranış tarzına, yani satın almaya yönelir.

Ruhbilimsel İktisatçılara Dair: Davranışsal iktisadın mihenk taşlarından olan ruhbilimsel (psikolojik) iktisat, iktisadi davranışların daha iyi anlaşılabilmesi ve analiz edilebilmesi için psikolojiden, özellikle bilişsel psikolojiden faydalanmaktadır. Bu okulun önde gelen isimleri Daniel Kahnemann, Colin Camerer, George Loewenstein, David Laibson ve Richard Thaler olarak sayılabilir (Tomer, 2007: 470).

Eğer psikoloji bilimi iktisat ilminin ilk zamanlarında ortaya çıkmış olsaydı, üretilen ekonomik teorilerde belki de kendine daha fazla yer bulacaktı. Fakat 20. yüzyılda bilim adamları iktisadın doğal bir bilim olup olmadığını tartışırken, psikoloji gelişimini sürdüren ve çok da bilimsel olmayan bir konuydu. Ekonomi psikolojisinin ağır bir biçimde gelişim göstermesinin ardında yatan sebeplerden birisi de budur. 20. yüzyılın başlarında Fisher ve Pareto gibi isimlerin çalışmaları ve katkıları ile birlikte davranışsal iktisadın daha zengin bir hale geldiği söylenebilir. Sonrasında ise Keynes ile birlikte psikolojik anlayışlar elimine edilmiştir. 20. yüzyılın ikinci yarısında iktisat ve psikoloji için birçok eleştiri gelmiş, Katona, Leibenstein, Tibor Scitovsky ve Simon gibi araştırmacıların ortaya koymuş oldukları, sınırlı rasyonellik ve psikolojik tedbirler içerikli makaleler ekonomi alanında dikkat çekmiştir (Camerer ve Lowenstein, 2002: 4).

Psikoloji, iktisadın açıklama gücünü ona daha gerçekçi dayanaklar sağlayarak arttıran bir bilimdir. Ekonomik analize psikoloji bilimi tarafından sağlanan dayanaklar sayesinde teorik bakış açısı üretimi geliştirilir, daha iyi tahminler yapılması ve daha iyi politikaların önerilmesi sağlanmış olur (Camerer ve Lowenstein, 2002: 5).

Leibenstein ve X- Etkinliği Teoris: 1966 yılında Leibenstein tarafından X-etkinlik teorisi ileri sürülünceye kadar Neoklasik İktisat Teorisinde, iktisadi etkinliği ifade etmek için yaygın olarak rekabetçi Pareto optimumuna atfen, kaynak tahsisinde etkinlik kavramı kullanılmıştır (Leibenstein, 1966).

X-etkinsizlik, veri girdi miktarının herhangi bir sebeple maksimum çıktıya ulaşamamasıdır (Leibenstein, 1973: 766). Yaklaşım, X-etkinsizliğin olduğu durumlarda aynı girdi ile elde edilen cari çıktı seviyesinin, potansiyel seviyede olması gerekenden daha az olacağını ifade etmektedir (Leibenstein, 1978: 17).

Geleneksel Teori'nin aksine belli bir girdi miktarının öngörülen çıktı hedefine dönüştürülemez olması bazı temel sebepleri bulunmaktadır. Bu sebepler iktisadi etkinliğin belirleyicisi olurken iki yaklaşım arasındaki temel ayrım da bu noktada ortaya çıkmaktadır. Geleneksel yaklaşım, en küçük karar alma birimi olarak firmayı baz alırken X- Etkinlik yaklaşımı etkinlik tahlilinin odağına firma içerisinde aktif olarak yer alan bireyleri koymaktadır (Leibenstein, 1973: 765-777).

X-etkinsizlik yaklaşımı, firma düzeyinde bireyler tarafından gerçekleştirilen karar alma süreçlerinde meydana gelebilecek etkinsizliklerin, ekonomi için çok daha ciddi sorunlara neden olabileceği üzerine yoğunlaşmaktadır. O halde iktisadi etkinliğin temel belirleyicisi firma değil birey olmalıdır. Ekonomide üretime ilişkin kararları, bir “kara kutu”, olarak firma değil bireyler almaktadırlar. Bireylerin bu kararlara ve kararları uygulamaya ilişkin çabalarını etkileyen her şey, iktisadi etkinliği de etkileyecektir. Bu sebeple, tekel koşullarının etkinsizliği yanında, rekabetçi bir piyasada faaliyet gösteren bir firmanın da asimetrik bilgi, sınırlı rasyonalite, işlem maliyetleri, fırsatçılık, eksik sözleşmeler, mülkiyet haklarının tanımlanması ve uygulanmasındaki zorluklar ve çıkar çatışmaları gibi sorunlarla karşı karşıya olmasından dolayı, temelde firmada çalışan bireyler, firmalar ve neticesinde bir bütün olarak ekonomi etkin olmayan faaliyetler gösterebilir (Çetin, 2010: 184).

Leibenstein’in bu yaklaşımı, ekonomideki etkinlik/etkinsizlik mefhumlarının odağına bireyi koyması ve aynı girdi ile cari çıktı miktarının olması gerekenden az olması olarak tanımladığı etkinsizlik kavramını, davranışsal ve psikolojik unsurları ile birey ve onun kararları perspektifinden tanımlaması açısından önem arz etmektedir.

Akerlof ve Davranışsal Makro İktisat: Akerlof’un hayali, Keynes’in Genel Teorisinin özüne bağlı kalmak suretiyle davranışsal makro iktisadi geliştirmektir. Davranışsal makro iktisat ise sezgiyi daha az temel alan ancak psikoloji ve sosyolojiye daha çok önem atfeden bir alandır. Bu bağlamda makro iktisat teorisi, davranışsal gözlemlerin de dikkate alındığı varsayımlar ile daha kapsamlı ve sağlam bir hale getirilir (Tomer, 2007: 472). Akerlof bu yönüyle Keynes’in, çalışanların nominal ücret indirimine direnecekleri varsayımının, psikolojik teori ile uyuştuğunu belirterek, bireylerin değişimleri değerlendirirken referans noktasını baz aldıklarını ve kazançtan çok kayıplara daha fazla önem verdiklerini ifade etmiştir (Tomer, 2007: 472-473).

Akerlof’un son dönem itibarıyla Robert. J. Shiller ile birlikte ortaya koyduğu “Hayvansal İçgüdüler” (2009) adlı eserde de, insan psikolojisinin ekonomiyi nasıl yönlendirdiği üzerine fikirler öne sürülmüş; anomaliler, krizler ve bu türden dengesizliklerin ortaya çıkmasındaki etkenlerin neler olduğuyla ilgili sorulara güven, adalet, birey psikolojisi ve içgüdüleri eksenli cevaplar verilerek, ekonomide her daim büyük ölçüde göz ardı edilmiş insan ve ona yön veren çeşitli psikolojik unsurlara dikkat çekilmiştir.

Barberis, Shleifer ve Vishny’nin Temsili Yatırımcı Modeli: Bu modele göre, temsili yatırımcı “muhafazakârlık” ve “temsil edilebilirlik yanlılığı” olmak üzere iki tipte yargı hatasına düşmektedir. Muhafazakârlık; yatırım kararına muhatap olan bireylerin yeni bilgi ve bulgularla karşılaştığında daha önceki, eski davranış ve inançlarını kolayca değiştirememeye temayülü olarak tanımlanırken, temsile edilebilirlik yanlılığı ise; yatırımcıların karara varırken en fazla dikkat çeken ve olağan dışı görünüm arz eden etmenlere haddinden fazla önem vermesi ve dağılım popülasyonunun istatistiki unsurlarını göz ardı etmesi eğilimi olarak açıklanır (Ülkü, 2001: 106).

