



**T.C.
BURSA ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT BİLİM DALI**

**DAVRANIŞSAL FİNANSIN YATIRIM TEORİSİNE KATKISI
ÜZERİNE BİR DEĞERLENDİRME**

(YÜKSEK LİSANS TEZİ)

Orkhan MAMMADLI

BURSA 2022



T.C.

**BURSA ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT BİLİM DALI**

**DAVRANIŞSAL FİNANSIN YATIRIM TEORİSİNE KATKISI
ÜZERİNE BİR DEĞERLENDİRME
(YÜKSEK LİSANS TEZİ)**

Orkhan MAMMADLİ

701811019

Danışman:

Dr. Öğr. Üyesi Gökem BAHTİYAR

BURSA 2022

T. C.
BURSA ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

.....Anabilim / Ana sanat Dalı,
..... Bilim Dalı'nda
numaralı
..... 'nın
..... hazırladığı

" konulu (Yüksek Lisans / Doktora / Sanatta Yeterlik
Tezi /
Çalışması) ile ilgili tez savunma sınavı, .../...../ 20.... günü - saatleri
arasında
yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin/çalışmasının
..... (başarılı / başarısız) olduğuna (oybirliği
/ oy
çokluğu) ile karar verilmiştir.

Üye (Tez Danışmanı ve Sınav Komisyonu
Başkanı)
Akademik Unvanı, Adı Soyadı
Üniversitesi

Üye
Akademik Unvanı, Adı Soyadı
Üniversitesi

Üye
Akademik Unvanı, Adı Soyadı
Üniversitesi

Üye
Akademik Unvanı, Adı Soyadı
Üniversitesi

Üye
Akademik Unvanı, Adı Soyadı
Üniversitesi

Yemin Metni

Yüksek Lisans tezi olarak sunduğum "Davranışsal Finansın Yatırım Teorisine Katkısı Üzerine Bir Değerlendirme" başlıklı çalışmanın bilimsel araştırma, yazma ve etik kurallarına uygun olarak tarafımdan yazıldığına ve tezde yapılan bütün alıntıların kaynaklarının usulüne uygun olarak gösterildiğine, tezimde intihal ürünü cümle veya paragraflar bulunmadığına şerefim üzerine yemin ederim.

Tarih ve İmza

Adı Soyadı: Orkhan MAMMADLİ

Öğrenci No: 701811019

Anabilim Dalı: İKTİSAT

Programı: İKTİSAT

Statüsü: ☒ Yüksek Lisans ☐ Doktora

ÖZET

Yazar Adı ve Soyadı : Orkhan MAMMADLI
Üniversite : Bursa Uludağ Üniversitesi
Enstitüsü : Sosyal Bilimler Enstitüsü
Anabilim/Anasanat Dalı : İktisat
Bilim/Sanat Dalı : İktisat
Tezin Niteliği : Yüksek Lisans
Sayfa Sayısı :
Mezuniyet Tarihi :
Tez Danışman(lar)ı : Dr. Öğr. Üyesi Gökem BAHTİYAR

DAVRANIŞSAL FİNANSIN YATIRIM TEORİSİNE KATKISI ÜZERİNE BİR DEĞERLENDİRME

İktisat ve finans alanlarının büyük bir kısmı insanların rasyonel hareket ettikleri ve ister yatırım isterse de diğer iktisadi karar alma süreçlerinde tam bilgiye sahip oldukları esasına dayanmaktadır. Bu açıdan şimdiye kadar birçok teori ve modeller geliştirilmiştir. Bundan farklı olarak birçok çalışmada da insanların irrasyonel davrandıklarını ve böylece iktisadi ve finansal teorilerin piyasayla uyuşmadığı saptanmıştır. Bu çerçevede davranışsal olgusu gelişerek, kendisine ekonomik kavramların içinde önemli bir yer edinmiştir. Bireylerin rasyonel değil, dış faktörlerden etkilenen, duygu ve düşüncelerine yenik düşebilen bir varlık kabul edilmesi gerektiğini, yatırımcı bireylerin, yatırım kararları alırken sadece risk ve getiriye odaklanmayıp diğer değişkenleri de işin içine katması gerektiğini ve bu kararların fayda maksimizasyonu ilkesine göre değil, olabilecek en iyi ihtimalle verilmesi gerektiğini varsayım olarak nitelendirmiştir.

Davranışsal finasta bireyin dış faktörlerden etkilenerek yatırım kararlarında psikolojik ve bilişsel eğilimler sergilemesi, bu kararların verilmesinde önemli bir etken olmuş ve bu eğilimlere karşı stratejilerin oluşturulması bireylerin yatırım kararlarına ışık tutulabileceğine inanılmaktadır.

Anahtar Sözcükler: Davranışsal Finans, Davranışsal İktisat, Yatırım Teorisi, Yatırımcı

ABSTRACT

Name and Surname : Orkhan MAMMADLI
University : Bursa Uludag University
Institution : Social Science Institution
Field : Economics
Branch : Economics
Degree Awarde : Master
Page Number :
Degree Date :
Tez Danışman(lar)ı : Asst.Prof. Görkem BAHTİYAR

AN ASSESSMENT ON THE CONTRIBUTION OF BEHAVIORAL FINANCE TO INVESTMENT THEORY

Most of the fields of economics and finance are based on the principle that people act rationally and have full knowledge in investment or other economic decision-making processes. In this respect, many theories and models have been developed so far. On the other hand, in many studies, it has been determined that people behave irrationally and thus economic and financial theories do not match with the market. In this framework, the phenomenon of behavioral development has gained an important place in economic concepts. Individuals should be accepted as an asset that is not rational, affected by external factors and can succumb to their feelings and thoughts, that investor individuals should not only focus on risk and return while making investment decisions, but should also include other variables, and that these decisions should not be based on the principle of utility maximization, but at best possible described it as an assumption.

In behavioral finance, the individual's display of psychological and cognitive tendencies in investment decisions by being influenced by external factors has been an important factor in making these decisions, and it is believed that the creation of strategies against these tendencies can shed a light on the investment decisions of individuals.

Keywords: Behavioral Finance, Behavioral Economics, Investment Theorem, Investors

ÖNSÖZ

Yüksek lisans tezimin yazılmasında engin bilgileri, derin fikirleri ve tecrübeleriyle her zaman bana destek olmuş çok değerli danışman hocam Sayın Dr. Öğr. Üyesi Görkem BAHTİYAR'a sonsuz teşekkürlerimi borç bilirim.

Tez çalışmamı beni okutan ve eğitim almama vesile olan ve bu yolda asla benden desteğini esirgemeyen annem Ülker'e ithaf ederim.



İÇİNDEKİLER

Sayfa

TEZ ONAY SAYFASI.....	i
ÖZET.....	ii
ABSTRACT.....	iii
ÖNSÖZ.....	iv
İÇİNDEKİLER.....	v
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

DAVRANIŞSAL İKTİSAT VE DAVRANIŞSAL FİNANS

1. Davranışsal İktisat.....	2
1.1. Davranışsal İktisadın Ortaya Çıkışı.....	3
1.2. Davranışsal İktisadın Gelişimi.....	6
1.3. Davranışsal İktisadın Temel Yapı Taşları.....	9
1.3.1. Herbert Simon ve Carnegie Okulu.....	10
1.3.2. George Katona ve Michigan Okulu.....	11
1.3.3. Psikolojik İktisat.....	12
1.3.4. Harvey Leibenstein ve X-etkinliği Teorisi.....	12
1.3.5. George Akerlof ve Davranışsal Makro İktisat.....	13

1.4. Davranışsal İktisatta Deneysel Oyunlar.....	14
1.4.1. Diktatör Oyunu.....	14
1.4.2. Güven Oyunu.....	15
2. Davranışsal Finans.....	15
2.1. Davranışsal Finansın Ortaya Çıkışı ve Tarihsel Gelişimi.....	17
2.2. Davranışsal Finansla Etkileşimde Olan Diğer Bilim Dalları.....	18
2.2.1. Psikoloji.....	18
2.2.2. Sosyoloji.....	20
2.2.3. Antropoloji.....	21
2.3. Davranışsal Finansta Bazı Ana Kavramlar.....	22
2.3.1. Risk ve Belirsizlik.....	22
2.3.2. Rasyonelite ve İnsan.....	23
2.3.3. Etkin Piyasalar Hipotezi.....	24
2.3.4. Bilişsel Psikoloji.....	26
2.4. Davranışsal Finansta Teoriler ve Modeller.....	27
2.4.1. Temsili Yatırımcı Modeli.....	27
2.4.2. Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam Modeli.....	28
2.4.3. Hong ve Stein Modeli.....	29
2.4.4. Beklenti Teorisi.....	30

İKİNCİ BÖLÜM

NEOKLASİK İKTİSATTA YATIRIM TEORİSİ

3. Neoklasik İktisat Teorisi.....	32
3.1. Erken Neoklasik Dönem.....	33
3.2. Savaş Sonrası Neoklasik Dönem.....	34
3.3. Neoklasik Yatırım Modeli.....	35
3.4. Neoklasik İktisatta Rasyonel Seçim ve Karar Alma Süreci.....	37

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

DAVRANIŞSAL FİNANSIN YATIRIM TEORİSİNE KATKISI ÜZERİNE BİR METODOLOJİK İNCELEME

4. Davranışsal İktisatta Kullanılan Metodoloji.....	41
4.1. Davranışsal İktisat ve Geleneksel İktisat Arasındaki Fark.....	42
4.2. Davranışsal Finansta Khuncu Paradigma	44
4.3. Davranışsal Finans ve Geleneksel Finans Arasındaki Fark.....	46
4.4. Davranışsal Finansta Yatırımcıların Sergiledikleri Eğilimler.....	47
4.4.1. Kendini Kandırma Eğilimi.....	48
4.4.1.1. Aşırı Güven Eğilimi.....	48
4.4.1.2. Aşırı İyimserlik Eğilimi.....	48
4.4.1.3. Hataları Yanlış Değerlendirme Eğilimi.....	49
4.4.2. Bilişsel Eğilim.....	49

4.4.2.1. Temsil Etme Eğilimi.....	50
4.4.2.2. Çerçeveleme Eğilimi.....	50
4.4.2.3. Referans Noktası Alma Eğilimi.....	51
4.4.2.4. Ulaşabilirlik Eğilimi.....	53
4.4.3.Kayıptan Kaçınma Eğilimi.....	54
4.4.3.1. Tutuculuk Eğilimi.....	55
4.4.3.2. Zihinsel Muhasebe.....	55
4.4.3.3. Kumarbaz Eğilimi.....	56
4.4.4. Duygusal Eğilimler.....	57
4.4.4.1. Pişmanlıktan Kaçınma Eğilimi.....	57
4.4.4.2. Belirsizlikten Kaçınma Eğilimi.....	58
4.4.4.3. Otokontrol Eğilimi.....	58
4.4.5. Sosyal Eğilimler.....	59
4.4.5.1. Sürü Psikolojisi.....	59
4.4.5.2. Bilgi Çağlayanı.....	60
5.Geneksel Finans ve Davranışsal Finans Metodolojilerinin Karşılaştırmalı Analizi.....	61
SONUÇ.....	77
KAYNAKLAR.....	80

GİRİŞ

İdeal bir dünyada, insanlar her zaman kendilerine en büyük faydayı ve memnuniyeti sağlayan en uygun kararları almaktadırlar. Ekonomide rasyonel seçim teorisi, kıtlık koşulları altında insanlara çeşitli seçenekler sunulduğunda, bireysel tatminlerini en üst düzeye çıkaran seçeneği seçeceklerini belirtmektedir. Bu teori, insanların tercihleri ve kısıtlamaları göz önüne alındığında, kendilerine sunulan her seçeneğin maliyetlerini ve faydalarını etkili bir şekilde tartarak mantıklı kararlar verebileceklerini varsaymaktadır. Verilen son karar birey için en iyi seçim olacaktır. Rasyonel kişi özdenetim sahibidir ve duygulardan ve dış etkenlerden etkilenmez ve bu nedenle kendisi için neyin en iyi olduğunu bilmektedir.

Davranışsal finanstan önceki yaklaşımlarda bireylerin piyasada tam bilgiye ulaştıkları ve maksimum faydayı sağlayacak yatırım kararları aldıkları varsayılmaktadır. Bu durum insanların rasyonel davranması anlamına gelmektedir. Davranışsal finans, kişilerin yatırım kararı alma süreçlerinde her zaman rasyonel şekilde hareket etmedikleri varsayımına dayanan bir kavram olmaktadır. Bireyler finansal yatırım kararı verirken psikolojik, bilişsel ve çevresel faktörlerden etkilenmekte ve davranışsal finansın ana konusu olan psikolojik eğilimler sergilemektedirler.

Bu çalışma 3 bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın ilk bölümünde davranışsal iktisat ve davranışsal finans kavramları ana hatlarıyla açıklanmış ve bu kavramların ortaya çıkış tarihinden bu yana olan gelişimleri, etkileşimde oldukları diğer bilim dalları ve temel kavram ve teorileri açıklanmıştır.

Çalışmanın ikinci bölümünde geleneksel iktisadın ürünü olan neoklasik iktisatta yatırım teorisi dönemsel olarak ele alınmış ve bu teorideki karar alma süreçleri açıklanmaya çalışılmıştır.

Üçüncü ve son bölümde ise davranışsal finansın ve davranışsal iktisadın kendinden önceki geleneksel dediğimiz yaklaşımlarla metodolojik ve kavramsal farklılıkları incelenmiştir. Ayrıca yatırımcıyı etkileyen dışsal ve içsel faktörler ve yatırımcının davranışsal finans bağlamında eğilimleri araştırılmış ve literatür taraması yapılarak davranışsal iktisadın teoriye katkıları belirtilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

DAVRANIŞSAL İKTİSAT VE DAVRANIŞSAL FİNANS

1. Davranışsal İktisat

Davranışsal iktisat, insanların neden bazen mantıksız kararlar aldıklarını ve davranışlarının hangi sebepten ötürü ve nasıl iktisadi modellerin tahminlerini takip etmediğini keşfetmek için psikoloji biliminden ve ekonomiden yararlanmaktadır. Bireyin bir fincan kahve için ne kadar ödeyeceği, üniversiteye gidip gitmeyeceği, sağlıklı bir yaşam tarzı sürdürüp sürdürmeyeceği, emekliliğe ne kadar katkıda bulunacağı gibi karar vermek için dış faktörlerden etkilenmektedir. Davranışsal iktisat, bir bireyin neden B seçeneği yerine A seçeneğine gitmeye karar verdiğini açıklamaya çalışmaktadır (Kamilçelebi, 2019: 131).