Temsili yatırımcı modelinde, yetersiz reaksiyon muhafazakârlık, aşırı reaksiyon ise temsile edilebilirlik yanlılığı ile açıklanmaktadır. Modele göre yatırımcıların mevcut yatırım

kararlarına ilişkin değişken olarak dikkate aldığı şirket kârları, esasen rassal yürüyüş hipotezine uyumlu bir zaman serisi hüviyeti taşımasına karşın, söz konusu bu iki algı yanılması mefhumlarının bir neticesi olarak, yatırımcıların aynı yönde ve art arda sürpriz yapan şirket kârlarının ilk etapta ortalamaya dönme temayülü göstereceğine, üstünden biraz zaman geçtikten sonra ise trende girdiğine inanmaktadırlar. Yatırımcıların kafasındaki bu değişim idrakı bir Markow süreci olarak modellenmiştir. Bu modelde yetersiz reaksiyon, yatırımcılar kârlarda bir yönde değişim baş gösterdiğinde ve kârların yeniden ortalamaya döneceğine inandıklarında oluşmaktadır. Aşırı reaksiyon ise, yatırımcıların art arda ve aynı yönde birkaç sürprizden sonra, akıllarında bir trend başladığına dair bir inanç yerleştğinde oluşmaktadır (Barberis vd., 1998: 307-343).

Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam Modeli: Bu model, “aşırı güven” ve “yanlı kendine atfetme” olmak üzere iki psikolojik mefhum üstüne inşa edilmiş bir modeldir. Yatırımcıların aşırı güvenine ilişkin hipotezin temeli, bilişsel (cognitive) deneylerin ve araştırmaların (idrak ve anlamaya ilişkin psikolojik deneylerin) ortaya koymuş olduğu bulgu ve bilgilere dayanmaktadır (Daniel vd., 1998: 1841). Aşırı güven (overconfidence); yatırımcının sahip olduğu bilgiye haddinden fazla güven duyması olarak tanımlanırken, yanlı kendine atfetme (biased self-attribution) ise; yatırımcının kendi bilgisine duyduğu güven ile yatırım performansı arasında bir bağ kurması ve güven duygusunu yatırıma ilişkin performans ile ilişkilendirmesi durumu olarak açıklanabilir (Ülkü, 2001: 107). Aşırı güven ve yanlı kendine atfetme mefhumları psikolojik davranış biçimleridir ve yatırımcı kararları açısından hisse senetleri üzerinde uzun vadede negatif otokorelasyona sebebiyet vermektedir (Daniel vd., 1998: 1839).

Bu model temsili yatırımcı modelinden farklı psikolojik algı yanılsamalarına dayanmasına karşın, temsili yatırımcı modeliyle aynı doğrultuda neticelere vardığı belirlenmiştir. Modele göre özel bilgi sahibi aşırı güvenli yatırımcılar, rasyonel ancak özel bir bilgiye sahip olmayan yatırımcılara alım-satım işlemi yaparken, kendi özel bilgi sinyallerine, piyasada açıklanmış veri setine dayanarak oluşturduğu fiyata nazaran haddinden fazla ağırlık vermekte ve bu şekilde fiyatların kendi hususi bilgilerine aşırı reaksiyon göstermesine vesile olmaktadır. Yani, temsili yatırımcı modelinin öne sürdüğü olumlu otokorelasyonun yetersiz reaksiyondan kaynaklanmadığını, süregelen aşırı reaksiyonun bir neticesi olduğunu belirtmektedirler (Daniel vd., 1998).

Netice itibarıyla bu modelin temel unsuru, hisse senedi fiyatlarının kamuoyu sinyallerine düşük, bireysel özel bilgilere ise aşırı reaksiyon göstermesine ilişkindir. Dolayısıyla düşük (eksik/yetersiz) reaksiyon kamuoyu sinyallerinin bir neticesi olarak ortaya çıkarken, aşırı reaksiyon bireysel özel bilgilerden kaynaklanmaktadır (Daniel vd., 1998: 1841).

Hong ve Stein Modeli: Bu model, temsili yatırımcı modeli ile aşırı güven ve yanlı kendine atfetme modelleriyle aynı amacı paylaşmasına rağmen, temsili yatırımcı davranışlarını açıklamaktansa farklı türden yatırımcılar arasındaki etkileşim üzerine odaklanmaktadır. Model, daha açık bir biçimde ifade etmek gerekirse, küçük bir bölümü bireysel yatırımcılarda gözlenen bilişsel önyargılara, kahir ekseriyeti ise heterojen yatırımcılar arasındaki etkileşimli ilişkiye dayanmaktadır. Modele göre piyasada yer alan

“haber avcıları” ve “momentum yatırımcıları” olmak üzere iki tipte yatırımcı biçimi bulunduğu ve bunların da yalnızca tek tip bilgi kullanabilen sınırlı rasyonel yapıda oldukları varsayılmaktadır. Bir başka ifadeyle, her iki yatırımcı tipi de tam rasyonel değil, sınırlı rasyonel yapıdadır. Yatırımcıların sınırlı rasyonel yapıda olması nedeniyle de her yatırımcı çeşidi ulaşılabilir kamusal bilginin yalnızca bazı alt kümeleri ile işlem yapabilir (Hong ve Stein, 1999: 2144).

Modelde uygulanan “sınırlı rasyonellik” hem ussal ve yol gösterici olması hem de uygulanabilirliği açısından ve de bu şekilde bir sınırlı rasyonelliğin yatırımcılara momentum izlemleri ile ilgili büyük ölçüde güven vermesi sebebiyle, yaşadığımız dünya ile uyduğu ve tutarlılık gösterdiği neticesine ulaşılmıştır. Modelin tek bir örnek haricinde, çeşitli problemlere uygulanabilir ve uyarlanabilir olması, doğrulanabilecek ek tahminlerde bulunabilmesi ve bunu yaptığı değişik deneylerle de kanıtlanması modelin güvenilebilirliğini yükseltmiştir. Model hem kısa dönem pozitif otokorelasyonların gösterilmesi (düşük reaksiyon), hem de uzun dönem negatif otokorelasyonların gösterilmesi (aşırı reaksiyon) bakımından geçerlilik arz etmektedir (Hong ve Stein, 1999: 2169).

3.3. Bölüm Değerlendirmesi

Eğer psikoloji bilimi iktisadın ilk dönemlerinde ortaya çıkabilmiş olsaydı ekonomik teorilerde belki de kendine daha fazla yer bulacaktı. Fakat 20. yüzyılda iktisatçılar iktisadın doğal bilim olabilirliğini tartışırken, psikoloji henüz gelişim aşamasında olan ve pek de bilimsel olmayan bir sahaydı. Ekonomi içerisinde psikolojinin gelişimindeki yavaşlığın nedenlerinden birtanesi de budur. 20. Yüzyıl başlarında Fisher ve Pareto gibi ekonomistlerin katkılarıyla davranışsal iktisat daha zengin hale gelirken, sonrasında Keynesle birlikte psikolojik yaklaşımların ortadan kaybolduğu söylenebilir. 20. yüzyılın ikinci devresinde psikoloji ve ekonomi adına birçok tenkitler gelmiş; Katona, Leibenstein, Scitovsky ve Simon gibi araştırmacıların psikolojik önlemler ve sınırlı rasyonellik üzerine ortaya koymuş oldukları çalışmalar ekonomi biliminin dikkatini çekmiştir (Camerer ve Loewenstein, 2002: 4). Dolayısıyla ekonomi ve psikolojinin birbirinden faydalanır hale gelmesi durumunun tartışma safhasından çıkıp, sahada uygulanabilir olmasının zemininin bu çabalarla birlikte daha hazır hale geldiği söylenebilir.

Finans teorilerinin finansal piyasalarda görülen volatilitiyi tam anlamıyla açıklayamaması, “rasyonel insan” davranışı temelinde kurgulanan finansal modellerin başarısızlığının piyasaların işleyişini önemli ölçüde etkilemesi ve piyasa anomalilerinin anlamlandırılmasında yaşanan güçlükler gibi sebeplerle klasik finans modelleri ve bu modellerin beraberinde getirdiği varsayım ve tanımlamalar, finans alanındaki birçok problemin çözümünde yetersiz kalmış ya da başarısız olmuştur. Bu durum bilim insanlarını yeni modellerin arayışına sevk etmiştir. Tüm bu gelişmeler, bilişsel psikolojiden beslenen Davranışsal Finans disiplininin 1980’li yıllarda ortaya çıkmasına zemin hazırlamıştır (Sefil ve Çilingiroğlu, 2011: 248-249).