İnsanlar duygusal oldukları ve dikkati kolayca dağılan varlıklar oldukları için, kendi çıkarlarına uygun olmayan kararlar almaktadırlar. Örneğin, rasyonel seçim teorisine göre, birey kilo vermek istiyorsa ve her yenilebilir üründe bulunan kalori sayısı hakkında bilgi ile donatılmışsa, yalnızca minimum kalorili gıda ürünlerini tercih edecektir. Davranışsal iktisat, birey kilo vermek istese ve sağlıklı yiyecekler yemeye karar verse bile, son davranışının bilişsel önyargılara, duygulara ve sosyal etkilere tabi olacağını belirtir. TV'deki bir reklam, cazip bir fiyata bir dondurma markasının reklamını yaparsa ve sonuçta tüm insanların etkili bir şekilde çalışması için günde 2.000 kaloriye ihtiyaç duyduğunu söylerse, ağız sulandıran dondurma görüntüsü, fiyatı ve görünüşte geçerli istatistikler bireyin tatlı cazibesine kapılmasına ve kilo verme düşüncesinden ayrılmasına iter ve bireyin kendini kontrol edemediğini gösterir (Kamilçelebi, 2019: 133). Bununla da Davranışsal İktisat bireyin irrasyonel bir varlık olduğunu ve kararlarını verirken dış faktörlerden etkilendiğini göstermektedir.

Şirketler, ürünlerinin satışlarını artırmak için davranışsal iktisadi giderek daha fazla kullanmaktadırlar. Örneğin, 2007'de Apple bir telefonu fiyatı 600 dolara tanıttı ve hızla 400 dolara düşürdü. Ya telefonun gerçek değeri yine de 400 dolar olsaydı? Apple, telefonu 400 dolara tanıttıysa, akıllı telefon pazarındaki fiyata ilk tepki olumsuz olabilirdi çünkü telefonun çok pahalı olduğu düşünülebilirdi. Ancak telefonu daha

yüksek bir fiyata sunup 400 dolara düşüren şirket yetkilileri, tüketicilerin davranışlarını tahmin ederek satışları arttırdılar. Başka bir örnek olarak, aynı sabunu üreten ancak bunları birden çok hedef gruba hitap etmek için iki farklı ambalajda pazarlayan bir sabun üreticisini düşünelim. Bir paket sabunu tüm sabun kullanıcıları için, diğeri ise hassas cilde sahip tüketiciler için tanıtılsın. Paket, sabunun hassas ciltler için olduğunu belirtmemiş olsaydı, ikinci hedef ürünü satın almazdı. Ancak ambalajında tamamen aynı ürün olmasına rağmen, hassas cilt etiketli sabunu tercih etmektedirler. Şirketler, tüketicilerinin irrasyonel olduğunu anlamaya başladıkça, davranışsal ekonomiyi şirketin iç ve dış paydaşlarını ilgilendiren karar verme politikalarına yerleştirmenin etkili bir yol olduğunu bildiler ve örneklerde de görüldüğü gibi doğru şekilde yapılırsa fayda maksimizasyonu açısından etkili olmaktadır. Davranışsal İktisat'ın uygulanabileceği başka bir alan da yatırımcıların sermaye piyasalarında işlem yaparken neden aceleci kararlar aldıklarını açıklamaya çalışan davranışsal finans olmaktadır (Nofsinger, 2014:3).

1.1. Davranışsal İktisadın Ortaya Çıkışı

Davranışsal iktisat psikolojik, bilişsel, duygusal, kültürel ve sosyal faktörlerin bireylerin ve kurumların kararları üzerindeki etkilerini ve bu kararların klasik ekonomi teorisinin ima ettiği kararlardan nasıl farklı olduğunu incelemektedir (Lin, 2012:18). Bu bağlamda davranışsal iktisadı anlamaya çalışırken bu kavramın nerden ve ne zaman geldiğini, kimler tarafından ortaya atıldığını bilinmesi açısından yakın tarihe göz atmamız gerekir. Davranışsal iktisadı tam kavrayabilmemiz açısından David Hume ve Adam Smith zamanlarına kadar geriye gitmemiz gerekmektedir (Nagatsu,2015:1). Smith'in 1759'da yayınladığı *Ahlaki Duygular Teorisi*'nde bilişsel model olarak adlandırılan kavramda kayıptan kaçınma ve irade gücü gibi modern bulguları barındırmaktaydı (Ashraf, 2005: 133). Adam Smith'e göre bireyin davranışının belirleyici olgusu "sempati" olmaktadır. Yani, bireylerin diğeri bireylerin keder ve mutluluklarını paylaşma, diğeri bireyleri kendi keder ve mutluluklarına ortak etme eğilimleri olmaktadır. Lakin bunun yanı sıra "kendini sevme" kavramı da açıklayıcı bir nitelik olarak yer almaktadır. İnsanın asosyal varlık olmadığını, yani diğeri insanlar tarafından gözlemlenen ve değerlendirilen, bu gözlemleri ve değerlendirmeleri çoğu

şeyden daha çok önemseyen bir varlık olduğu için, bu 2 kavram birbiriyle çelişmemektedir (Buğra, 1995: 97). Smith, *Ahlaki Duygular Teorisi*'nde, sempati ve kendini sevme olgularını iktisadi olaylara ışık tutmak için de kullanmaktadır. Bireyin hangi sebeplerle maddi varlıklarını artırmak için çalıştığı, neden zaruri gereksiniminden daha da fazlasını elde etmek için çabaladığı sorularını araştırmaktadır. Smith'e göre: Zenginliklerimizi gösterip yoksulluğumuzu gizletmeye çalıştığımız, insanlığın kederimizden çok mutluluğumuza sempati duyma eğilimi göstermesindendir. Varlıklı kişi zenginlikleriyle gurur duyar, çünkü bu zenginliklerin doğal olarak herkesin ilgisini kendi üzerine çektiğini düşünmektedir. Fakir bir insan ise, bunun aksine fakirliğinden utanmaktadır. Yoksulluğun, bireyi ya başkaları tarafından bakılmaktan alıkoymakta ya da kendisine bakanların çektiği acı ve ızdıraplar karşısında kardeşçe duygular göstermediklerini savunmaktadır. Geleneksel ekonomi tarafından açıklandığı ve vurgulandığı gibi, bireylerin özünde bencil oldukları varsayımı, Smith'in "Ahlaki Duygular Teorisi"nde yer almamaktadır (Smith, 1759: 112-113; Buğra, 1995: 98).

20. Yüzyılın ikinci yarısından sonra iktisat ve psikoloji bilimleri arasındaki ilişki tekrardan önem kazanmaya başlamaktaydı. Bu ilişkinin gelişmesinde ve canlanmasında ABD'li Herbert Simon'un dikkate değer çalışmalarının katkısı küçümsenemeyecek derecede değerli olmaktadır. Herbert Simon, siyaset bilimi, sosyoloji, bilgisayar, işletme ve ekonomi dahil olmak üzere çeşitli alanlarda araştırmalar yaptı ve erken davranışsal iktisadın ortaya çıkması ve gelişiminde etkili oldu. Davranışsal ekonomide bu çalışmaların ortak noktası, karar vermenin merkezi olmasıdır. Simon, karar verme konusundaki çalışmalarından ötürü 1978 yılında Nobel Ekonomi Ödülü'ne layık görülmüştür. Karmaşıklık, sınırlı rasyonalite, yapay zeka ve bilgisayar teknolojisi kavramlarından yola çıkarak insan-bilgisayar etkileşiminde karmaşık yapıların sağlam bir şekilde analiz edilmesinin gerekliliği vurgulanmıştır. Kurumsal ekonomi araştırmasında, Simon, örgütsel karar vermede belirsizliğin ve sınırlı rasyonalitenin rolünü vurgulayan ilk kişilerden biriydi. Takip eden süreçte, "sınırlı rasyonalite" davranışsal iktisadın temalarından birini oluşturmaktaydı (Dumludağ, Ruben, 2015: 32).

Psikoloji biliminde 20. yüzyılın ortalarından itibaren yaşanan değişimler, ekonomi ve psikoloji arasındaki ilişkinin yeniden gündeme gelmesinde de büyük rol oynamaktadır. Psikolojide, davranışçı okulun egemen olduğu ilk günlerde (öğrenme

sürecini göz ardı ederek), insan davranışı için yalnızca "uyarılar" ve "yanıtlar" belirleyici olmaktaydı; uyarılar ve yanıtlar arasında meydana gelen tüm bilişsel süreçler de kara kutu olarak adlandırılmakta ve göz ardı edilmekteydi. Davranış psikolojisi zihni, zekayı ve zekanın insan davranışı üzerindeki etkisini göz ardı ederek yalnızca görünür ve gözlemlenebilir olana odaklanmaktadır. Bu bağlamda, davranışsal psikoloji, zihinsel faktörlere atıfta bulunmadan insan davranışının yapısal bir analizini sağlamaya çalışmaktadır. Ancak Bilişsel Devrim'den sonra davranışsal psikoloji hakimiyetini yitirdi ve okulun savunduğu varsayımlar (tamamen olmasa da) çürütülmeye başlandı. 2. Dünya Savaşı'ndan sonra bilim ve teknolojinin gelişmesiyle birlikte, "bilişsel devrim", "zihin" ve "içsel psikolojik süreç" in önemi ile birlikte yeni teknolojilerin davranış analizinde uygulanması giderek daha fazla öne çıkmaya başlamaktaydı. Herbert Simon'ın da katıldığı "bilişsel devrim", en geniş anlamıyla zihinsel süreçlerin incelenmesidir. Zihinsel süreçler doğrudan gözlemlenemez, ancak bilişsel süreçler gözlemlenebilir davranışları inceleyerek çıkarılabilmektedir. Bu, ekonomik davranışın ve belirleyicilerinin incelenmesine olanak tanımaktadır (Dumludağ, Ruben, 2015: 34).

Simon'un görüşlerinden büyük ölçüde etkilenen erken davranışsal ekonomi araştırmaları, genel olarak ana akım ekonomiyi eleştirmektedir ve standart ekonomik teorideki modellerdeki ve varsayımlardaki kusurlara ve tutarsızlıklara odaklanmaktaydı. Bu perspektiften, erken dönem davranışsal ekonomi araştırmalarının ayırt edici bir özelliği, baskın modele alternatifler yaratmak için bilişsel psikolojinin sezgilerinden yararlanmaya odaklanmasıdır (Earl, 1988: 216). Bununla birlikte, davranışsal hipotezleri kullanarak alternatif ekonomik modelleri inşa etme ve test etme çabaları, matematiksel modellere gömülü ana akım ekonomide çok az kabul görmekteydi (Simon, 1955: 3). Ana akım iktisat belirli bir fayda fonksiyonunu analiz etmeye başlarken, erken davranışçılar davranışı anlamak için pratik kuralları bulmaya odaklanmaktaydılar. Böylece kendilerine insan davranışını doğru bir şekilde yorumlama hedefini koydular (ki bu neoklasik iktisatçıların kaçındığı bir konuydu). Neoklasik yaklaşım, insan davranışının ve davranış modellerinin karmaşıklığı nedeniyle rasyonalite ve fayda maksimizasyonu arasında yakın bir ilişki kurarken, erken davranışsal iktisatçılar neoklasik varsayımlardan uzaklaşarak davranışsal analize başvurmaktaydılar. Bilgisayar simülasyonları, argümanlarını ampirik sonuçlarla güçlendirmeyi amaçlamaktaydılar. Bu süre zarfında, Richard Cyert, James March ve

Herbert Simon gibi Carnegie grupları kısıtlı kurumsal davranış, rasyonellik, karar verme süreçleri ve simülasyon üzerinde çalışmaktayken; Michigan'dan George Katona liderliğindeki bir grup ekonomik psikoloji araştırmalarına yönelmekteydi (Dumludağ, Ruben, 2015: 35).

1.2. Davranışsal İktisadın Gelişimi

Psikolojideki gelişmeler, zaman içinde davranışsal ekonominin gelişmesinde önemi yüksek bir rol oynamaktaydı. 1960'lı yıllarda psikologlar davranış ve düşünme, problem çözme ve karar verme arasındaki ilişkiyi incelemekteydiler. 1970'li yıllarda Kahneman ve Tversky gibi psikologlar, geçmişten farklı olarak standart ekonomi teorisine atıfta bulunmaya başladılar. Bu durum davranışsal iktisatta eski ve yeni ayrımına yol açarken, ana akıma giren “yeni davranışsal iktisat” 1990'larda literatürde iyice yoğunlaşmaktaydı. Yeni akım ile öncekiler arasındaki en önemli fark Kahneman ve Tversky'nin çalışmalarında ortaya çıkmaktaydı. Daha önceki yaklaşımlar ana akımı reddetmeye ve alternatif modeller bulmaya odaklanırken, daha yeni çalışmalarda Standart Modelin ana yapısı, bilişsel sınırlamalar ve önyargılar hakkındaki varsayımlarda revizyonlar ve anormal ve alternatif teorileri açıklamaya yönelik girişimlerle korunmaktaydı. Sınırlı rasyonalite bu yaklaşım kullanılarak modellenebilmektedir. Simon'un radikal geri çekilme olarak gördüğünden daha çok standart ekonomiye daha yakın olan bu yaklaşımda Kahneman başta olmak üzere birçok araştırmacı rasyonel bireylerden başlayarak psikolojiyi ekonomiye dahil etmeye çalışmaktaydı (Kahneman, 2003: 163).