Günümüze gelindiğinde ise, Davranışsal Finans’ın öncü ismi olan Kahneman’ın 2002 yılında sahaya yapmış olduğu katkılardan dolayı ekonomi alanında Nobel Ödülüne layık

görölmesi, bir nevi akademik çevrelerce Davranışsal Finans disiplininin bilimsel bir kimlik kazanması olarak nitelenmiş, bu alana olan ilgiyi son derece arttırmış ve tez, makale, kitap, bildiri gibi konuya ilişkin birçok çalışma ortaya konmuştur. Davranışçılığın kökleri yukarıda konuya ilişkin açıklamalar yapılırken belirtildiği üzere, Smith'in "Ahlaki Duygular Teorisi" kitabının ilk yayımlanma zamanı olan 1759 yılına kadar dayandırılmakmakta ise de o günden bu zamana kadar sahaya katkı yapmış birçok ismin arasında, Kahneman ve Tversky ikilisinin yapmış oldukları çalışmalar silsilesi, modern davranışsal ekonominin ya da diğer bir söylemle, davranışsal finansın temelleri olarak görölmektedir (Tekin, 2006: 93).

2017 yılı itibariyle "Journal of Behavioral Finance" adı altında, hem bu sahada araştırma yapmak isteyenlere katkı sağlayacak hem de saha ile ilgili yayınlanmış makaleleri kitlelere ulaştırmak amacı ile kurulmuş birçok süreli yayın, dergi çeşidi bulunmaktadır.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Klasik finans teorileri yatırımcıların yatırım kararlarına etki eden faktörleri, faydasını maksimize etmeye çalışan birey üzerinden açıklamaya çalışmıştır. Risk ve beklenen getiriyi göz önüne alan yatırımcıların, zaten etkin olduğu varsayılan piyasalarda beklenen fayda teorisinin varsayımlarına uygun olarak davrandıkları kabul edilmiştir. Klasik finans teorileri genelde yatırım, özelde ise hisse senedi yatırımı konusunda yöntem olarak Temel Analiz ve Teknik Analizin kullanıldığını varsaymıştır. Bu varsayım kısmen halen geçerli olmakla birlikte, günümüzde karmaşık yatırım davranışlarını açıklamaya yetmemektedir. Ayrıca son yıllarda piyasaların etkin olmadığını ispatlamaya yönelik yapılan çok sayıda ampirik ve teorik çalışma, etkin piyasalar hipotezinin ciddi bir şekilde sorgulanmasına sebep olmuştur. Sorgulanmaktan da öte, birçok akademik çalışmada piyasaların etkin olmadığı, bireylerin irrasyonel ya da sınırlı rasyonel oldukları ve beklenen fayda teorisine uygun davranmadıkları artık kabul edilmektedir. Tüm bu eleştiriler, sorgulamalar ve yeni model arayışları davranışsal finansın ortaya çıkmasına zemin hazırlamıştır.

Kahneman ve Tversky'nin Beklenti Teorisi, sosyal deneylerde eleştirilere hedef olan Beklenen Fayda Teorisi'ne alternatif olarak geliştirilmiştir. Beklenti Teorisi, yatırımcıların beklentilerine ve risk toleranslarına bağlı olarak, yatırımların sonuçlarına farklı tepkiler verebildiğini, çerçeveleme etkisiyle problemin sunuluş şekline göre farklı kararlar alabildiklerini ve kendi kararlarına yansız davranamayarak mülkiyet etkisi altında kaldıklarını ve geldikleri noktada koruma çabaları gösterdiklerini savunmaktadır.

Tüketici davranışları açısından ele alındığında, iktisat ilminin üzerine oturduğu varsayımlar ve onun konuya muhatap olan günümüz birey/bireylerini tarifleyiş biçimi, ilmin varmak istediği sonuçlar açısından her ne kadar mantıklı gözükse de varılacak sonuçların kapsayıcılığı ya da genellenebilirliği bakımından rasyonel olmayan yahut sınırlı rasyonel olan sonuçlar ortaya koyabilmektedir. Bir kere dünya üzerinde yaşayan tüm bireylerin ilmi açıdan bir noktada, varsayımsal olarak türdeş olduklarını kabul etmek, teori üretimi açısından fayda sağlayabilir ancak teori oluşturmak adına yapılan bu varsayımların nihayetinde mantıklı ve gerçekçi sonuçlar elde etmek amacıyla yapıldığı unutulmamalıdır. Çünkü kurulmak istenen ekonomik sistemin ya da bu sisteme bağlı olarak oluşturulan varsayımların ve bu varsayımlardan yola çıkılarak elde edilen sonuç ve bulguların ne kadar rasyonel oldukları, gerçek hayattaki uygulanabilirlikleri yahut bu varsayımlara muhatap olan bireyleri ne ölçüde tanımladıkları ile yakından ilgilidir.

Daha önce de belirtildiği üzere, Geçtan (2003:19)'a göre, bir grubun genç üyelerinin eğitimi ne kadar yoğun ve tek yönlü olursa, üyeler de o ölçüde birbirine benzerlik gösterir ve bireysel farklılıklar azalır. Böylece sınırlı ve değişmez görüşleri olan bir toplum oluşur.

Geçtan'nın görüşlerinden yola çıkarak sınırlı ve değişmez görüşleri olan bir toplum kurgulamanın ya da bu türden bir toplum oluşturma çabasının kime ve neye fayda sağlayacağı, sorgulanması gereken bir husustur. Kitleleri yönetme ve yönlendirme açısından verilen yukarıdaki örneği iktisadi açıdan ele aldığımızda, egemen güçlerin, kendi ekonomik sistemlerini oluşturmak ve zaman içinde bu sistemi sarsılmaz ve

parçalanmaz bir zemine oturtmak çabasının ardında, mekanik bir robot olarak tanımlanan bireyin ve onun sömürüsünün meşrulaştırılması ihtiyacının, ilmi bir kisve altında daha zarif görüneceği düşüncesi yatıyor olabilir. Bu bağlamda, ulaşılmak ve istikrarlı bir biçimde sürdürülmek istenen sistem açısından ihtiyaç duyulan birey, nasıl bir birey olmalıdır sorusu bizleri “iktisadi insan” tanımına götürüyor denebilir.

Kurulan modellerin, uygulanan politikaların ve dünya üzerinde benimsetilmek istenen ekonomik sistemlerin muhatabı tabiatı ile insandır. Merkezinde insanın ya da daha iktisadi bir dille tüketicinin bulunduğu bu sistemlerin günümüz dünyasındaki inkişafı açısından düşünüldüğünde, tüketici davranışlarının gerekçeleri, onların kendi psikoloji ve duygularından bağımsız değildir. Hatta tüketici davranışları, psikolojik ve duygusal etmenlerden etkilenmekle birlikte; bireyin yetiştiği coğrafya, etnisite, aldığı eğitim, bulunduğu statü, varlıklı/varlıksız bir aileye mensupluk, yaş, cinsiyet vb. gibi birçok faktörün de muhatabı olmakta ve sayılan faktörler ışığında bu muhataplık ilişkisi, alınan kararlara da etki etmektedir. Bu bağlamda, iktisadın matematik ve istatistik gibi ilimlerle olan ilişkisi, yapılan araştırmalar, kurulan kalkınma ve büyüme modelleri, ekonometrik modellere bağlı olarak elde edilen bulgular, bizlere iyi birer tahmin ya da fikir elde etmemiz amacıyla hizmet etmekte ancak elde edilen sonuçların günümüz dünyası ile olan ilişkisi bizi söz konusu neticeleri sorgulamaya sevk etmektedir. Çünkü literatüre geçmiş bunca model ve sistem içerisinde, hali hazırda dünyada bir milyara yakın insan açıklıkla boğuşmakta, günlük geliri bir doların biraz üstünde milyonlarca insan yaşamaktadır. Bu açıdan düşünüldüğünde iktisatçıların, belli varsayımlar altında, tasarruflar artar ise faiz oranı düşer, faiz oranı düşer ise yatırım ve gelir artar, genellemelerinin ötesinde, ki bu durum bile ekolden ekole değişiklik arz etmektedir, konuya eleştirel ve ne yapılması gerektiği hususu ile ilgili daha kuvvetli ve gerçekçi yaklaşımlar sunmaları gerekmektedir.