DeneySEL ekonomideki çalışmalar, riskli durumlardaki karar vermede kayıptan kaçınma ve kazanç arasındaki oranın aynı seviyede olmadığını göstermektedir. Başka bir deyişle, kişiler benzer kayıplara farklı tepki verebilmekte ve bazı referans noktalarından olasılık kazanabilmektedir. Örneğin, 50 liralık bir kazanç ve 50 liralık bir kayıp olasılığı, bir birey için aynı oran anlamına gelmemektedir. Finansal piyasalarda bireysel tasarruf davranışlarını ve kar zarar analizlerini anlamak için davranışsal yöntemler kullanılmaktadır. Finansal alanda büyük veri setlerinin varlığı hipotez testini kolaylaştırmaktadır. Mevcut araştırmalar, piyasaların verimli çalışma şekliyle çelişen

sonuçlar göstererek, arbitraj, öğrenme ve geliştirmenin ötesinde davranışsal finansın önemini göstermektedir. Davranışsal finasta sıklıkla vurgulanan "kayıptan kaçınma", mutluluğın grelı gelir hipotezinde de referans olarak kullanılmaktadır. Göreceli gelir hipotezi altında, insanlar sosyoekonomik durumlarını başkalarıyla (genellikle evrelerindekiiler: aile, akrabalar, meslektaşlar) karşılaştırmakta ve refahları bu karşılaştırmalardan etkilenmektedir. Bulgular, daha iyi ile karşılaştırmanın bireysel refahı olumsuz etkilemekte olduğunu, ancak kendisinden daha fakir biriyle karşılaştırmanın bireysel refahı aynı ölçüde artırmadığını ve çoğu durumda bu karşılaştırmanın mutluluk üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığını göstermektedir. Bu durumda kişilerin kazançları ve kayıpları asimetriktir yani kayıplar kazançlarından çok daha fazla görünmektedir (Kahneman, Tversky 1984: 341)

Rasyonel davranış varsayımı, bireyin karar verirken o kararın sonucunda meydana gelecek olayları tam olarak bilgisi dahilinde olduğunu kabul etmektedir. Bu nedenle, rasyonellik kavramı, ek bir varsayım olarak tam bilgiyi içermelidir. Tam bilgi ise, sadece ve sadece kesin olan durumlarda vardır. Bu sebeple, bir birey tarafından verilen kararın sonucu kesin olmaktadır. (Abaan, 1998: 77). Lakin, reelde bireyin çevresinde birçok belirsizlikler vardır. Bireylerin mevcut ekonomik durum hakkında tam bilgiye sahip olmaması bu belirsizliklerde en mhimidir. Burada, bilgi eksikliği, bireylerin karar aldıkları ortamı tam olarak anlamalarına olanak vermemektedir. Bu sebeple, bireyin almış olduğu kararın sonuçları mutlak olmaktan uzaklaşmaktadır. İlave olarak, bilgi, tam olarak var olsa bile, bilginin bireye ifade ettiği anlam, o bireyin bilgi ve akıl düzeyine bağlı olmaktadır. Çünkü bilgi zihinsel bir süreçte işlenmekte ve anlam kazanmaktadır. Bu konunun değiştirilmesi, aynı bilginin farklı şekilde anlaşılmasını gerektirmektedir (Abaan, 1998: 78). Yani olay birazda iktisadi zihniyetle alakalı olmaktadır. Ekonomistler, karar verme süreçlerini incelerken temel istatistiksel kavramları kullanmaktadırlar. Bu yöntem analitik yöntem olarak kullanılmaktadır. Kullanılan bu kavramlar olasılık ve beklentidir. Bir olayın meydana geldiği durum veya olasılık, olayın meydana geldiği nispi sıklık olarak tanımlanmaktadır. Mesela, bir yazı tura oyununda, yazı gelme olasılığı paranın her havaya atılışı sonucu gözlenen yazı gelme sayılarının toplam olarak paranın havaya atılış sayısına oranını ifade etmektedir. Kesin bir fikir yoktur. Çünkü bir madeni paranın yazı veya tura sonucunun önceden kestirilemeyen bir durum olmaktadır. Ancak, bu tahmin önceki deneylerden elde edilen

sonuçlara dayanmaktadır. Kişisel beklentilere dayalı objektif olmayan değerlemeleri içermektedir (Abaan, 1998: 79).

Bu yazı tura oyununda bir ödül belirleyecek olursak, bu zaman, oynanan oyun sonucu ortaya çıkacak olan ödül, oyunu oynayan kişi için elde edilmesi beklenen bir ödül olmaktadır. Örneğin, iki oyunculu yazı tura oyununda ödül ve bu oyun kaybedilirse verilmesi gereken bedel bir birim olarak belirlensin. Bu durumda bu oyundan beklenen değer,

$$E(X)=1/2X_1+1/2X_2=\{1/2*(1)\}+\{1/2*(-1)\}=0$$

olmaktadır (Abaan, 1998: 78).

Değerlemede üstlenilen nesnel ve öznel olasılıklar bu beklentiyi oluşturmaktadır. Bir olasılık kısıtlamasında, dağılımlar eşit olmaktadır. Bu varsayıma göre, beklenen değeri sıfırdır. Bu tür oyunlara adil oyunlar denmektedir. İktisat teorisinde kazanma arzusu bireyin davranışında baskın davranış olarak görülmektedir. Bu nedenle, determinist bir dünyada, kazançların kayıplardan daha ağır bastığı faaliyetler bireyler için daha fazla tercih sebebi olmaktadır. Aynı kurallar belirsiz bir çevre için de geçerliyse, böyle bir ortamda insan davranışı bu fikirle açıklanmalıdır. Adil bir oyunun beklenen kazancı, oyunun kaybından daha büyükse, o zaman her zaman daha azını tercih eden rasyonel bireylerin çoğunluğunun katılması beklenmektedir. Ancak ekonomistler, bireylerin genellikle bu eşit şartlara girmeye meyilli olmadığını gözlemlediler. Bireyleri sonuçları belirsiz oyunlar oynamaya iten şey, kazanma arzusudur. Bu durumda birey bu arzusuyla orantılı bir risk almaktadır. Bununla birlikte, bir yazı tura oyununda bir dolarlık ödülü 300 milyon dolara çıkarmak gibi, sunulan ödüller büyütülse bile çoğu insan bu boyuttaki ödüller için oynamaktan kaçınırdı. Bu durumda kazanma arzusu ile insanların almak istediği risk arasında doğrusal bir ilişki olmadığı görülmektedir. (Abaan, 1998: 79).

Yukarıdaki beklenen değer hesaplamasında verilen ödül X_1 olarak değerlendirilsin ve 300 dolar olarak kabul edilsin. Bu kez, oyunculardan oyuna girmek için 10 dolarlık bir katılma ücreti alınsın X_2 olarak varsayılınsın. O zaman bu oyunun beklenen değeri,

$$E(X)=1/2X_1+1/2X_2=\{1/2*300\}+\{1/2*(-10)\}=145$$

şeklinde hesaplanmaktadır. Bu oyun yine adil bir oyun olmakla birlikte, çoğu insan katılmak istemez.

Dolayısıyla adil ve dürüst oyunlar oynama motivasyonu sadece bireylerin risk alma tutumları ile alakalı değildir. Aynı zamanda, verilen kararların dürüst oyunun kendisinden beklenen değerine bağlı olmadığı görülebilmektedir. Ancak yukarıda verilen örnekler, gelirden elde etmeyi umduğumuz fayda ile kaybetmeyi göze aldığımız faydanın birbirine eşit olmadığını göstermektedir. St. Petersburg Paradoksu olarak bilinen bu durum, Rusya'nın tarihi şehri Petersburg ile ilişkilidir. Bir şans oyununun giriş ücretinden daha yüksek bir getirisinin olması, herkesin oyunu oynamaya daha istekli olacağını garanti etmez. Literatürde, bu durum, geleneksel iktisat teorisi tarafından önerilen fikirlerle çelişen bir gözlem olan Petersburg paradoksu olarak bilinmektedir. (Abaan, 1998: 80).

1.3. Davranışsal İktisadın Temel Yapı Taşları

Modern davranışsal iktisada bir bütün olarak bakıldığında, temel yapı taşları aşağıdaki beş maddede özetlenebilmektedir (Tomer, 2007: 469-477).

- Herbert Simon ve Carnegie Okulu,
- George Katona ve Michigan Okulu,
- Psikolojik İktisat,
- Harvey Leibenstein ve X-etkinliği Teorisi,
- George Akerlof ve Davranışsal Makro İktisat.

Bu temel kavramlar davranışsal iktisadı daha da iyi kavrayabilmemizi sağlamaktadır.

1.3.1. Herbert Simon ve Carnegie Okulu

Gerçeğe yaklaşmak kavramı ampirik bilimlerin ana hedefi olmaktadır. Çoğu kimse sadece basit bir formülün ya da daha karmaşık bir formülün gerçeği ortaya çıkaramayacağını farkındadır, bu nedenle gerçeğe yaklaşmak için bazı stratejiler önerilmektedir. Teori ve veriler uyuşmadığında, tüm teoriyi silmek yerine, sorunun ortaya çıktığı mevcut duruma veya daha da önemlisi teorinin altında yatan varsayımlara bakmak da gerekli olabilmektedir (Simon, 1978: 366). Carnegie Mellon Üniversitesi'nden Herbert Simon bilişsel bilimin kurucularından biri olmaktadır. Simon, mikro çıkarımlardan olan mükemmel rasyonalite hipotezinin, karmaşık durumlarda insanın karar verme mekanizmalarını tam olarak açıklamakta yetersiz olduğunu düşünmektedir. Sonlu rasyonaliteyi anlamak için dikkate alınması gereken bileşenler; alternatif karar verme, optimizasyon yerine hedef ve tatmin, ayrıca öğrenme ve adaptasyon mekanizmalarıdır (Simon, 1978: 357).

Carnegie Mellon Okulu'nu 3 ana başlık olarak anlatacak olursak, önce Simon sonra March ve Simon ve üçüncü olarak Cyert ve March'ın araştırmalarına ve incelemesine bakmakta fayda vardır. Simon, örgütsel davranışın bireyleri ne ölçüde etkilediğini ve bu etkilerin örgütsel otorite, iletişim, özdeşleşme ve teşvik yoluyla nasıl gerçekleştiğini ele almıştır. March ve Simon ise örgütlerin, sosyal kurumlar olduğunu vurgulamaktadır. Öte yandan Cyert ve March, ekonomik karar almanın mevcut yolunu kavramak için piyasa faktörleri, şirketlerin organizasyon yapısının etkisi ve kararları gibi konuların incelenmesi gerektiğine dikkat çekmiştir. Sınırlı rasyonellik fikri ilk defa ortaya çıktığında, temel olarak sınırlı kişisel bilginin, çevrenin karar verme mekanizması üzerindeki etkisinin ve eksik seçimlerin baskın olduğuna inanılmaktaydı. Simon, tercih davranışları için alternatiflerin önceden belirlenmesine gerek olmadığını ve araştırma yoluyla keşfedilebileceğini savunmaktaydı. Karar vericiler, alternatif yollar aramayı durdurarak memnuniyetlerini belirlemek için yalnızca potansiyel seçenekler kümesini kullanmamakta olduğunu savunmaktaydı (Gavetti, Levinthal, Ocasio, 2007: 523-526). Simon'ın yaklaşımı pragmatik ve esnek olmaktadır, bireysel karar verme sistemleri daha az matematiksel, daha çok psikolojik ve sosyal bir olay olmaktadır (Tomer, 2007: 469).

1.3.2. George Katona ve Michigan Okulu

George Katona çoğu psikoloji eğilimli ekonomistler tarafından modern davranışsal iktisadın babası olarak kabul edilmektedir. Katona, davranışsal iktisadın genel yapısını şekillendirmede etkiliydi ve Michigan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü'ndeki meslektaşları ile beraber, bir araştırma tekniği olarak sık sık atıf yapılan ampirik veri toplama tekniğini kullanan ilk ekonomistler arasındaydı. George Katona, davranışsal iktisadın ilk çıkış noktasının, belirli bir zamanda bir ülkedeki tüketicilerin ve tüccarların davranışlarının ampirik çalışması olduğuna inanmaktadır. İktisadi davranışın genellemeleri, farklı koşullar altındaki durumları karşılaştırarak oluşturulmaktadır. Bu bağlamda, psikoloji, davranışsal iktisadın önemli bir parçası olmaktadır. Motivasyonlar, tutumlar ve beklentiler, karar vermeyi etkileyen ve ekonomik analizde önemli bir rol oynayan faktörlerdir. George Katona, tüketicilerin Birleşik Krallık ekonomisi üzerindeki etkisinin bağımsız bir faktör olduğunda ısrar etmekteydi. Topladığı veriler ve meslektaşlarıyla beraber yaptığı analizler, en şüpheli tüketicilerin bile algılarının, beklentilerinin ve motivasyonlarının ülkenin ekonomisi üzerinde büyük ve bağımsız etkileri olabileceğini göstermektedir (Hosseini, 2003: 398-400).

George Katona'nın 1951 tarihli *The Psychoanalysis of Economic Behavior* (Ekonomik Davranışın Psikanalizi) adlı kitabında, ekonomik süreçlerin bireyin davranışından kaynaklandığı şeklindeki temel varsayımı görmemezlikten gelinemez. George Katona'nın neoklasik ekonomiye yönelik ana eleştirisi, tüketici harcamalarının gelirin bir fonksiyonu olduğu gerçeğinden kaynaklanmaktadır ve isteğe bağlı harcamaların sadece satın alma gücüyle değil, aynı zamanda satın alma istekliliğiyle de ilgili olduğunu vurgulamaktadır. Tüketicilerin ve tüccarların motivasyonları, tutumları ve beklentileri harcama, tasarruf ve yatırımın belirlenmesinde önemli rol oynamaktadır. Bu ara değişkenler psikanalizin kaçınılmaz bir unsuru olsa da, onlar olmadan mevcut davranışın anlaşılması eksiktir ve gelecekteki davranış tahminleri yanlıştır. Bu noktada neoklasik iktisat, insan davranışını mekanikleştirerek gerçeği yansıtmamaktadır (Angner, Loewenstein, 2006: 23).

1.3.3. Psikolojik İktisat

Psikolojik iktisat, bireylerin ve kurumların iktisadi davranışlarını daha iyi kavramak ve analiz etmek için psikolojiyi, tam olarak bilişsel psikolojiyi kullanan davranışsal iktisadın temel taşlarından sayılmaktadır. Bu okulun öncüleri Daniel Kahneman, Colin Camerer, George Lowenstein, Ernst Fehr, David Lebson ve Richard Thaler sayılabilir (Tomer, 2007: 470).

Psikoloji, iktisattan sonra farklı bir bilim olarak ortaya çıkmıştır. Birçok iktisatçı, zamanlarının psikologları olarak anılmaktadır. Örnek verecek olursak Adam Smith ve Ahlaki Teori, Jeremy Bentham ve Fayda Kavramı, Francis Edgeworth ve Kutu Çizimleri vb. Psikoloji, daha gerçekçi bir temel sağlayarak iktisadın açıklama gücünü artıran bir bilim olmaktadır. Psikoloji, ekonomik analiz için temel oluşturduğundan, daha iyi tahminlere ve daha iyi politika önerilerine izin vererek teorik bakış açılarının oluşturulmasını geliştirmektedir (Camerer, Loewenstein, 2002: 5).

1.3.4. Harvey Leibenstein ve X-etkinliği Teorisi

Tahsis etkinliğinin önemini değerlendirirken, araştırma iki kategoriye ayrılabilir: Harberger ve Schwartzman'ın tekel piyasalarının sosyal refah maliyetlerine ilişkin araştırması ve ticaret kısıtlamalarını azaltmanın faydalarına odaklanan araştırmalar. Ampirik kanıtlar, kapitalist ekonomilerde, dağıtım verimliliğini sağlayarak elde edilen refah kazanımlarının çok küçük olduğunu göstermektedir. Harvey Leibenstein'in X-etkinliği teorisi de firmaların genellikle optimal iç dengelerin altında kaldığı gerekçesiyle geliştirilmiştir. Bu durum X-etkinsizliği olarak adlandırılmaktadır. Bu teoriye göre yarım kalmış işgücü sözleşmeleri, üretim fonksiyonunun nerdeyse tanımsız olması ve ya bilinir olmaması ve tüm girdilerin piyasada var olmaması ve ya var olsa bile her alıcıya aynı oranda ulaşılır olmaması X-etkinsizliğinin olası muhtemel üç sebebi olmaktadır (Leibenstein, 1966: 412).

1.3.5. George Akerlof ve Davranışsal Makro İktisat

George Akerlof'un hayali, Keynesyen teorinin özüne bağlı kalmak ve davranışsal makroekonomiyi geliştirmektir. Davranışsal makroekonomi, sezgiye daha az, daha çok psikoloji ve sosyolojiye dayanan bir alan olmaktadır. Bu sayede makroekonomik teori, davranışsal gözlemlerin varsayımlarını dikkate alarak daha sağlam hale gelmektedir (Tomer, 2007: 472). 20.Yüzyılın ikinci yarısından sonra ekonomi akademisyenlerinin mesleki tanımlarında değişime gidilmiştir. 1960'lardan önce mikroekonomik teori, tam rekabetin söz konusu olduğu, şirketlerin kar ve tüketicilerin maksimum fayda gözettiğine dayanan genel denge modeli hakim olmaktaydı. 1960'lı yıllardan sonra ise Yeni Klasik Ekonomistler tarafından makro iktisadın mikro bulgularında birtakım eksiklikler olduğunu tespit ettiler. Daha sonra ise makro iktisadın yeni bir versiyonu standardize edildi. Yeni Klasik İktisat, tüketim, emek arzı ve ücret pazarlığı gibi davranışları en üst düzeye çıkaran kararlara bağlı kalmayı tercih etmekteydi. Yapışkan para ücreti varsayımı terk edilmiştir. İşsizlik ve ekonomik oynaklık büyük ölçüde bilgi asimetrisi ve teknolojik şoklarla izah edilmeye başlandı. Bununla birlikte, davranışsal varsayımlar açısından, model, modelin karşı karşıya olduğu en az altı makroekonomik olgunun ilkel bir modeli olarak görülebilir. Bu altı makroekonomik olgular, gönülsüz işsizliğin varlığı, para politikasının üretim ve istihdam üzerindeki etkisi, yüksek işsizlik dönemlerinde deflasyonun kötüleşmesi, dönemler arası tasarruf, hisse senedi fiyatlarındaki aşırı oynaklık ve alt sınıfların sürekli kendi kendini yok etme olarak kategorize edilebilmektedir (Akerlof, 2002: 411-412).

George Akerlof ekonomide davranışsal olması gereken mevzuların makroekonomik olduğuna dikkat çekmiştir (Akerlof, 2002: 427). Kısacası davranışsal olgular makro iktisatla bağdaşmalıdır. Aynı zamanda, ekonominin bir aslan kadar vahşi ve tehlikeli olduğuna ve modern davranışsal ekonominin makroekonomik davranışın vahşi tarafını yeniden keşfettiğine inanmaktadır. Bu bağlamda davranışsal iktisatçılar aslan terbiyecisi olarak görülmektedir (Akerlof, 2002: 428).

1.4. Davranışsal İktisatta Deneysel Oyunlar

Davranışsal iktisadın deneysel bir metodoloji kullandığını aşağıdaki oyun teorilerinden görmek mümkündür.

- Diktatör Oyunu,
- Güven Oyunu.

Bu oyun teorilerinden yola çıkarak davranışsallığın çevresel faktörlerden ve bireyin duygulardan etkilendiği saptanmaktadır.

1.4.1. Diktatör Oyunu

Diktatör oyunu ismi verilen bu oyunda iki tane oyuncu bulunmaktadır; yalnız ikinci oyuncunun hamle yapacak hakkı olmadığından ilk oyuncu diktatör oyuncu olarak nitelendirilmektedir. Bu sebepten ötürü oyunun ismi diktatör oyunu olarak ifade edilmektedir. Sıradan bir diktatör oyununda ilk oyuncu (diktatör) kendisine verilen belli bir miktarı (100 birim olarak belirlensin) kendisiyle eşleşmiş ikinci kişiyle bölüştürmektedir. Bu bölüştürme işlemi sırasında isterse miktarın tamamını kendisine (100,0), isterse miktarın büyük kısmını kendisine (80,20) ya da miktarın tamamını karşı tarafa (0,100) verebilmektedir. Diktatör oyuncu bölüşümü yaptıktan sonra bu oyun sonlanmaktadır. Bölüştürme işlemi Nash Dengesi'ne göre ayarlansaydı eğer rasyonel olan ekonomik kişi ve ya oyuncu olan diktatör taraf, geleneksel iktisat teorisinin beklentileri bakımından miktarın hepsini kendisine saklaması beklenilmektedir. Çünkü ikinci oyuncunun yapabilecek herhangi bir hamlesi yoktur ve verilecek kararın kabullenmesinden başka bir seçenek kalmamıştır. Yapılmış incelemeler ve deneylerle birlikte bölüştürme işleminde miktarın çoğunluk bir kısmı ikinci oyuncuya gönderilebileceği saptanmaktadır. İkinci oyuncunun herhangi bir hamlesi olmamasına rağmen diktatör oyuncunun miktarı bölüşmesinin diğergamlıkla yaptığı belirtilmektedir (Akın, Urhan, 2015: 272).

1.4.2. Güven Oyunu

Güven dediğimiz olgunun ister psikoloji ve sosyoloji alanında isterse de iktisattaki önemi açısından disiplinler arası çalışmaların vazgeçilmezleri arasında olmaktadır. İktisat alanındaki ilerleyen çalışmalarla beraber güven olgusu karar verici birimleri anlayabilmek için mühim bir rol oynamaktadır. Ekonomi literatüründe sürekli kullanılan ve güven oyunu olarak isimlendirilen bu oyun Berg vd.(1995) tarafından çalışılmıştır (Akın, Urhan, 2015: 280).

Güven oyunu ilk defa David Kreps tarafından 1990 yılında ilk örneği verilmiştir. Kreps'in güven oyunu sabit sayılara bağlı bir sıralı oyun teorik model niteliğinde olmaktadır. A ve B kişileri olmak üzere iki kişilik oynanan oyunda ilk karar A oyuncusunundur. A oyuncusu B'ye güvenme ya da güvenmeme seçeneklerinden birini seçecektir. A eğer B'ye güvenmezse her iki oyuncu da herhangi bir şey kazanamayacaktır. Fakat A eğer B oyuncusuna güvenirse bu sefer seçim sırası B oyuncusuna geçecektir. Eğer B oyuncusu A'ya sadık kalırsa her iki taraf da paylaşımdan adil şekilde faydalanır. Ancak ihanet gibi bir durum söz konusu olursa B oyuncusu A'dan daha fazla bir miktar elde edecektir. Ayrıca B'nin tüm miktarı göndermeme gibi bir seçeneği de mevcuttur (Demir, 2013: 29).

Kreps'in oyunu güven ilişkilerinin istikrarlı mı yoksa istikrarsız mı olduğunu belirlemeye yardımcı olurken, Berg ve diğerlerinin güven oyunu kalıcı bir iş ilişkisi söz konusu olmadığı zaman bireyler arası güvenin etkisini incelemektedir. Berg'in güven oyununun bir diğer katkısı ise diğer oyunların sunduğu iki seçenek karşılığında güvenin derecesini ölçmeye yardımcı olabilecek bir dizi seçenek oluşturabilmesidir. Özellikle elektronik ortamlarda yapılan deneylerde, oyuncular gönderilecek miktarları ondalıklı olarak seçebilmektedir. Bu ondalık seçeneği de çalışmalara bir derecelendirme ölçeği sağlamaktadır

2. Davranışsal Finans

Davranışsal finans daha önce ortaya konulmuş olan kavramlardan farklı olarak bireylerin iktisadi karar alırken rasyonel şekilde değil de irrasyonel şekilde

davrandıklarını varsaymaktadır. Bu kavram iktisat, işletme, finans, psikoloji, sosyoloji ve antropoloji gibi bilim dallarının bir araya getirilip harmanlamasıyla, insan davranışlarını finansal karar alma sürecinde teori ve modellerle açıklamaya çalışmaktadır. Davranışsal ekonominin bir alt alanı olan davranışsal finans, psikolojik etkilerin ve önyargıların yatırımcıların ve finansal uygulayıcıların finansal davranışlarını etkilediğini söylemektedir (Giuseppe, 2003 :23). Dahası, etkiler ve önyargılar, her tür piyasa anomalilerinin ve özellikle hisse senedi fiyatındaki şiddetli artışlar veya düşüşler gibi borsadaki piyasa anomalilerinin açıklamasının kaynağı olabilmektedir (Bostancı, 2003: 1).

Davranışsal finans, çeşitli perspektiflerden analiz edilebilmektedir. Hisse senedi piyasası getirileri, psikolojik davranışların genellikle piyasa sonuçlarını ve getirilerini etkilediğinin varsayıldığı bir finans alanıdır, ancak gözlem için birçok farklı açı da vardır (Estrada, 2001: 6). Davranışsal finans taksonomisinin maksadı, bireylerin neden belirli finansal seçimler yaptıklarını ve bu seçimlerin piyasaları nasıl etkilediğini anlamaya yardımcı olmaktır. Davranışsal finasta, finansal aktörlerin tamamen rasyonel ve kendi kendini kontrol eden değil, biraz normal olan ve kendi kendini kontrol etme eğiliminde olan psikolojik etkiler olduğu varsayılmaktadır. Davranışsal finans, psikolojinin yatırımcıların veya finansal analistlerin davranışları üzerindeki etkisinin incelenmesidir. Aynı zamanda piyasalar üzerindeki müteakip etkileri de içerir (Fuller, 2000: 1). Yatırımcıların her zaman rasyonel olmadıkları, otokontrol sınırlarının olduğu ve kendi önyargılarından etkilendikleri gerçeğine odaklanır (Bostancı, 2003: 2). Ana akım iktisadın kabul ettiği rasyonel insan hipotezine karşı gelen davranışsal finans, kararlarımızın aslında rasyonel olarak değil de irrasyonel olarak aldığımızı savunmaktadır. Çünkü insan beyni fizyolojisinde de bilinçaltımızın etrafımızdaki dış faktörlerden kaynaklı olaylardan etkilendiğini göstermektedir (Barak, 2008: 21). Örneğin İslam dinine inanan ve inancı kuvvetli olan birisi sırf inancı için, yüksek oranda kar edeceğini bilse dahi alkol ürünleri satan bir şirkete yatırım yapmaktan kaçına bilmektedir. Başka bir örnek vermek gerekirse hava güzel ve güneşli olduğu zamanlarda insanların borsada daha fazla işlem gördüğü, bulutlu ve tutkun olduğu zamanlarda ise daha az işlem gördüğü saptanmıştır. Bu 2 örnekten de gördüğümüz gibi dış faktörlerin insanların kararlarında bizim sandığımızdan çok daha fazla etkisi olmaktadır.

Bireylerle ve karar verme becerileriyle ilgili temel sorun, tüm gelişim geçmişlerini yanlarında taşıma dürtüsüne sahip olmalarıdır. Geliştirme hakkındaki bu bilgi uzun zaman önce yardımcı oldu, ancak bugün bu modern dünyada bu tür bilgiler işe yaramıyor. Bugün, eski zamanların davranış dinamiklerini mantıksal düşünceyle birleştirmek önem kazanmaktadır. Davranışsal Finans, mantıksal düşünme ile birleştirilebilen davranış dinamiklerini üretmeyi başarmaktadır. Günümüzde bu davranış bilimlerini bilen ve anlayan bir birey, yeteneklerini bilme ve geliştirme yeteneğine sahip olmaktadır (Sezer, 2013: 23).

2.1. Davranışsal Finansın Ortaya Çıkışı ve Tarihsel Gelişimi

Her şeyin bugün nasıl bir olgu olduğunu bilmek istiyorsak, bu olgunun geçmişini ve nasıl ortaya çıktığını bilmemiz gerekmektedir. Psikoloji biliminde davranışçılık olgusundan ilk kez 20.yüzyılın ilk çeyreğinde John D. Watson bahsetmiştir. Araştırmacı, bireyin davranışlarını içsel faktörlerden daha çok dışsal faktörler olduğunu savunmuştur. Davranışçılık kavramı daha sonralar ise Skinner tarafından geliştirilmiştir (Tufan, 2008: 27).