Doğru ve güvenilir tespitlerin çeşitliliği ve bu tespitler aracılığıyla elde edilen bulgular, ekonomik sorunların çözümü ya da ekonomik olaylar üzerine muhakeme eden tüketiciye elbette fayda sağlar. Ancak bireylerin iktisat ilmi açısından, en başından çok keskin ve köşeli ifadelerle tanımlanması ya da olup bitenlerle ilgili üretici ve tüketicilerin tam bilgi sahibi olması, gelirin tamamının harcanması vb. gibi varsayımlar, modelin kurulumu ve gelişimi için birer ön koşul olmasına rağmen uygulanabilirlikleri ya da günümüz dünyasındaki geçerlilikleri açısından sorgulanmaya muhtaçtır.

Hisse senedi yatırımcılarının yatırım kararlarına etki eden faktörlerin madde madde neler olduğunun sayılıp dökülmesinden ziyade, hisse senedi yatırımcılarının birer nesne olmaktan öte, duygularıyla da hareket edebilen, risk alan ya da alamayan, belli durumlar karşısında ürkebilen ya da aksine cesaret ile davranabilen, belirsizlik altında çekimser kalabilen ve karar almaktan imtina eden insani yapılarına odaklanmak, zihinsel ve duygusal süreçlerinin karar alma mekanizmalarına etki edebileceğini göz önünde bulundurarak bir değerlendirme yapmak, konuyu ele alış biçimi bakımından sağlıklı bir yaklaşım olacaktır. Çünkü iktisat ilmi açısından fayda maksimizasyonu peşinde, kendi çıkarları doğrultusunda serüvenden serüvene koşan, ancak Simon’un da belirttiği üzere aslında “sınırlı rasyonel” olan birey, her zaman çoğu aza tercih etmeyebilir. Çoğu tercih etmenin riskli olduğu durumlar söz konusu olabilir, ekonomik belirsizlik ortamında

eylemsiz de kalabilir ya da azı tercih etmesi kendisi açısından faydalı bir seçenek olarak görünebilir.

Tam bilgi sahibi olması gerçek hayatta pek de mümkün görünmeyen tüketici, elbette bir yatırım kararı alırken ya da iktisat açısından karar niteliği teşkil edebilecek bir eylemde bulunurken birtakım ussal değerlendirmelerde bulunmalıdır. Bu değerlendirmeler ekonomik veri setlerinden faydalanma, istatistiki bilgileri inceleme, yatırım yapılacak alandaki işlem hacminin analizi, girilecek sektördeki genel ekonominin durumu, o alandaki yurtiçi ve yurtdışı pazar payları vb. gibi birçok faktörü içerebilir. Ancak sıradan bir vatandaşın bu veri setlerini incelemesi ve incelemelerden yola çıkarak yorum yaparak bir sonuca varması, rasyonel görünmemektedir. Kaldı ki bu yorumlama kabiliyetini haiz kişilerin dahi durmaksızın her bilgiye sürekli şekilde ulaşması da mümkün değildir. Akla uyan, herhangi bir yatırım kararı öncesi, veri setlerini olabildiğince incelemek ve bu bağlamda yapılan incelemeler sonucu bir karar almaktır. Ancak alınan kararın, bireye fayda sağlayacağı hususu kesinlik içermemektedir.

1973 yılında Bretton Woods sisteminin fiilen sona ermesinin ardından, devlet kontrollü uluslararası para sisteminden piyasa kontrollü para sistemine geçilmiş, böylece aşağıdaki önemli gelişmeler ortaya çıkmıştır (Parasız, 1999: 33-34):

- Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ile birlikte finansal portföylerin uluslararasılaşması,
- Bankaların diğer finans kurumlarına kıyasla önemlerini kaybetmeleri,
- Döviz kurlarının dış ticaret işlemleri ile değil, tedricen yoğunlaşan finansal işlemler tarafından finans piyasalarında belirlenmeye başlaması,
- Oluşan krizlerin bilgi ve iletişim teknolojilerindeki hızlı gelişim sebebiyle tüm dünyaya yayılması
- Döviz kuru baskısına çokça muhatap olan ülkelerin iç ekonomik dengelerinde de disiplin sağlayamaz olmaları.

Küreselleşme çerçevesinde esas önemli gelişme para, tahvil, hisse senedi piyasaları, türev piyasalar ve borç piyasası şeklinde finansal sermayenin yerel zincirlerini kırıp tüm dünya sathında uluslararasılaşmasında gözlenmektedir. Para, tahvil ve hisse senedi piyasasında işlem hacmi, 1930-1945 döneminde reel kesim faaliyet hacminin yaklaşık iki katı iken, bu oran 1990'lı yıllarda elli katına ulaşmıştır. Küreselleşmenin bir diğer ögesi olan yeni yatırım araçları ve bu kapsamda değerlendirilebilecek türev işlemleri de 1990'lı yılların başlarında 4 trilyon dolar hacminden 1990'lı yılların sonunda 20 trilyon değerine yükselerek kayda değer bir sıçrama göstermiştir (IMF, 2004).

Bu gelişmeler doğrultusunda küreselleşme, yatırımcıların zaman ve mekân sınırlaması olmadan hızla hareket ederek çeşitli piyasalarda işlem yaptığı, hükümet politikalarını ve merkez bankası kararlarını etkisiz hale getiren sıcak para hareketlerinin sermaye piyasalarını istikrarsızlaştırdığı bir nitelik almıştır (Kazgan, 1997: 143-145). Başka bir deyişle, sermaye hareketlerinin gelişen teknolojik imkânlarla birlikte uluslararasılaşması, dünyanın herhangi bir yerindeki finansal kriz ya da olumsuzluktan diğer ülke ekonomilerinin de etkilenmesinin zeminini hazırlamıştır.

Yukarıda bahse konu olan faktörler ışığında bir yatırımcının yatırım kararı verirken sadece bulunduğu ülkenin ilgili finansal kurumlarını (BİST, TCMB, BDDK, SPK vb.), ekonomisini, siyasetini ve haberlerini değil, uluslararası alandaki ekonomik gelişmeleri, kurumları (FED, DAX, BOC vb.) ve uluslararası politikası yakından takip ve tahlil etmesi, daha öz bir ifade ile, global ölçekteki veri setlerinden de yararlanarak bir tercihte bulunması daha akılcı görünmektedir. Ancak klasik ekolün “sınırsız rasyonel” olarak kabul ettiği, gerçek hayattaki durumu ise “sınırlı rasyonel” olan bireylerin, tüm bu veri setlerine ulaşması ve ulaştığı bu bilgileri doğru şekilde analiz etmesi hususu ile ilgili çatışma ve bu çatışma içerisinde hane halkları ve birey tercihlerinin psikolojik (zihinsel) boyutlarının arka plana itilmesi, yaklaşan krizlerin öngörülmesi ve anlamlandırılması sorunlarını da beraberinde getirmiştir.

1776 yılında Adam Smith, *Milletlerin Zenginliği* adlı eserini yayınladığı ve iktisat ilminin bir anlamda hüviyet kazanmaya başladığı o tarihlerden bu yana, insan ve onun bu ilim açısından tanımlanış biçimi, dönem dönem sorgulansa da bu sorgulamaların davranışsal iktisadın ortaya çıkışı ve onun “rasyonel insan” kavramına getirdiği bakış açısı ile kuvvetli bir ivme kazandığı aşîkârdır. Bu bağlamda, Kahneman ve Tversky’nin Beklenti Teorisi, Etkin Piyasalar Hipotezi ve Beklenen Fayda Teorilerine göre bireylerin yatırım kararlarını ya da ekonomik karar alma süreçlerini, yapmış oldukları ampirik testler ve bu testler aracılığıyla ortaya konan bulgular açısından daha gerçekçi ve kapsayıcı şekilde ortaya koymuştur.

Herbert Simon’un klasik karar verme modeline ilişkin “gerçek” ve “uygulama” ile ilgili öngörülerinden hareketle ortaya koyduğu “sınırlı rasyonellik” mefhumu ve onun bu derece bir rasyonelliğin karar noktasında bireyleri tanımlamada yetersiz kaldığına vurgu yapması da ayrıca ehemmiyet arz etmektedir.