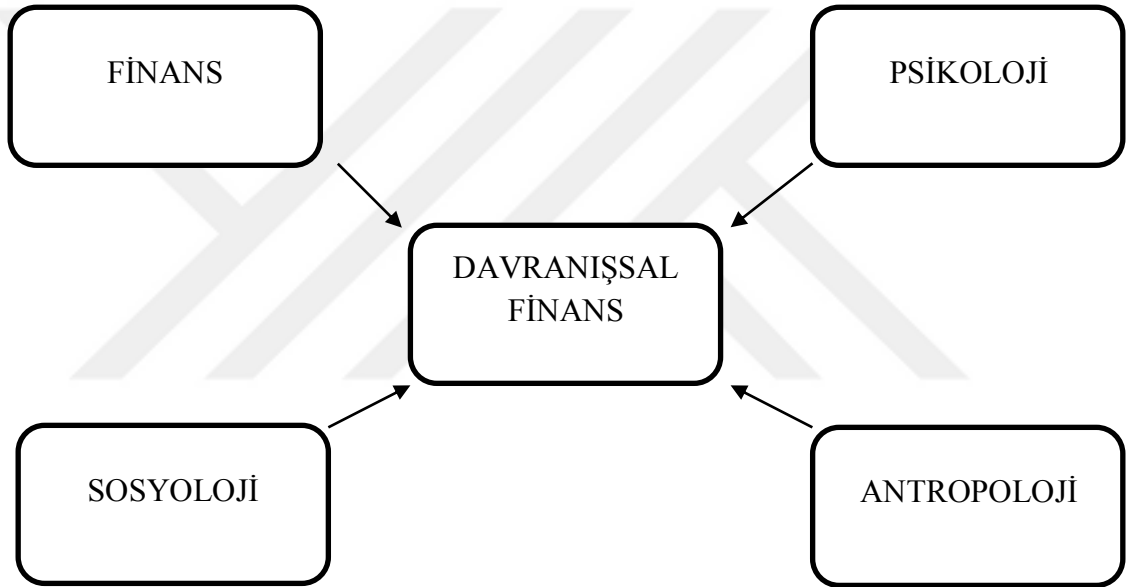
Adam Smith, ‘‘Ahlaki Duygular Teorisi’’ isimli kitabında, ekonomik gözlemlerin altında yatan, bireysel davranışların, bazı psikolojik temellerine dayandığından bahsetmiştir. Bu kitap, insan psikolojisinin o zamanlar isimlendirilmemiş birçok kavramını tartıştığı için davranışsal ekonominin mevcut evrimini aydınlatmaktadır. Yirminci yüzyılın başlarından itibaren psikolojinin bir bilim olarak yavaş yavaş belirmeye başlaması ile beraber o zamanın ekonomi teorisyenleri arasındaki fikir ayrılıkları ortaya çıkmaya başlamaktaydı. Fakat yirminci yüzyılın ikinci yarısından sonra özellikle 1960’larda Bilişsel Psikolojinin gelişimi ile birlikte finans dünyasında görünen ama ekonomi teorisyenleri tarafından rasyonel olarak açıklanamayan anomalilerle beraber davranışsal finansın gelişmesine çok büyük katkıda bulunmaktadır (Karan, 2004: 691).

Hiç şüphesiz davranışsal finansın gelişiminde en fazla katkıyı sağlayan Beklenti Teorisinin geliştirilmesiyle Daniel Kahneman ve Amors Twersky (1979) olmuştur. İleride daha da derinden inceleyeceğimiz Beklenti Teorisi; bireylerin belirsizlik altında

verdikleri kararları bir inanca bağılı şekilde verdiklerini veya karmaşık olayları basite indirgemek için bazı sezgilere güvendiğini açıklamaktadır. Bu teoriye göre, sezgiler, bireylerin karar vermelerini kolaylaştırırken, verilen kararların sonuçlarının iyiliğini tehlikeye atmaktadır (Tufan, 2008: 28).

2.2. Davranışsal Finansla Etkileşimde Olan Diğer Bilim Dalları

Davranışsal Finans, finanstan başka psikoloji, sosyoloji ve antropoloji gibi bilim dallarıyla da ilişkilidir. Çünkü davranışsal finans bireylerin karar alma sürecindeki davranış bilimlerinden etkilenmesini açıklamaktadır.



Şekil 1. Davranışsal Finansla Bağlantısı Olan Bilimler. Kaynak: Çalışmanın Yazarı Tarafından Hazırlanmıştır.

2.2.1. Psikoloji

Beyin ve bileşimi bugüne kadar birçok evrim geçirdi. Tıbbi araştırmaya göre beynin içinde üç ana merkez vardır. Bunlar sürüngen beyin, limbik beyin ve korteks beyindir. İnsan normalde limbik beyinle düşünür ve ona göre hareket eder ama bazen normal davranması gerekenden tamamen farklı davranışlar bilmektedir (örneğin katil olmak). Bu durumda insan sürüngen beyinle düşünüp hareket etmiş olmaktadır. Bu

geçiş neden olmuştur? İşte bu geçişleri anlayabilirsek davranışlarımızın farkına varabilirsek buna göre sistem geliştirebiliriz. Bununla da insan psikolojisiyle finansal davranışları arasında ilişkiyi açıklayabiliriz (Tufan, 2008: 44).

Finansal Riskte davranışsal yaklaşımda, risk azaltma açısından fiyattan, para kaybetme anlamında olasılıktan ve ne kadar riskten kaçınılması gerektiği açısından tercihten bahsedilmektedir. Finansal risk yöntemleri için oluşturulmuş analitik modellemelerde fiyatın ve olasılığın üzerinde durulmaktadır fakat tercihler yapılmamaktadır. Burada psikoloji bilimi devreye girerek, tercihleri etkileyen faktörleri incelemektedir. Bu şekilde finans ve psikoloji bilimlerinin kaynaşması ve davranışsal finans biliminin yöntemi ortaya çıkmaktadır. (Tufan, 2008: 45). Davranışsal finans, psikolojik ve finansal faaliyetler ile yatırımcı performansı arasındaki etkileşim olmaktadır. Yatırımcı bireyler, hem diğer yatırımcı bireylerin akıl yürütme hatalarını hem de kendi yatırım hatalarını tanırlarsa finansal açıdan daha başarılı olma ihtimalleri artacaktır. (Ricciardi, 2000: 3).

Davranışçı yaklaşımlar, insanları içsel işlevlerinden çok davranışlarını gözlemleyerek incelemeyi önermektedir. Davranışın, psikolojik araştırmanın tek konusu olduğu fikri, Amerikalı psikolog J.D. Watson (1878-1958) tarafından önerilmekteydi. Daha önce psikoloji bilimi, zihinsel deneyim çalışması olarak tanımlanmaktaydı ve psikolojik veriler, iç gözlem biçimindeki kişisel gözlemlerden oluşmaktaydı. İçgözlem teknikleri, bireylerin uyarıldıklarında daha önce öğrenmiş oldukları anlamlarından bağımsız olarak nasıl hissettiklerini ortaya çıkarmaya çalışmaktadır. Watson, iç gözlem tekniğini gereksiz bir yöntem olarak reddetmekte ve psikolojinin bir bilim olması için verilerinin gözlemlenebilir ve ölçülebilir olması gerektiğini savunmaktadır. Psikolojiyi nesnel bir biçim haline getirmenin ancak bireylerin ne yaptığını inceleyerek mümkün olabileceğini söylemektedir. (Ünlü, 2001: 111).

2.2.2. Sosyoloji

Sosyoloji bireyi ve toplumu araştıran, sosyal bilim dallarından biri olmaktadır. Bireyler ve toplumlar her zaman bir iletişim halinde olmuştur. Bu iletişim sayesinde daima birbirleriyle etkileşimde bulunmaktadırlar. Sosyoloji bilimi insan ve topluluk arasındaki karşılıklı ilişkiyi ve bu ilişkiden doğabilecek negatif veya pozitif sonuçları açıklamaya çalışırken, davranışsal finans bilimi ise bireylerin fiziksel, bilişsel ve dış faktörlerin etkisi sonucu aldığı finansal kararları incelemektedir (Erdoğan ve Elmas, 2010: 280). Bu 2 bilim içerisindeki en çok ortak olan kavram, iletişim kavramıdır. Çünkü bu ortak kavram sayesinde kararlarımız ve davranışlarımız farklılaşmakta ve iletişimin yaşamımızın ve finansal kararlarımızın sonuçlarına bizim sandığımızdan çok daha fazla etkisi vardır (Bozkurt, 2004: 17).

Davranışsal finans ve sosyoloji arasındaki bir diğer ortak nokta da finansal piyasalarda karar veren, insandır. Davranışsal finans, iktisadi yönelimleri hakkında aldıkları kararlarda toplumun bireyler üzerindeki etkisini ve ekonomik tercihleri nasıl etkilediğini incelemektedir. Sosyoloji, insanların hem diğer insanlarla olan iletişim kararlarını, hem de insanın ait olduğu toplumun insanın kararlarını nasıl etkilediğini incelemektedir. Ayrıca toplumun ayrılmaz bir parçası iletişim olmaktadır. Toplumdaki insanlar, istemeden de olsa birbirleri ile iletişimde olurlar ve birbirlerinin tercihlerini etkilemektedirler. Temel iletişim yolları aşağıda verilmiştir (Tufan, 2008: 49):

Mübadele: Aslında paranın değişimini anımsatsa da halbuki değişim toplumsal bir olgudur. Toplum içinde yapılan iyiliğin karşılığı olarak bir teşekkür veya sağduyulu bir cevap her zaman hayatımızın her anında mevcut olabilmektedir. Çoğu toplumsal davranış, bir toplumsal hediye karşılığında mübadele edilmektedir.

İş birliği: Birkaç bireyin bir araya gelerek, belli bir hedefe ulaşmak için ortak çalışması sürecini ifade etmektedir. Örneğin, bir apartmanda komşuların bir araya gelerek para toplayıp o apartmandaki fakir bir ailenin çocuğunu okutması veya deprem zamanı ülkedeki insanların deprem olan bölgeye giderek orda zarar görmüş kişilere yardım etmeleri ve enkaz altından kurtarmaları, iş birliği olarak tanımlana bilmektedir.

Rekabet: Birden fazla rakibin tek bir başarıyı elde etmek için birbirlerini egale etme süreci olarak ifade edilebilmektedir. Finans dünyasında da bir firmanın hali

hazırda olan varlığını sürdürebilmesi için diğer rakip firmalardan önde olabilmek için sürekli kendini geliştirmeli ve başarılı stratejiler üretmelidir. Bu davranış rekabete örnek olmaktadır.

Çatışma: Bireylerin ve toplumların kendi aralarında ortaya çıkan çıkar ve anlaşmazlık durumlarında birbirlerini yok etme eylemleri olarak ifade edilmektedir.

Baskı: Bir kişinin yapmaktan kaçındığı bir şeyi toplumun farklı argümanlarıyla yapmaya zorlanması sürecini ifade etmektedir. Örneğin günümüzde toplumsal baskı yüzünden çoğu insanlar istemeseler bile evlenecekleri zaman maddi durumlarının üzerinde bir düşün yapmak zorunda kalabilmekte ve böylece borç batağına saplanmak durumunda olabilmektedirler.

2.2.3. Antropoloji

Davranışsal finans ve antropoloji bilimi arasındaki bağlantı, antropolojinin iktisadi ve sosyal yaşamı bütünleştirdiği bir iktisadi antropoloji dalından kaynaklanmaktadır. İktisadi Antropoloji; Şekilcilik, Realizm ve Kültürelcilik olmak üzere üç kola ayrılır. Antropolojinin bu kollarını aşağıda açıklanmaktadır: (Tufan, 2008: 52)

Şekilcilik: bu model, ileride daha derinden inceleyeceğimiz neoklasik iktisatla bağlantılı olmaktadır ve ekonomiyi kıtlık şartları altında fayda maksimizasyonu yapan bir kavram olarak nitelendirmektedir. İktisat bilimi, kıtlık ve hedefler arasındaki ikame ürünlerin değerlendirilmesi anlamında ilişkinin kurulmasında, bireyin iktisadi karar verme kavramını araştıran bir bilim dalı olarak nitelendirilmektedir.

Realizm: realizm yaklaşımı, ilk defa 1944 yılında Karl Polanyi tarafından kaleme alınmış “Büyük Dönüşüm” isimli kitabıyla ortaya konulmuştur. Realizm kavramı, piyasa mekanizmasının çalıştığı ekonomilerde geçerli olmaktadır. Örneğin, planlı bir ekonomide insanlar ekonomik çıkarlardan çok sosyal ilişkilere, kültürel değerlere, ahlaka, siyasete ve dine değer vermektedir.

Kültürelcilik: Bir çok antropologlar, batı iktisadi modellerin bütün dünya halkları için geçerli olacağı varsayımını kabul etmekte çekimser olmaktadır. Örneğin Gudeman (1986), kültürün yaşamın merkezi olduğunu iddia etmektedir. Bu sebeple, yaşam ve iktisadi içerikli modeller incelenirken, yerel halkın değişim, para ve kar anlayışlarına göre hareket edilmesi gerektiğini söylemektedir.

2.3. Davranışsal Finansa Bazı Ana Kavramlar

Davranışsal Finansın daha da anlaşılabilir olması için Risk ve Belirsizlik, Rasyonelite ve İnsan, Etkin Piyasa Hipotezi ve Bilişsel Psikoloji gibi kavramları incelememiz gerekmektedir.

2.3.1. Risk ve Belirsizlik

Finansal karar verme, birden fazla seçenek arasından seçim yapma meselesi olarak geleceğe yönelik bir davranış olmaktadır. Geleceğin bugünden doğru tahmin edilememesi, risk ve belirsizlik kavramlarını ortaya çıkarmaktadır. Risk ve belirsizlik kavramları, anlamlarının doğası gereği farklılık göstermektedir. Risk kelimesinin olumsuz bir anlamı varken, risk içeren belirsizliğin olumlu ya da olumsuz bir anlamı yoktur. Belirsizlik, gelecekte karşılaşılabilecek koşullar ve durumlar tanımlanıp, olasılıkları hesaplanabiliyorsa risk haline gelmektedir. Risk kavramı, ekonomik kayıpların meydana gelmesinin belirsizliği veya olumsuz olayların meydana gelmesinin belirsizliği olarak tanımlanabilmektedir. Yani iktisadi anlamı ile “risk, ölçülebilir bir belirsizliği ifade eder” (Öcal, Çolak, 1999 :205).

Herhangi bir karar aşamasında üç epistemolojik durum vardır. Bunlar kesinlik, risk ve belirsizlik olmaktadır (Ede, 2007: 4). Kesinlik durumunda, tüm seçeneklerin değerleri yani bağımlı değişkenler, bu seçeneklerin sonucunu belirleyen değişkenler yani bağımsız değişkenler ve aralarındaki ilişkiler doğru bir şekilde bilinmektedir. Bu durumda deterministik koşullar altında karar problemlerinin çözümleri, amaç fonksiyonunun minimizasyonu ve maksimizasyonu açısından kolayca çözülmektedir. Risk altında karar vermede tüm bağımlı değişkenler bilinmesine rağmen bağımlı değişkenin değeri ve ilişkisi olasılığa bağlı olmaktadır. Belirsizlik durumunda, tüm

bağımlı değişkenler bilinmiyor veya en az bir bağımsız değişkenin değeri tanımlanamamaktadır.

2.3.2. Rasyonelite ve İnsan

"Homo economicus", 18. ve 19. yüzyıllarda ekonomik denklemler oluşturmak için önerilen temel insan modelidir. Homo economicus'un üretim, değişim ve tüketim faaliyetlerinde bugünün ve geleceğin tamamen farkında olduğu, kararlarında ve eylemlerinde her zaman tutarlı ve tamamen rasyonel davrandığı vurgulanmaya çalışılmaktadır. Homo economicus örneğinde modelleme, ekonomik faaliyetlerin ve ilişkilerin anlaşılmasını başarılı bir şekilde teşvik etmekte, ancak gerçek hayatın karmaşık yapısı karşısında anlama ve yorumlama zorluğunu ortadan kaldırmamaktadır. Günümüz toplumsal yapısı çoğul ve belirsizliğe dayalı olmakta ve her zaman beklenmedik zamanlarda beklenmedik değişkenlerden beklenmedik etkiler doğmaktadır. Bu, homo economicus'un tam bilgili ve doğru karar verme birimi olma karakterini geçersiz kılmaktadır (Yalçınkaya, 2004: 6).

Sonuç odaklı homo economicus, kendisine sunulmuş olan seçenekler içinden rasyonel seçimler yaparak, beklenen getirisi en yüksek olan seçeneği seçmeyi amaçlamaktadır. Halbuki alternatif bir tür olarak yaratılan sosyoekonomik insan ise daha çok sebep odaklı olup, bireysel seçimleri şekillendiren konularla ilgili sürece önem vermektedir. Homo economicus kısıtlamalara odaklanırken, sosyoekonomik insan; din, gelenek, ideoloji, popüler eğilimler ve karmaşık etkileşimler gibi çok boyutlu, çok değişkenli yapıları inceler. Sosyoekonomik insan, ekonomik insana alternatif olarak yaratılan, insanın ekonomik ve sosyolojik boyutlarının yanı sıra psikolojik boyutlarıyla da ilgilenmeye çalışan bir başka türdür. Sabit bir doğası olmayan ve her şeyi maksimize etmeye çalışan rasyonel bireyler ile karmaşık durumlara bağlı düzensiz bireyler arasında esnek bir türdür. Bu türde soyutlama yoktur ve insan ruhu da dahil olmak üzere tüm insan unsurları birleştirilmektedir. (Yalçınkaya, 2004: 13-14)

Davranışsal Finans'ta bireyler rasyonel olarak değil "normal" kabul edilmektedirler. Davranışsal Finans'a göre yatırımcı kişilerin, yatırım kararları verirken risk ve getiriden başka diğer değişkenleri de dikkate aldıklarını ve tüm bu değişkenlerin

hiçbir kusur olmadan değerlendirilmesinin mümkün olmadığını sonuçta da verilen bu kararların, faydayı maksimuma çıkaran değil; en iyi ihtimal dahilinde karar vericinin tatmin olan kararlar olduğu savunulmaktadır. Çevre ile iyi geçinen şirketlere yatırım yapan “yeşil fonlar” veya sigara, alkol gibi insanlar tarafından hoş karşılanmayan ürünler üreten şirketlere yatırım yapmayı istemeyen “sosyal sorumlu fonlar” insanların yalnızca karlarını maksimuma çıkarmaya çalışmadıklarını söylemektedir. (Estrada, 2001: 6)

2.3.3. Etkin Piyasalar Hipotezi

Etkin piyasalar teorisi olarak da bilinen etkin piyasalar hipotezi (EPH), hisse senetleri fiyatlarının tüm bilgileri yansıttığını ve tutarlı bir piyasa üretiminin imkansız olduğunu belirten bir hipotezdir (Fama, 1965: 38). EPH'ye göre, hisse senetleri her zaman borsalarda gerçeğe uygun değerinden işlem görüyor ve bu da yatırımcı bireylerin düşük değerlenmiş hisse senetlerini satın almasını veya yüksek fiyatlarla hisse senetlerini sata bilmesini mümkün hale getirmektedir. Bu sebeple, profesyonel hisse senedi toplama veya piyasa zamanlaması ile piyasadan daha iyi performans göstermek imkansızdır ve yatırımcıların daha yüksek getiri elde etmesinin tek yolu daha riskli yatırımlar satın almaktır.

Etkin piyasalar hipotezi, modern finans teorisinin temel taşı olmasına rağmen, oldukça tartışmalı ve genellikle uzlaşmaz olmaktadır. Bu teoriye inananlar, değeri düşük hisse senetlerini araştırmanın veya piyasadaki eğilimleri teknik veya temel analiz yöntemleriyle tahmin etmeye çalışmanın yararsız olduğu savunu benimsemektedirler. Teorikte ne temel ne de teknik analiz yöntemleri sürekli olarak riske uyarlanmış fazla getiri üretememekte ve yalnızca içeriden alınan bilgiler, riske göre ayarlanmış büyük gelirlerle sonuçlanabilmektedir. Akademisyenler EPH'yi destekleyen çok sayıda kanıtı işaret ederken, eşit miktarda anlaşmazlık da var. Örneğin, Warren Buffett gibi yatırımcılar uzun dönemler boyunca piyasayı sürekli olarak yenmişlerdir, bu EPH'ye göre tanımı gereği imkansız olmaktadır. EPH'yi eleştirenler, Dow Jones Industrial Average'ın (DJIA) tek bir günde yüzde 20'nin üzerinde düştüğü 1987 borsa çöküşü gibi olaylara ve hisse senedi fiyatlarının gerçeğe uygun değerlerinden ciddi şekilde

sapabileceğinin kanıtı olarak varlık balonlarına da işaret etmektedir. Etkin piyasa hipotezinin savunucuları, piyasanın rastlantısallığı nedeniyle yatırımcıların düşük maliyetli, pasif bir portföye yatırım yaparak daha iyisini yapabilecekleri sonucuna varmışlardır. EPH, yatırımcıların rasyonel olmasını gerektirmez; bireysel yatırımcıların rastgele hareket edeceğini söylemektedir. Ancak bir bütün olarak piyasa her zaman "haklı" olmaktadır. Basit bir ifadeyle, "verimli", "normal" anlamına gelmektedir. Örneğin, olağandışı bilgilere alışılmadık bir tepki verilmesi normaldir. Kalabalık aniden bir yöne doğru koşmaya başlarsa, mantıklı bir neden olmasa bile o yönde koşmak normal sayılmaktadır (Fama, 1970: 25).

Etkili piyasa hipotezi Eugene Fama'nın tezinde, herhangi bir zamanda ve likit bir piyasada, güvenlik fiyatlarının mevcut tüm bilgileri tam olarak yansıttığı belirtilmektedir. EPH 3 derecede mevcuttur: zayıf, yarı güçlü ve güçlü. Halka açık olmayan bilgilerin piyasa fiyatlarına dahil edilmesini ele almaktadır. Bu teori, piyasalar verimli olduğundan ve mevcut fiyatlar tüm bilgileri yansıttığından, piyasadan daha iyi performans gösterme girişimlerinin esasen bir beceri değil, bir şans oyunu olduğunu ileri sürmektedir. EPH'nin zayıf biçimi, mevcut hisse senedi fiyatlarının mevcut tüm menkul kıymet piyasası bilgilerini tam olarak yansıttığını varsaymaktadır. Geçmiş fiyat ve hacim verilerinin, menkul kıymet fiyatlarının gelecekteki yönü ile hiçbir ilişkisi olmadığını ileri sürmektedir. Teknik analiz kullanılarak fazla getiri elde edilemeyeceği sonucuna varmaktadır (Fama, 1970: 383). EPH'nin yarı güçlü biçimi, mevcut hisse senedi fiyatlarının tümü halka açık bilgilerin yayınlanmasına hızla ayarlandığını varsaymaktadır. Menkul kıymet fiyatlarının mevcut piyasa ve piyasa dışı, halka açık bilgileri hesaba kattığını iddia etmektedir. Temel analiz kullanılarak fazla getiri elde edilemeyeceği sonucuna varmaktadır. EPH'nin güçlü biçimi ise mevcut hisse senedi fiyatlarının tüm kamuya açık ve özel bilgileri tam olarak yansıttığını varsaymaktadır. Piyasa, piyasa dışı ve iç bilginin menkul kıymet fiyatlarına dahil edildiğini ve hiç kimsenin ilgili bilgilere tekeli erişimi olmadığını ileri sürmektedir. Mükemmel bir piyasayı varsaymakta ve fazla getirinin tutarlı bir şekilde elde edilmesinin imkansız olduğu sonucuna varmaktadır.

2.3.4. Bilişsel Psikoloji

Bilişsel psikoloji, algı, düşünme, hafıza, dikkat, dil, problem çözme ve öğrenme dahil olmak üzere beynimizin içinde gerçekleşen tüm şeyler olan içsel zihinsel süreçlerin incelenmesini içermektedir. Nispeten genç bir psikoloji dalı olmasına rağmen, hızla en popüler alt alanlardan biri haline gelmektedir. Bu bilişsel araştırma için hafıza bozukluklarıyla başa çıkmada yardım sağlama, karar verme doğruluğunu artırma, insanların beyin hasarından kurtulmalarına yardımcı olacak yollar bulma, öğrenme bozukluklarını tedavi etme ve öğrenmeyi geliştirmek için eğitim müfredatı yapılandırma gibi çok sayıda pratik uygulama vardır. İnsanların nasıl düşündükleri ve bilgiyi nasıl işledikleri hakkında daha fazla şey öğrenmek, araştırmacıların insan beyninin nasıl çalıştığını daha derinlemesine anlamalarına yardımcı olmakla kalmaz, aynı zamanda psikologların insanların psikolojik zorluklarla başa çıkmalarına yardımcı olmak için yeni yollar geliştirmelerine de olanak tanımaktadır. Örneğin, dikkatin hem seçici hem de sınırlı bir kaynak olduğunu kabul eden psikologlar, dikkat güclüğü çeken kişilerin odaklanmalarını ve konsantrasyonlarını geliştirmelerini kolaylaştıran çözümler üretebilmektedirler (Ritter, 2003: 3).

Bilişsel psikolojiden elde edilen bulgular, insanların anıları nasıl oluşturduğuna, depoladığına ve hatırladığına dair anlayışımızı da geliştirdi. Psikologlar, bu süreçlerin nasıl çalıştığı hakkında daha fazla bilgi edinerek, insanların hafızalarını iyileştirmelerine ve potansiyel hafıza problemleriyle mücadele etmelerine yardımcı olacak yeni yollar geliştirebilmektedirler. Örneğin, psikologlar, kısa süreli hafıza oldukça kısa ve sınırlı olsa da sadece 20 ila 30 saniye süren ve beş ila dokuz maddeyi tutabilir, prova stratejilerinin bilginin uzuna aktarılma şansını artırabileceğini bulmuşlardır. Kahneman ve Tversky'nin bilişsel psikoloji alanındaki yargılama ve karar verme üzerine araştırmaları ekonomi ve finans alanlarında devrim yarattı. Bu araştırma, ekonomi ve psikoloji arasında bir köprü oluşturmak için geleneksel disiplinler arası bağlantıların ötesine geçmektedir. (The Royal Swedish Academy of Sciences, 2002: 11).

2.4. Davranışsal Finasta Teoriler ve Modeller

Davranışsal finasta, finansal karar vericiler, yatırım kararları alırken geleneksel ekonomi teorisyenlerinin söylediği gibi rasyonel ve tam bilgiyle karar verememektedirler. Bundan ötürü tüm yatırımcılarda geleneksel teorileri ve modelleri çözebilecek bilgi var olmamaktadır. Etkin piyasa hipotezinde bahsedilen piyasa etkinsizliğinin nedenlerinden biri de bilgi ve veri tekeli olması ve işlem maliyetlerinin rekabetten uzak olmasıdır. Öte yandan finans dünyasında al sat yapan yatırımcı bireyler, karmaşık modeller kullanmak yerine bilimden uzak, içgüdülerine göre yatırım kararları vermektedirler. Geleneksel finans teorisi, ekonomideki yatırımcı bireylerin tercihlerini açıklamada psikolojik faktörlerin etkisini hesaba katmamaktadır. Bu nedenle, yatırımcı davranışını açıklayamamaktadırlar. Öte yandan davranışsal finans, finans dünyasında faaliyet gösteren aktörlerin mantıksız seçimler yapıp bunları tekrar ettiğini dikkate almaktadır. (Nofsinger, 2014: 5; Mankan, 2011: 37).

Tezin bu bölümünde finans dünyasında işlem yapan bireyleri irrasyonel şekilde açıklayan modeller incelenmektedir. Bu modeller Temsili Yatırımcı Modeli, Hong ve Stein Modeli ve Daniel, Hirshleifer-Subrahmanyam'ın Aşırı Güvenli Yatırımcı Modeli'dir. Ayrıca bunlara ek olarak Kahneman ve Twersky'nin Beklenti Teorisi de bu konu başlığı altında açıklanmaktadır.