Bireylerin karar alırlarken psikolojik önyargılardan (Aşırı Güven, Optimizm, Aşına Olma, Pişmanlık, Yatkinlik vb.) etkilenecek, risk ve belirsizlik altında farklı kararlar da alabileceğinin altını çizen Beklenti Teorisi, iktisat içerisinde mekanik bir sistemin duygusuz ve tek yönlü parçası olarak tanımlanan bireyin, kararları noktasında, psikolojik ve zihinsel süreçlerinin alternatif koşullarda, farklı tezahür edebileceğine vurgu yaparak, bu anlamda iktisat ilmine yeni bir soluk getirmiştir.

Psikolojik Önyargılar içerisinde yer alan Aşına Olma Önyargısı çerçevesinde, bireylerin tanıdık ve güvenilir firmalara yönelme ya da bilindik alanlara yatırım yapma eğilimi, bu önyargı içinde değerlendirilebilir. Örneğin Türk halkının, eline ilk para geçtiğinde bunu ev almak şeklinde değerlendirmesi, “önce kafamızı sokacak bir evimiz olsun” düşüncesi ile hareket etmesi ya da dövizli yatırım açısından güvenli bir liman olarak telakki etmesi, Aşına Olma Önyargısı kapsamındaki bulgulardır.

Bir başka psikolojik önyargı çeşidi olan Optimizm Önyargısı kapsamında birey, pişmanlıktan kaçınmak adına, kaybettiren hisselerin bir gün yeniden değer kazanacağına yüreктen bir inanç besleme şeklinde bir tavır geliştirebilir, kazandıran hisselerini elden çıkarma, kaybettiren hisselerine ise bağlanma şeklinde bir aldanma yaşayabilir.

İşte yukarıda çoğaltılması mümkün olan tüm bu örnekler ve bulgular bizleri, bireylerin ekonomiye muhataplık teşkil edecek birtakım kararlar alırken, matematik- iktisat ve hesaplanabilir olasılıklar ile birlikte, kendi psikolojik ve zihinsel değerlendirme mekanizmalarından etkilendikleri sonucuna da ulaştırmıştır.

Bu araştırma kapsamında elde edilen bulgular ışığında denilebilir ki, yatırımcıların ya da hayatı boyunca birtakım ekonomik kararlar almak zorunda olan bireylerin her birinin, Kahneman ve Tversky'yi tanımaları ya da akademik makalelere ulaşmaları mümkün görünmese de, en azından bu duyarlılık ve farkındalık içerisinde olan ve ekonomik birtakım kararlar almak durumunda olanların, yatırım yaparken ya da yatırım öncesi birtakım değerlendirmelerde bulunurken kendi psikolojik önyargılarını ve ne türlü zihinsel süreçlerden geçebileceklerini anlamlandırmaları önem arz etmektedir.

Yukarıda yazılan bulgular ve gerekçeler sebebiyle, yatırımcıların bu tür yanılsamaları ve önyargıları göz önünde bulundurarak ekonomik kararlar almaları ve bu süreçlerin zihni, duygusal, psikolojik birtakım faktörlerden bağımsız olmadığı farkındalığı ile hareket etmeleri hem karar öncesi yatırımcıya sağlıklı bir değerlendirme fırsatı sunacak hem de alınan kararların başarısı açısından fayda sağlayacaktır.

KAYNAKÇA

- ABAAN, Ernur D. (2002), *Fayda Teorisi ve Rasyonel Seçimler*, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Araştırmaları Yayınları, Ankara.
- ACAR, G. T. (2005), *Tarihsel Koşullar Açısından Neoklasik İktisadın Ortaya Çıkı Süreci*, <http://www.ceterisparibus.net/dusunce/diger.html>, 22.09.2017.
- ACAR, Gökmen Tarık (2008), *İktisadı Değiştirmek Neoklasik İktisada Eleştirel Bir Yaklaşım*, İletişim Yayınları, İstanbul.
- AKSOY, Tolga ve Işıl Şahin (2009), “*Belirsizlik Altında Karar Alma: Geleneksel ve Modern Yaklaşımlar*”, Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metinleri: 2009/7.
- ALEVY, J.E., M.S. Haigh and J.A. List (2003); “*Information Cascades with Financial Market Professionals: An Experimental Study*”. Paper presented at the NCR-134 Conference on Applied Commodity Price Analysis, Forecasting, and Market Risk Management, St. Louis, Missouri, April 21-22, p. 2.
- ALTAY, Erdiç; (2008), “*Sermaye Piyasasında Sürü Davranışı: İMKB’de Piyasa Yönünde Sürü Davranışının Analizi*”, *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi*, Cilt: 2, Sayı: 1. s. 33-34.
- ANDREONI, James ve Charles Sprenger (2010), “*Certain and Uncertain Utility: The Allais Paradox and Five Decision Phenomena*”, Levine’s Working Paper, Archive 926159295, pp. 1-25.
- ANGNER, E. ve G. Loewenstein (2006), “*Behavioral Economics*”, <http://sds.hss.cmu.edu/media/pdfs/loewenstein/BehavioralEconomics.pdf>, 12.08.2017
- ANGNER, E. ve G. Loewenstein; (2007), “*Behavioral Economics*”, *Handbook of The Philosophy of Science*, Vol: 3, pp. 5-7.
- ASHRAF, Nava, C. F. Camerer ve G. Lowenstein; (2005), “*Adam Smith, Behavioral Economist*”, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 19, No. 3, pp. 131-145.
- ATEŞ, A. (2007). *Finansal Yatırımların Davranışsal Finans Açısından Değerlendirilmesi Üzerine Bir Araştırma*. (Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi). Selçuk Üniversitesi, Konya.
- BAILEY, Roy E. (2005), *Economic Financial Markets*, USA: Cambridge University Press.
- BARAK, Osman (2006), *Hisse Senedi Piyasalarında Anomaliler ve Bunları Açıklamak Üzere Geliştirilen Davranışsal Finans Modelleri: İMKB’de Bir Uygulama*, Yayınlanmış Doktora Tezi, T.C. Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme, Ankara.
- BARAK, Osman (2008), *Davranışsal Finans Teori ve Uygulama*, Gazi Kitabevi, Ankara.
- BARAK, Osman; (2008), “*İMKB’de Aşırı Reaksiyon Anomalisi ve Davranışsal Finans Modelleri Kapsamında Değerlendirilmesi*”, *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt: Sayı: 1, s. 114-140.

- BARBERIS N., M. Huang ve T. Santos; (1999), *Prospect Theory and Asset Prices*, National Bureau of Economic Research (NBER) Work. Pap. Series, No: 7220, (<http://www.nber.org/papers/w7220>), 13.10.2017.
- BARBERIS, N., A. SHLEIFER and R. VISHNY; (1998), “A Model of Investor Sentiment”, *Journal of Financial Economics*, Vol: 49, pp. 307-343.
- BAYRAK, Oben Kurtuluş; (2012), “Davranışsal Finans”, *Sermaye Piyasasında Gündem*, TSPAKB, Sayı: 120, s. 6-16.
- BENARTZI, S. ve Richard H. Thaler; (1995), “Myopic Loss Aversion and The Equity Premium Puzzle”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 110, No. 1, pp. 73-92.
- BERNSTEIN, William; (2005), *Yatırımın Dört Temel Taşı*, Çev., Neşenur Domaniç ve Nusret Ayhan, Scala Yayıncılık, İstanbul.
- BIKHCHANDANI, S., D. Hirshleifer ve I. Welch; (1992), “A Theory of Fads, Fashion, Custom and Cultural Change as Information Cascade”, *Journal of Political Economy*, Vol. 100, No.5, pp. 992-1026.
- BLACK, Fischer; (1986), “Noise”, *Journal of Finance*, Vol: 41, pp. 529-543.
- BORENZSTEIN, Eduardo R. ve R. Gaston Gelos; (2000), “A Panic-Prone Pack? The Behavior of Emerging Market Mutual Funds”, *IMF Working Paper*, Number: 00/98, pp. 1-35.
- BOSTANCI, Faruk; (2003), “Davranışçı Finans”, <http://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/YayinGoster/399>, 20.09.2017.
- BOZKURT, Veysel (2004), *Değişen Dünyada Sosyoloji Temeller Kavramlar Kurumlar*, Alfa Yayınları, İstanbul.
- BÖYÜKASLAN, Adem (2012), *Bireysel Yatırımcıları Finansal Yatırım Kararına Yönelendiren Faktörlerin Davranışsal Finans Açısından İncelenmesi: Afyonkarahisar Örneği*, Afyon Kocatepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Afyon.
- BROWN, Robert L. ve Stephan A. Easton (1988), “Weak-form Efficiency in the Nineteenth Century: A Study of Daily Prices in the London Market for 3 percent Consols”, 1821–1860”, *Economica*, Vol. 56, pp. 61–70.
- BRUNI, L. ve R. Sugden; (2007), “The Road not Taken: How Psychology was Removed from Economics and How It Might Be Brought Back”, *The Economic Journal*, Vol. 117, No. 1, pp. 146-173.
- BUĞRA, Ayşe (1999), *İktisatçılar ve İnsanlar*, İletişim Yayınları, İstanbul.
- CAMERER, Colin; (1999), “Behavioral Economics; Reunifying Psychology and Economics”, *Proc. Natl. Acad. Sci.*, Vol. 96, pp.10575-10577.

- CAMERER, Colin F. and George Loewenstein; (2002), “*Behavioral Economics: Past, Present, Future*”, *Division of Humanities and Social Sciences, California Institute of Technology*, pp. 1-61.
- CAMERER, F. Colin, G. Loewenstein ve M. Rabin; (2003), *Advances in Behavioral Economics*, Princeton University Press, NewYork.
- CEYLAN, Onur (2015), “*Modern Portföy Teorisinin Doğuşu*”, <http://piyasarehberi.org/yatirim/portfoy-yonetimi/142-modern-portfoy-teorisinin-dogusu>, 24.09.2017.
- CHAVAS, Jean P. (2004), *Risk Analysis in Theory and Practice*, Elsevier Inc.,Academic Press, New York.
- COOTNER, Paul H.; (1962), “*Stock Prices: Random Walk vs. Systematic Changes*”, *Industrial Managment Review*, pp. 24-25.
- CORNICELLO, G.; (2004), *Behavioral Finance and Speculative Bubble*, *Università Commerciale Luigi Bocconi*, Milano.
- CUNNINGHAM, Lawrence A. (2001), “*Behavioral Finance and Investor Governance*”, *Public Law and Legal Theory Research Paper Series*, Cardozo Law School, Working Paper No. 32, p. 18, (<http://ssrn.com/abstract=255778>).
- ÇETİN, Tamer (2010), “*İktisadi Etkinlik Üzerine Bir Deneme: X-Etkinlik Yaklaşımı*”, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, Cilt: 11, Sayı: 2, s. 183-198.
- DAĞLI, Hüseyin (2000), *Sermaye Piyasası ve Portföy Analizi*, Derya Kitabevi, Trabzon.
- DAICON Stephan ve J. Hesseldine; (2007), “*Framing Effects and Risk Perception: The Effect of Prior Performance Presentation Format on Investment Fund Choice*”, *Journal of Economic Psychology*, Vol. 28, No. 1, pp. 31-52.
- DANIEL, K., D. HIRSHLEIFER and A. SUBRAHMANYAM; (1998), “*Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions*”, *Journal of Finance*, Vol. 53, No. 6, December, pp. 1839-1885.
- DAVUT, Lale (1997), “*Tüketici Davranışları ve Rasyonellik*”, *Ankara Üniversitesi, SBF Dergisi*, Cilt:52, Sayı:1, ss. 169-170.
- DEMİRTAŞ, Özgür ve Zülal Güngör; (2004), (Harry Markowitz'den aktaran), “*Portföy Yönetimi ve Portföy Seçimine Yönelik Uygulama*”, *Havacılık ve Uzay Teknolojileri Dergisi*, Cilt: 1, Sayı: 4, s. 104-105.
- DÖM, Serpil (2003), *Yatırımcı Psikolojisi*, Değişim Yayınları, İstanbul.
- DÖM, Serpil (2004), “*Yatırımcı Psikolojisi*”, 8.Ulusal Finans Sempozyumu, İstanbul Teknik Üniversitesi, İstanbul, s. 120-136.

- EARL E. Peter; (2005), “Economics and Psychology in The Twenty-Century”, *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 29, No. 6, pp. 909-926.
- ELLSBERG, Daniel; (1961), “Risk, Ambiguity, and the Savage Axioms”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 75, No. 4, pp. 643-649.
- ERTAN, Yasemin (2007), *Davranışsal Finans ve Pişmanlık Teorisinin Döviz Kuru Riskinden Korunma Kararına Etkisi*, Uludağ Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Bursa.
- ESTRADA, J. (2001), “Law and Behavioral Economics”,
<http://web.iese.edu/jestrada/PDF/Research/Others/L&BE.pdf>, 12.08.2017.
- FAMA, Eugene (1970); “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, *Journal of Finance*, Vol. 25, pp. 383-417.
- FOCARDI, Sergio M. ve Frank J. Fabozzi; (2004), *The Mathematics of Financial Modeling and Investment Management*, New Jersey: John Wiley and Sons Publication.
- FRANCIS, Jack C. (1993), *Management of Investment Analysis*, Mc. Graw Hill In. Ed. New York.
- FRANKFURTER, G.M. & McGoun, E., (2000), “Market Efficiency or Behavioral Finance: The Nature of Debate”, *Journal of Psychology & Financial Markets*, Vol. 1, Issue 3(4), pp. 200-211.
- FRENCH, K.R. ve James Poterba; (1991), “Investor Diversification and International Equity Markets”, *The American Economic Review*, Vol. 81, No. 2, pp. 222-237.
- FRIEDMAN, Milton (1953), *Essays in Positive Economics*, Chicago, Chicago University Press.
- FULLER, R. (1998); “Behavioral Finance and Source of Alpha”, *Journal of Pension Investing*, Vol. 2, No. 3, pp. 5-12.
- GALEOTTI, F. and A. Karakostas; (2010), “The Promise of Behavioral Economics”, *Norwich Economic Papers*, pp. 1-12.
- GEÇTAN, Engin (2003), *İnsan Olmak*, Metis Yayınları, İstanbul.
- GOLLIER, Christian ve Bernard Salanie (2006), “Individual Decision Under Risk, Risk Sharing and Asset Prices with Regret”, Working Paper, pp.1-25.
- GÖKBEL, Serpil A. (2003), *Süre Temelli Portföyler ve İMKB’nde Uygulanabilirliği*, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Ankara, 2003.
- GÜRÜNLÜ, Meltem (2011), “Finansal Piyasaların Etkinliği Teorisinden Davranışsal Finansa: Finans Teorisinin Evrimi”, *Maliye Finans Yazıları*, Sayı:92, s.31-50.
- HANSON, Jon D. ve Douglas A. Kysar (1999), “Taking Behavioralism Seriously: The Problem of Market Manipulation”, *New York University Law Review*, vol:74(3), pp.641-642.