2.4.1 Temsili Yatırımcı Modeli

Barberis, Shleifer ve Vishny'nin (1998) geliştirdiği Temsili Yatırımcı Modeli (TYM)'de bireyler aşırı reaksiyon ve düşük reaksiyon hatalarına düşmektedir. Aşırı reaksiyon temsil edilebilirlik ile açıklanırken, düşük reaksiyon da muhafazakarlık eğilimi ile açıklanmaktadır (Barak, 2008: 177). Bu model, yatırımcı kararlarında etkin olan şirket karlarının aslında rassal yürüyüş hipotezine uygun olmasına rağmen, kişilerin temsil edilebilirlik ve muhafazakarlık eğilimi gibi hatalarından dolayı yatırımlarını aynı yönde ve peş peşe sürpriz performans gösteren şirket karlarının baştaki ortalamaya dönme eğilimde olacağını ve sonrasında da trende gireceğini düşündüklerini ortaya koymaktadır. Yatırımcıların düşündüğü bu değişim algılaması

Markow süreci olarak modellenmiştir. Yatırımcıların şirket kârlarında bir yöne doğru değişiklik olduğunda tekrar ortalamaya dönüleceğine dair olan inançları düşük reaksiyona, bir trend başladıklarına inanmaları aşırı reaksiyona neden olmaktadır.

Muhafazakarlık, mevcut durumu koruma amacı güden düşünce tarzıdır. Yatırımcı muhafazakârlığı ise kendi bilgilerine öncelik veren, faydalı istatistiki verileri önemsemeyip kendi düşüncesini önemseyen, önceki kararların yanlışlığını kabul etmeyen ve bu nedenlerden dolayı inançların çok yavaş değiştiği bir yargı hatasıdır (Durukan, 2004: 137). Edwards’a göre muhafazakârlık; bireylerin değişim karşısında oldukça yavaş davranmasıdır. Bu yatırımcılar daha önceki bilgilerine aşırı derecede güvence olarak bakmaktadırlar. Yeni bilgiye yetersiz tepki vermek, önceden kazanç elde eden işletmenin kazanmaya devam etmesine, önceden kaybettiren işletmenin de takip eden dönemde kaybettirmeye devam etmesine, özetle “yetersiz tepki” ye neden olmaktadır. Yine “Edwards’a göre; muhafazakârlar, yeni bir bilgi karşısında iki ile beş yıl arasında var olan düşüncelerini değiştirmektedirler (Barak, 2008: 177).

Temsil edilebilirlikten ilk kez 1974 yılında Kahneman ve Tversky tarafından yapılan bir çalışmada bahsedilmektedir. Burada yatırımcı bireyler, uzun süren yıllar boyunca karlarındaki artışta istikrarlı şekilde devamlılık sağlandığında, şirketin yakın tarihini de göz önünde bulundurarak büyüme trendlerini ‘en yeni, en sıra dışı ve en belirgin şekilde görünen’ durumlara üstünlük verip temsililik önyargısı göstermektedirler. Temsil edilebilirlik önyargısı bu sebepten ötürü buluşsal bir eğilim olmaktadır. Kahneman ve Tversky, bu çalışmayla birlikte bireylerin yatırım kararlarını verirken ve tercihlerini yaparken kesinlikle rastgele yöntemler kullandığını saptamışlardır. Bunlardan yola çıkarak, yatırımcı bireyler muhafazakarlıkları sebebiyle halihazırdaki yatırımlarına gereğinden fazla bağlı kalarak düşük reaksiyona, beklenmedik gelişmeleri takip ederek temsiliyet yanlılığı eğilimi ile de aşırı reaksiyona neden olabilmektedirler (Barberis, Shleifer, Vishny, 1998: 315-316).

2.4.2. Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam Modeli

Kent Daniel, David Hirshleifer ve Avanidhar Subrahmanyam, 1998 yılında 2 adet zihinsel duruma dayanan farklı bir teori geliştirdiler. Bu teorinin temel bulgusu, aşırı

güven, yani finansal yatırımcı bireyin özünde içerdği özel bir bilgiye gereğinden fazla inanması olmaktadır. Diğer bir bulgu ise yanlış kendine atfetme eğilimidir ki bu, yatırımcıların bilgilerine olan güvenlerini yatırım kararlarının bir fonksiyonu olarak gördükleri ve bilgilerine normalden daha fazla güvendikleri anlamına gelmekteydi. (Göksu, 2013: 39).

Kendine aşırı güvenen yatırımcılar, bilgi ve deneyimlerinin doğruluğuna tam olarak güvenme eğilimindedir. Kendilerine aşırı güvenen yatırımcı tipinde, bilgileri kişisel olarak mevcut olmayan diğer yatırımcı bireylerle işlem yaparken, piyasaya açıklanan bilgilere dayanarak fiyata çok fazla önem verir. Sonuç olarak, özel bilgileriyle yaratılan fiyatlara aşırı tepki verme eğiliminde olmaktadır. (Barak, 2008: 213).

Kendine atfetme eğiliminde olan, finansal piyasalarda işlem yapan yatırımcı bireylerin, karar verme sürecindeki tercihlerinden sonra oluşan sonuçların, olumlu olanlarını kendine özgü bilgiye dayandırmakta iken, olumlu olmayan sonuçları ve finansal başarısızlıkları çevresel faktörlere atfetmek eğiliminde olmaktadır (Göksu, 2013: 39). Piyasadaki bilgiler yatırımcının kendine özgü bilgileriyle eşleşirse yatırımcıların itibarı ve bilgilerine olan güveni artar. Aksi takdirde yatırımcılar ya bilgilerini gözden geçirecek ya da aşırı güven eğilimine düşmektedir (Yörükoğlu, 2007: 64).

2.4.3. Hong ve Stein Modeli

En basit anlamıyla bu model, bireysel yatırımcılar arasında var olan bilişsel önyargılara ve heterojen yatırımcılar arasındaki etkileşimlere dayanmaktadır. Kabul edilen modelde haber avcıları ve momentum yatırımcıları olmak üzere iki tür yatırımcı vardır ve sınırlı bir rasyonel yapıda yalnızca tek bir bilgi türü kullanıla bilinmektedir. Başka bir deyişle, hiçbir yatırımcı tamamen rasyonel değildir. Bu yatırımcıların rasyonelliği sınırlıdır ve yatırımcıların nitelikleri ancak kısmen kamuya açık bilgiler yoluyla işlem görebilmektedirler. (Hong, Stein, 1999: 2144). Sınırlı rasyonellik akılcı, yol gösterici ve aynı zamanda uygulanabilir olandır. Haber avcıları yatırımlarında güncel veya geçmiş bilgileri kullanmazlar, geleceğe yönelik tahminlerde bulunurken genel ve özel bilgileri kullanırlar. Yine bu tip yatırımcılar, değerlendirmelerinde temel

analiz kullanır, ancak teknik analiz kullanımında yeterli değildir. (Barak, 2008: 196). Haber avcıları aktifken fiyatlar yukarı ve aşağı hareket eder ve piyasada volatilité artar. Bu bilgiler henüz kamuoyu ile paylaşılmadığı için yani genelleşmediği için yatırımcılar arasında yayılması yavaş olacaktır. Bu durum düşük reaksiyona neden olmaktadır. Haber avcılarının belirli bir süre için oluşturduğu olumlu ya da olumsuz bir durum olan bu durum, bir süre sonra diğer momentum yatırımcılarını motive ederek alım satım yapmalarını sağlamaktadır. (Barberis, Shleifer, Vishny, 1998: 310).

Momentum yatırımcıları, temel analizi görmezden gelir ve teknik analizi, tarihsel bilgileri bir bilgi kaynağı olarak kullanarak dikkate almaktadırlar. (Hong, Stein, 1999: 2145). Piyasada ilk işlem yapan momentum yatırımcı sonradan girip işlem yapanlara oranla daha fazla kar elde edecektir. “Çünkü momentum yatırımcılar temel bilgiyi kullanamadıklarından fiyatın olması gereken değeri aşp aşmadığını ayırt edememektedirler”. Sonradan piyasaya giren momentum yatırımcılarıyla beraber alım-satımlar hız kazanacak ve böylece doğal olarak yeniden piyasanın fiyatlanmasına etkisini gösterecektir. Büyük ihtimalle piyasaya girmekte geç kalan momentum yatırımcıları kar edemeyecektir. Bu model test edilmiş ve güvenilir bulunmuştur. Bu nedenle uygulanabilir bir model olarak görünmektedir. Bu modelin en önemli özelliği heterojen yatırımcıların birbirleri üzerindeki dışsal etkilerinin bulunmasıdır (Ülkü, 2001: 111).

2.4.4. Beklenti Teorisi

Beklenti teorisi, kayıpların ve kazançların farklı şekilde değerlendirildiğini varsayar ve bu nedenle bireyler, algılanan kayıplar yerine algılanan kazanımlara dayalı kararlar verir. "Kayıptan kaçınma" teorisi olarak da bilinen genel kavram, Beklenti teorisi, bireylerin riskin dahil olduğu ve farklı sonuçların olasılığının bilinmediği olasılıksal alternatifler arasında nasıl seçim yaptıklarını açıklayan davranışsal ekonomik alt gruba aittir (Barak, 2008: 78). Bu teori, 1979'da formüle edildi ve 1992'de Amos Tversky ve Daniel Kahneman tarafından daha da geliştirildi ve beklenen fayda teorisine kıyasla kararların nasıl alındığını psikolojik olarak daha doğru bulmaktadır (Böyükaslan, 2012: 51).

Beklenti teorisi altında bir bireyin davranışının altında yatan açıklama, seçimler bağımsız ve tekil olduğu için, bir kazanç veya kayıp olasılığının, gerçekte sunulan olasılık yerine makul şekilde 50/50 olarak varsayılmasıdır. Esasen, bir kazanç olasılığı genellikle daha yüksek olarak algılanır. Belirli bir ürünün gerçek kazanç veya kayıpları arasında bir fark olmasa da olasılık teorisi yatırımcıların en çok algılanan kazanımı sunan ürünü seçeceğini söylüyor (Kahneman, Tversky, 1979: 273).

Tversky ve Kahneman, kayıpların bir birey üzerinde eşdeğer miktarda kazanca göre daha fazla duygusal etkiye neden olduğunu öne sürdüler, bu nedenle verilen seçenekler iki yol sunmakta- her ikisi de aynı sonucu sunuyor- bir birey, algılanan kazançları sunan seçeneği seçecektir. Örneğin, sonucun 25 TL aldığını varsayalım. Bir seçenekte doğrudan 25 TL veriliyor. Diğer seçenek 50 TL kazanmak ve 25 TL kaybetmektir. 25 TL'nin faydası her iki seçenekte de tamamen aynı. Bununla birlikte, bireyler büyük olasılıkla doğrudan nakit almayı seçerler çünkü tek bir kazanç genellikle başlangıçta daha fazla nakit elde etmek ve sonra bir zarara uğramaktan daha avantajlıdır. Tversky ve Kahneman'a göre, kesinlik etkisi, insanlar yalnızca olası olan belirli sonuçları ve düşük riskli sonuçları tercih ettiklerinde sergileniyor. Kesinlik etkisi, kesin bir kazanç olasılığı olduğunda bireylerin riskten kaçınmasına yol açar. Ayrıca seçeneklerinden biri kesin bir kayıp olduğunda risk arayan bireylere de katkıda bulunmaktadır (Kahneman, Tversky, 1979: 273-291).

İzolasyon etkisi, insanlar aynı sonuca sahip ancak sonuca giden farklı yolları olan iki seçenek sunduklarında ortaya çıkar. Bu durumda, insanların bilişsel yükü hafifletmek için benzer bilgileri iptal etmesi muhtemeldir ve sonuçları, seçeneklerin nasıl çerçevelendirildiğine bağlı olarak değişmektedir. Beklenti Teorisine örnek vermek gerekirse, bir yatırımcıya aynı yatırım fonu için iki ayrı finansal danışman tarafından teklif verildiğini düşünelim. Bir danışman fonu yatırımcıya sunarak, son üç yılda ortalama %12 getiri sağladığının altını çiziyor. Diğer danışman yatırımcıya fonun son 10 yılda ortalamanın üzerinde getiri elde ettiğini, ancak son yıllarda düşüşe geçtiğini söylüyor. Beklenti teorisi, yatırımcıya tam olarak aynı yatırım fonu sunulmasına rağmen, fonu yüksek getirili fonu sunan danışmanın yerine fonun getiri oranını genel bir kazanç olarak ifade eden ilk danışmandan fonu satın alacağını varsaymaktadır (Çekiç, 2016: 79; Yaşar, 2008: 74)

İKİNCİ BÖLÜM

NEOKLASİK İKTİSATTA YATIRIM TEORİSİ

3. Neoklasik İktisat Teorisi

Neoklasik iktisat teorisi, temelinde insan merkezli ilke ve varsayımlara dayanmaktadır. Bu temelde ve teorinin varsayımların başında rasyonel insan tanımı gelmektedir. İktisadi bireyin rasyonel kararlar verebilme yeteneği, karar vericilerin bilgi düzeyi ile yakından ilgili olmaktadır. Sosyoekonomik hayattaki belirsizlik ne kadar az ve öngörülebilirlik ne kadar yüksekse, yetkin bir bireyin rasyonel kararlar vermesi o kadar olası olmaktadır. Neoklasik iktisatçılar bireyleri ve birey davranışlarını sosyoloji ve psikolojinin alanı olduğunu vurgulayarak rasyonelliği iktisadi analizlerinde ve teorilerinde temel bir varsayım olarak kabul etmektedirler (Sungur, 2021: 35). Neoklasik yatırım teorisi 1960'larda Jorgenson ve Haavelmo tarafından geliştirilmiştir.

Klasik iktisadın psikolojik temellere dayanan ve bağdaşan bir yapıyla ilerlemesi, neoklasik iktisat ekolünün üstünlük kurmasıyla beraber psikoloji ve iktisat ilişkisi git gide azalmaya başlamaktaydı. Matematiksel modellerin üstünlüğü ve ekonomi bilimini pozitif bilimlerle aynılaştırma uğraşı, iktisadi analizlerde sosyoloji ve psikolojinin önemini düşüren ana etkenlerden olmaktadır (Earl, 1987: 68). Faydayı en üst düzeye çıkarmak veya ölçmek için matematiğin yoğun kullanımıyla birlikte, psikolojik faktörler, modellerden giderek daha fazla kaldırılmaktadır. 19. Yüzyılın ortalarında bilim dalının isminin siyasal iktisat yerine iktisat'a çevrilmesinin altında yatan ana nedenlerden biri de bu olmaktadır. Politik ekonomi, sınıf analizine, devletin rolüne ve ekonomik olmayan faktörlere odaklanırken, saf iktisat yaklaşımıyla sınıf analizi ortadan kalkmış ve başta psikolojik faktörler olmak üzere birçok siyasi, kurumsal ve tarihsel faktör analizden çıkarılmıştır (Ruben, Dumludağ, 2015: 39).