- HAYEK, Friedrich A. (1955), “*The Counter- Revolution of Science Studies on The Abuse of Reason*”, London: The Free Press of Glencoe, pp.25-27.
- HAYIRSEVER BAŞTÜRK, Feride (2004), *F/K Oranı ve Firma Büyüklüğü Anomalilerinin Bir Arada Ele Alınarak Portföy Oluşturulması ve Bir Uygulama Örneği*, Yayın No:822, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir.
- HENS, T. ve Bachmann, K. (2008). *Behavioural Finance for Private Banking*, Chichester, West Sussex: John Wiley & Sons Ltd.
- HONG, Harrison, and STEIN, Jeremy C. (1999), “*A Unified Theory of Underreaction, Momentum Trading, and Overreaction in Asset Markets*”, *Journal of Finance*, Vol. 54, No. 6, December, pp. 2143-2184.
- HOY, W. K., & Miskel, C. G. (1991). *Educational administration: Theory, research, and practice*, 4th edition. New York: McGraw-Hill.
- <http://www.moneyscience.com/pg/blog/Admin/read/50567/a-history-of-behavioural-finance-in-published-research-1944-1988> (26.08.2017)
- <http://www.tml.web.tr/download/TUKETICI-DAVRANISLARI.pdf> adresinden elde edilmiştir, 21.09.2017.
- IMF (2004), *Advancing Structural Reforms*, World Economic Outlook, Washington DC.
- İVGİN, Hünkâr (2003), *Hisse Senedi Yatırımcıları, Analistler ve Şirket Yöneticileri İçin Şirket Değerleme*, Finnet Yayınları, İstanbul.
- JAGER, W., M.A. Janssen, H.J.M. De Vries, J. De Greef ve C.A. Vlek (2000), “*The Human Actor in Ecological- Economic Models, Behaviour in Commons Dilemmas: Homo Economicus and Homo Psychologicus in an Ecological- Economic Model*”, *Ecological Economics*, 35, pp.357-379.
- JUREVICIENE, D. and Ivanova, O. (2013). “*Behavioural Finance: Theory and Survey*” *Science–Future of Lithuania/Mokslas–Lietuvos Ateitis*, 5 (1), 53-58.
- KAHNEMAN, D. ve Dan Lovallo (1993), “*Timid Choices and Bold Forecasts: A Cognitive Perspective on Risk Taking*”, *Management Science*, Vol:39, issue:1, pp.17-31.
- KAHNEMAN, D. ve Mark W. Riepe (1998), “*Aspects of Investor Psychology*”, *The Journal of Portfolio Management*, vol:24, pp.52-65.
- KAHNEMAN, D., J. Knetsch ve R. Thaler (1990), “*Experimental Tests of Endowment Effect and the Caose Theorem*”, *Journal of Political Economy*, vol: 98, number:6, pp.1325-1348.
- KAHNEMAN, D., J. Knetsch ve R. Thaler (1991), “*Anomalies-The Endowment Effect, Loss Aversion and Status Quo Bias*”, *Journal of Economic Perspectives*, vol:5, issue:1, pp.193-206.

- KAHNEMAN, Daniel ve Amos Tversky (1979), “*Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk*”, *Econometrica*, vol:47, No:2, pp.263-291.
- KAHNEMAN, Daniel ve Amos Tversky (1981), “*The Framing of Decision and The Psychology of Choice*”, *Science, New Series*, vol:211, number:4481, pp.453-458.
- KAHNEMAN, Daniel ve Amos Tversky (1984), “*Choices, Values and Frames*”, *American Psychologist*, Vol:39, Issue:4, pp.341-350.
- KARAKURT, Elif (2003), “*Risk Toplumunda Birey*”, *İş, Güç Dergisi*, Cilt:5, Sayı:2, makale 154.
- KARAŞİN, Gültekin (1986), *Sermaye Piyasası Analizleri*, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Ankara.
- KAZGAN, Gülten (1997), *Küreselleşme ve Yeni Ekonomik Düzen*, Altın Kitaplar, İstanbul.
- KELEŞ, Buket P. (2003), *Etkin Pazar Kuramı ve İMKB'nin Zayıf Formda Etkinliğinin Test Edilmesi*, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.
- KENT, D., David Hirshleifer and Siew Hong TEOH (2001, April), “*Investor psychology in capital markets: Evidence and policy implications*” Carnegie/Rochester Conference Series in Public Policy at the University of Rochester, pp.139-209.
- KENT, D., Hirshleifer, D. and Subrahmanyam, A., (2001). “*Overconfidence, Arbitrage, and Equilibrium Asset Pricing*”, *Journal of Finance*, No:56, pp.921-965.
- KOIVISTO, William (1957), *Principles and Problems of Modern Economics*, John Wiley & Sons Inc., p.741, New York.
- KÜÇÜKKALAY, Abdullah M. (2011), *İktisadi Düşünce Tarihi*, 3. Baskı, Beta Yayınları, İstanbul.
- LEIBENSTEIN, H. (1966), “*Allocative Efficiency versus X-Efficiency*”, *American Economic Review*, 56(3), pp. 392-415.
- LEIBENSTEIN, H. (1973). “*Competition and X-efficiency: Reply*”, *The Journal of Political Economy*, 81 (3), pp.765-777.
- LEIBENSTEIN, H. (1978), *General X-Efficiency Theory and Economic Development*, Oxford University Press, Oxford.
- LEROY, Stephan F. ve Jan Werner (2001), *Principles of Financial Economics*, Cambridge: Cambridge University Press.
- LEWIN, S. B. (1996), “*Economics and Psychology: Lessons for Our Own Day from the Early Twentieth Century*”, *Journal of Economic Literature*, 34(10), pp. 1293-1323.
- LOOMES, G. ve Robert Sugden (1982), “*Regret Theory: An Alternative Theory of Rational Choice under Uncertainty*”, *The Economic Journal*, vol:92, number: 368, pp.815-824.
- MARKOWITZ, Harry M. (1952), “*Portfolio Selection*”, *The Journal of Finance*, 7(1), pp.77–91.

- MATSUYAMA, N. (2009), “*Relativity of Alfred Marshall’s Psychological Research and Economics*”, <http://room409-1.ih.otaru-uc.ac.jp/~yss2009/papers/Matsuyama%2020090325.pdf>, 10.08.2017.
- MCFADDEN, Daniel (1998), “*Rationality for Economists*”, Department of Economics University of California, Berkeley, Working Paper, pp.1-36.
- MCMAHON, R. G. P. (2006), *Behavioural Finance*, Entrepreneurial Cognition and SME Financial Management, Working Paper Number: 06-3, School of Commerce, Flinders University.
- MEHRA, R. ve Edward J. Prescott (1985), “*The Equity Premium: A Puzzle*”, Journal of Monetary Economics, vol:15, pp.145-161.
- MONGIN, Philippe (1997), “*Expected Utility Theory*”, Handbook of Economic Methodology, ed.J. Davis, W. Hands ve U. Maki, p.342
- MONTIER, James (2002), *Behavioral Finance, Insights into Irrational Minds and Markets*, John Wiley & Sons Ltd, New Jersey.
- MOORE, D.A., T.R. Kurtzberg, C.R. Fox ve M.H. Bazerman; (1999), “*Positive Illusions and Forecasting Errors in Mutual Fund Investment Decisions*”, Organizational Behavior and Human Decision Processes, vol:79, no:2, pp.95-114, Greg Ip, Wall Street Journal, 14.09.1998.
- NAKANO, T. (2007). “*Alfred Marshall’s economic nationalism*”. Nations and Nationalism, 13(1), 57-76.
- NOFSINGER, J.R. (2001), *Investment Madness: How Psychology Affects Your Investing...And What to Do About It*, Prentice Hall, pp.82-83.
- NOFSINGER, John R. (2010), *The Psychology of Investing*, 4.ed., Prentice-Hall, NewYork.
- ODEAN, Terrance (1998), “*Volume, Volatility, Price, and Profit When All Traders Are Above Average*”, Journal of Finance, 53(6), pp.1887-1934.
- ODEAN, Terrance (1999), “*Do Investors Trade Too Much?*”, American Economic Review, vol:89, issue: 5, pp.1279-1298.
- ÖĞÜT, A. ve Öztürk, Y. E. (2007), “*Yönetimin Bilimleşme (Scientization) Sürecine Katkıları Açısından Chester Irving Barnard ve Herbert Alexander Simon: Betimleyici ve İlişkilendirici Bir Çalışma*”, Selçuk Üniversitesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi, Konya, Sayı 14, ss. 29-46.
- ÖZÇAM, Ferhat (1996), *Teknik Analiz ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası*, Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, Ankara.
- ÖZEN, Aysun (2004), “*Yürekten Bağlılık: Nereye Kadar?*”, Pivotka Dergisi, yıl:3, sayı:14, s.15-17.
- PARASIZ, İlker (1999), *Dünya Ekonomisi*, Ezgi Kitabevi, Bursa.
- PETERSON, R.L. (2012), *Karar Anı*, Çev. Canan Feyyat, Scala Yayıncılık, İstanbul.

- RICCIARDI, V. & Helen K. Simon (2000), "What is Behavioral Finance?", Goldan Gate University, The Business, Education and Technology Journal, 2 (2), pp.26-34.
- ROLL, Richard ve Stephan A. Ross (1984), "The Arbitrage Theory Approach to Strategic Portfolio Planning", Finandal Analyst Journal, vol:40, pp.14-26.
- ROSS, Stephan A. (1976), "Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing", Journal of Economic Theory, vol:13, pp.341-360.
- Royal Swedish Academy of Sciences, "Foundation of Behavioral and Experimental Economics: Daniel Kahneman and Vernon Smith: The Advanced Information on the Prize in Economic Sciences (2002), <https://pdfs.semanticscholar.org/0e2b/328ad86793efb261bf224880194ad9eef86b.pdf> (01.08.2017).
- SANSAR, Nazlı Gamze (2016), "Değişen Finansal Akımlar: Rasyonalizmden Davranışsal Finans Yaklaşımına", İstanbul Gelişim Üniversitesi, Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt:3, Sayı:2, s. 136-150.
- SARIKAMIŞ, Cevat; (1995), *Sermaye Pazarları*, Alfa Yayıncılık, İstanbul.
- SCHARFSTEIN, David S. ve Jeremy C. Stein; (1990), "Herd Behavior and Investment", American Economic Review, no:80, pp.465-479.
- SCOTT, W. R. (2003), *Organziations: Rational, Natural, and Open Systems*, 5th Edition, New Jersey: Pearson Education.
- SEFİL, Sinem ve Hakkı Kutay ÇİLİNGİROĞLU (2011), "Davranışsal Finansın Temelleri: Karar Vermenin Bilişsel ve Duygusal Eğilimleri", İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Yıl:10, Sayı:19, s.247-268.
- SEWELL, M., (2010). "Behavioral Finance" www.behaviouralfinance.net/behaviouralfinance.pdf (12.08.2017)
- SEYİDOĞLU, Halil (2003), *Uluslararası Finans*, 4. Baskı, Güzem Can Yayınları, İstanbul.
- SHAFIR, E., P. Diamond ve A. Tversky (1997), "Money Illusion", The Quarterly Journal of Economics, vol:112, number:2, pp.341-374.
- SHILLER, Robert J.; (1984), "Stock Prices and Social Dynamics", Cowles Foundation Discussion Papers, Cowles Foundation for Research in Economics, Yale University, pp.1-54.
- SIMON, H. A. (1976), *Administrative Behavior*, New York: The Free Press.
- SIMON, Herbert A. (1955, February), "A Behavioral Model of Rational Choice", *The Quarterly Journal of Economics*, 69 (1), 99-118.
- SÜMER, Kağan ve Aycan Hepsağ (2007), (E. Altay'dan aktaran) "Finansal Varlık Fiyatlama Modelleri Çerçevesinde Piyasa Risklerinin Hesaplanması: Parametrik Olmayan Yaklaşım", Bankacılar Dergisi, sayı:62, s.3-27.

- ŞEN, Mehmet (2003), “*Beklenti Teorisi ve Ticari Bankalarda Uygulaması*”, İktisat İşletme ve Finans, cilt:18, no:9, s.82-92.
- TAÇALI, Eda D. (2008), *Hisse Senedi Getirilerini Etkileyen Makroekonomik Faktörlerin Arbitraj Fiyatlama Modeli İle Analizi: Türkiye Örneği*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- TEKİN, Bilgehan (2016), “*Beklenen Fayda ve Beklenti Teorileri Bağlamında Geleneksel Finans – Davranışsal Finans Ayrımı*” Journal of Accounting, Finance and Auditing Studies, 2 (4), s.75-107.
- THALER, R. H. ve Mullainathan, S. (2008), “*How Behavioral Economics Differs from Traditional Economics*”, The Concise Encyclopedia of Economics, Second ed., <http://www.econlib.org/library/Enc/BehavioralEconomics.html> adresinden elde edilmiştir.
- THALER, Richard (1985), “*Mental accounting and consumer choice*”, Marketing Science, vol:4, number:3, pp.199-214.
- THALER, Richard (1997), “*Irving Fisher: Modern Behavioral Economist*”, The American Economic Review, 87(2), pp. 439-441.
- THALER, Richard (1999), “*Mental Accounting Matters*”, Journal of Behavioral Decision Making, number:12, pp.183-186.
- The Royal Swedish Academy of Sciences, *Foundations of Behavioral and Experimental Economics*, 2002, pp.1-2.
- TISDELL, Clem (1996), *Bounded Rationality and Economic Evolution A Contribution to Decision Making*, Economics and Management, Cheltenham: Edward Elgar.
- TOMER, J. F. (2007), “*What is Behavioral Economics?*”. *The Journal of Socio Economics*, 36 (3), 463-479.
- TOZLU, Ahmet (2016), “*Karar Verme Yaklaşımları Üzerinde Herbert Simon Hegemonyası*”, Sayıştay Dergisi, sayı:102, s.27-45.
- TUFAN, Ekrem (2008), *Davranışsal Finans*, İmaj Yayınevi, Ankara.
- ULAŞ E. Sarp (2002), *Felsefe Sözlüğü*, Bilim ve Sanat Yayınları, Ankara.
- ÜLKÜ, Numan. (2001), “*Finansta Davranış Teorileri ve İMKB’nin Dezenflasyon Programının Başlangıcında Fiyat Davranışı*”, İMKB Dergisi Cilt: 5, Sayı: 17 Ocak/Şubat/Mart 2001, s.101-132.
- VARTIAINEN D., (Ed.) P. Diamond ve H. Vartiainen (2007), *Behavioral Economics and Its’ Applications*, Princeton University Press, New Jersey.
- WANG, Shouyang ve Yusen Xia (2002), *Portfolio Selection And Asset Pricing*, New York: Springer Publishing Company.
- WATCHEL, Paul (1982), *Crises in the Economic and Financial Structure*, Lexington Boks D.C. Heath and Company Publishing, New York.

- WEBER, Roberto ve Robyn Dawes (2013), *Davranışsal İktisat*, Çev., Emine Vuslat Özke, Editörler: Neil J. Smelser ve Richard Swedberg, *İktisat Sosyolojisi*, Sentez Yayıncılık, İstanbul.
- WHITE, Mark D. (2004), “*Can Homo Economicus Follow Kant’s Categorical Imperative?*”, *Journal of Socio-Economics*, 33, Staten Island, pp.89–106.
- YALÇINKAYA, Timuçin ve Esin Özsoy (2003), *Risk Toplumu: Bilgi Toplumunun Evriminde Yeni Boyut*, II. Uluslararası Bilgi, Ekonomi ve Yönetim Kongresi, Kocaeli Üniversitesi İİBF, Kocaeli.
- YILMAZ, Feridun (2009), *Rasyonalite: İktisat Özelinde Bir Tartışma*, Paradigma Yayınları, İstanbul.
- YÖRÜK, Nevin (2000), “*Arbitraj Fiyatlama Modellerinde Risk Unsurları*”, Atatürk Üniversitesi İİBF Dergisi, cilt:14, sayı:1, s.87-88.
- ZAFIROSKI, M. (2001), “*Max Weber’s Analysis of Marginal Utility Theory and Psychology Revisited: Latent Propositions in Economic Sociology and the Sociology of Economic*”, *History of Political Economy*, 33 (3), pp. 437-458.
- ZUCHEL, Heiko (2001), *The Disposition Effect: Explanations, Experimental Evidence, and Implications for Asset Pricing*, Doktora Tezi, Mannheim Üniversitesi, Ekonomi Bölümü.

ÖZGEÇMİŞ

Yavuz Selim OKTAY 26.01.1985 tarihinde Yalova'nın merkez ilçesinde dünyaya gelmiştir. İlk ve orta öğrenimini Yalova'da tamamlamıştır. 2011 yılında bir yılı İngilizce hazırlık dört yılı da lisans eğitimi olmak üzere toplam beş yıllık lisans eğitimi iktisat bölümünden mezun olarak tamamlamıştır. Üniversite eğitimi süresince ve mezuniyet sonrasında özel sektörde çeşitli iş deneyimleri elde eden Yavuz Selim, halen Yalova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü'ne bağlı, ekonomi yüksek lisans programına devam etmektedir.