Neoklasik dönemi psikoloji-iktisat birlikteliği bakımından Erken Neoklasik Dönem ve Savaş Sonrası Neoklasik Dönem şeklinde 2 döneme ayırabilmekteyiz. Yalnız Erken dönem neoklasik iktisatçılar baskın olarak duygulara, dürtülere, uyarıcılara ve bunun gibi psikolojik olgulara yer vermekteydiler. Örneğin, klasik ekonomi ekolünün en önemli varsayımlarından biri olan azalan marjinal fayda kanunu psikolojik

düşüncelere dayanmaktadır. Bu psikolojik düşüncelere dayanan modeller psikologların çalışma alanlarını ortaya koymaktadır. Fakat yirminci yüzyılın ortalarından itibaren iktisat psikolojiden ayrılmaya başlamaktaydı ve hatta neredeyse etkisini yukarıda belirtilen sebeplerden ötürü kaybetmekteydi (Cartwright, 2018: 5).

3.1. Erken Neoklasik Dönem

Erken neoklasik dönemde de klasik iktisattaki gibi psikolojik olgulara çok büyük olmasa da önem verilmektedir. Erken neoklasik dönemde Jevons, Menger ve Walras gibi ekonomistler Bentham'ın faydacı yaklaşımından faydalanarak marjinal fayda teorimini ortaya çıkarmışlardır. Çalışmaları yapan bu iktisatçıların ortak noktası değişim değerini üretim maliyetinin değil, marjinal faydanın belirlediğini öne sürmüşlerdir (Eser, Toigonbaeva, 2011: 290).

Jevons ve diğerleri iktisadın temelini, insanın davranışlarını en yüksek tatmin ve en az acı üzerine yani psikolojik hazcılığa dayandırmışlardır. Jevons eserinde “Tatmin ve acı iktisadın nihai hedefleridir” olarak belirterek tatmin ve acının önemini vurgulamıştır. Neo-klasik iktisatçılar acı ve tatmini Bentham'dan ilham almışlardır (Angner, 2007: 6). Bentham(1823) bu doktrininde, insanları yöneten iki büyük gücün acı ve zevklerimiz olduğunu, bu güçlerin insanların her şeyi yapmasını, söylemesini ve düşünmesini yönettiğini ifade etmektedir. (Loewenstein, 2007: 6).

Sübjektivist yönetime dayalı neoklasik teorisyenlerin bulunduğu bu dönemde, gelecekte matematiksel yöntemi kullanma ve maliyete verilen önemle beraber iktisatçılar arasında fikir ayrılıkları oluşmaya başlamaktadır. Jevons, Walras, Fisher gibi teorisyenler kantitatif olarak iktisadi olayları araştırırken; Menger, Friedrich von Wieser, Böhm Bawerk ve John Bates Clark gibi ekonomistler ise sübjektif olan psikolojik mevzulara önem vermişlerdir. Her iki ayrışmayı da yaşamış olan teorisyenler her zaman marjinal faydayı ölçmekle ilgilenmişlerdir. Matematiksel okullar, matematiksel modeller kullanarak marjinal faydayı ölçmeye çalışırken, psikolojik okullar tüketicilerin psikolojik eğilimlerine dayalı olarak marjinal faydayı ölçmeye çalışmıştır (Eser, Toigonbaeva, 2011: 291). Edgeworth ve Jevons, psikofiziği kişisel algı, değerlendirme ve metaların arz ve talebine uygulamaktadır. Ayrıca Edgeworth'ün ünlü

kutu diagramı, iktisadi davranışlarda insanların psikolojik faktörlerine atıfta bulunmaktadır (Heukelom, 2014: 51).

Mikro ekonomi teorisinin kurucusu olarak bilinen Alfred Marshall da eserlerinde psikolojik unsurlardan bahsetmektedir. Marshall'ın bireyin karakteri ile ilgili psikolojik araştırmaları ile insan doğası ile ilgili ekonomik teorisi çalışmaları arasında benzerliklere değinmektedir (Eser, Toigonbaeva, 2011: 292). Marshall'a göre ekonomi bilimi, bir yandan bireylerin ihtiyaçlarını karşılamaya, diğer yandan da ihtiyaçları karşılayacak mal ve hizmetlerin üretimini konu edinmektedir. İnsanla ilgilenmesi iktisat biliminin beşeri boyutu olmaktadır. Eşya ile ilgilenmesi ise bu bilimin maddesel boyutu olmaktadır. Buna göre iktisat bilimi, bireylerin ihtiyaçlarını konu edinmektedir. Marshall iktisadi faaliyetlerle ahlaki değerler arasındaki ilişkiler üzerinde fazla durmaktadır (Ersoy, 2008: 510).

3.2. Savaş Sonrası Neoklasik Dönem

Savaş sonrası neoklasik iktisat daha önceki iktisadi ekollerden farklı olarak iktisadi kavramların farklılaştığı bir döneme tanıklık etmektedir. İktisat bilimini, birkaç yenilikçi yöntemsel kavramlarla benzeştirmek ve teoriyi daha da güçlendirmek maksadıyla, bu dönemde birçok psikolojik faktörlere yer verilmemektedir. Bu dönemdeki ekonomistler birçok düşünce akımlarından etkilenmiştir. Bu zihniyetlere dayalı olarak metodolojik farklılıklarla beraber çalışmalarda türlü kısıtlamalar getirilmiştir (Angner, Loewenstein, 2007: 13). İktisadın daha rasyonel ve sistematik bir bilim dalı haline gelmesindeki ana sebeplerinden bir tanesi, 2. dünya savaşından sonra teknoloji tarafında oluşan gelişmelerle beraber bilgisayar kullanımının artmasıyla iktisadi modellerin matematiksel olarak mümkün hale gelmesidir. Ölçüm yapma gibi durumlarda ekonometri de bu gelişmelerle beraber önemli bir araç haline gelmektedir (Wilkinson, 2012: 11).

“Bu dönemde iktisatçıların faydaya karşı olan yaklaşımlarında da değişim gözlemlenmektedir. Kardinal faydanın yerine ordinal faydanın kullanımı öne çıkmış, deneyimlenmiş fayda ve kişiler arası karşılaştırmalar fayda fonksiyonunun dışına itilmiştir. Eğer kişinin fayda fonksiyonunda komşusunun tükettiği ürünlerde dahi

olsaydı sosyal karşılaştırma, istek ve adaptasyon gibi psikolojik faktörleri de analizlere dâhil etmek gerekecekti. Bunun yerine ordinal fayda olarak tanımladığımız; bireyin sadece kendi tükettiklerine odaklanması ve tükettiği ürünlerin faydalarını ölçmek yerine, mal sepetleri arasında karşılaştırma yaparak “daha fazlası iyidir” aksiyomunu temel almıştır” (Ruben, Dumludağ, 2015: 40).

3.3. Neo-Klasik Yatırım Modeli

Neo-klasik yatırım modeli 1960’larda Dale W. Jorgenson ve Trygve Haavelmo ikilisi tarafından düşünülmüş ve geliştirilmiştir. Neo-Klasik yatırım modelinin ortaya atılma fikri şirketlerin yaptıkları yatırımlardan bekledikleri karı maksimize etme ilkesine dayanmaktadır. Bu ikili geliştirdikleri yatırım modelinde, karı maksimize edecek yatırım kararlarını açıklanmaya çalışmaktadırlar (Sungur, 2011: 4).

Jorgenson, geliştirdikleri neoklasik yatırım modelinde, tam donanımlı bilgili iktisadi bir bireyin, tam rekabetçi piyasa koşullarında her zaman firmaların cari değerini artıran yatırım kararları vereceği tezini savunmaktadır. Bu açıdan bakıldığında, yatırımcı bireylerin yatırım kararları verirken karşılaştırmaları gereken temel kriter, alternatif yatırımlar için sermayenin beklenen marjinal verimliliğini piyasa faiz oranlarıyla karşılaştırmaktır. Dolayısıyla, tüketici kararlarından farklı olarak, ekonomik kar güdümlü yatırım kararları, subjektiflikten uzak, nesnel standartların rasyonel ve mantıksal çerçeve içinde olmaktadır (Hirshleifer, 1988: 352).

Neoklasik yatırım modelinde, yatırım kararı veren insanlar, tam bir kesinlik ve kusursuz bir öngörü varsayımı altında yatırım fonksiyonlarını oluşturmaktadırlar. Doğru bir yatırım kararı vermeye çalışan yatırımcı bireyler, yatırım fonksiyonunu karlarını maksimize etmek olarak belirledikten sonra, ikinci aşamada bu fonksiyonu başarıyla yürütecek en doğru sermaye tutarını belirlemektedirler. Politika yapıcıların en doğru sermaye tutarını hesaplarken dikkat ettikleri unsurlar, üretim teknolojisi, mal ve faktör piyasalarının özellikleri ve kullanılması planlanan sermayenin özellikleri olup, bu unsurlar aynı zamanda kar maksimize etmek için oluşturulan fonksiyonunun iç dinamiklerini oluşturmaktadır (Ak, 1991: 47).

Neoklasik yatırım modelinde yatırımcılar, maksimum kârı sağlamak için yatırım yapılacak optimal sermaye miktarını belirlerken, kullanılacak sermaye miktarının marjinal fayda ve marjinal maliyet değerlerine göre fayda ve maliyetlerini hesaplamak için aşağıdaki denklemleri kullanmaktadırlar (Sungur, 2011: 5).

$$\Delta OS = f [MFS - (PS / P) (r + d)]$$

Optimal sermaye stokunun belirlendiği denklemde,

ΔOS : Firmanın yatırım için ihtiyaç duyduğu optimal sermaye miktarını,

MFS : Sermayenin marjinal faydasını,

PS : Sermaye malının piyasa fiyatını,

P : Üretilen çıktının fiyatını,

r : Reel faiz oranını,

d : Kullanılan sermayenin yıpranma oranını göstermektedir.

Neoklasik iktisadın savunduğu yeterli bilgiye ve mükemmel öngörüye sahip bir yatırımcı, gerçekleşen yatırım sürecinde veya planlanan yatırım fırsatında sermayenin marjinal faydasını sermayenin marjinal maliyeti ile karşılaştırmaktadır. Marjinal faydanın marjinal maliyeti aştığı üretim sürecinin her aşamasında, yatırıma karar verilen sermaye miktarı artmaktadır. Azalan verimler kanunu nedeniyle, sermaye miktarını artırma durumu, marjinal fayda azalana ve marjinal maliyete eşit olana kadar devam etmektedir. Marjinal hasılat marjinal maliyete eşitlendikten sonra elde edilecek üretim, yatırımın kar maksimizasyonu amacına hizmet etmeyeceğinden, yatırımcılar kullandıkları sermaye miktarını belirleyerek üretmeye devam etmektedirler. Bir yatırım planlamasında, yatırımın beklenen getirisi yatırımın beklenen maliyetinden az olduğunda yatırımcılar yatırım yapmaktan vazgeçmektedirler. Sermayenin marjinal faydası ile marjinal maliyetinin karşılaştırılmasıyla ortaya çıkan optimal sermaye miktarı, yatırım için fiilen kullanılan sermaye miktarını tam anlamıyla göstermemektedir. Yatırım zamanı faiz oranlarında meydana gelen değişimler, teknoloji alanında gerçekleşen gelişmeler yani bilgisayar gibi ürünlerin kullanımının artması ve

devletin uyguladığı genişletici maliye politikaları, optimal sermaye miktarının gerçek bir yatırıma dönüştürülmesinde büyük etki sahibi olmaktadır (Sungur, 2011: 6)

Neoklasik yatırım modelinde karar verme biçimi, 1944’de J. Von Neumann ve O. Morgenstern tarafından geliştirilen beklenen fayda teorisinin gelişmiş bir modeli olmaktadır. Beklenen fayda teorisinde, gelecekteki belirsizlikten daha çok riskten bahsedilmektedir. Verilecek karar, beklenen faydanın tam olarak gerçekleşme ihtimaline bağlı olmaktadır. Ancak, gelecekteki belirsizlik de dahil olmak üzere tüm risk faktörleri, beklenen faydaların gerçekleşme olasılığını azaltmaktadır. Neoklasik ekonomi, bilgili, vizyon sahibi kişilerin belirsizlik karşısında bile rasyonel kararlar alabileceğini savunmaktadır. Bu modelde bütün alternatif olasılıkları göz önünde bulunduran ve değerlendiren kişi, kendisine en fazla faydayı sağlayacaktır ve rasyonel şekilde davranmaktadır (Sungur, 2011: 7).

Neoklasik iktisat, ekonomi alanındaki klasik teorisyenlerin bir devamı olarak nitelendirilmekte ve 19. yüzyıldan bu yana iktisat literatüründe ve araştırmalarında adından sıkça söz edilen hakim iktisat anlayışı olarak görülmektedir. Neoklasik iktisat, özünde klasik iktisat ekolünün fikirlerinin bir devamı iken, bazı modeller aracılığıyla klasik düşünce hareketine yeni bir popülerlik kazandırmıştır. Bu modellerden biri de rasyonel beklentiler teorisidir. Rasyonel beklentiler teorisine göre, geçmiş, bugünü ve geleceği değerlendirirken karar veren rasyonel bir insan, sahip olduğu tüm bilgilerle, sistematik bir hata sürecine yakalanmadan gelecek hakkında rasyonel kararlar alacaktır. Ancak bugün için dünya genelinde ekonomik sorunların sistemli bir şekilde devam etmesi neoklasik iktisadın temel varsayımlarının sorgulanmasına yol açmaktadır. (Kahneman, Tversky, 1979: 263; Brenner, 1999: 92; Guerrien, 1999: 34).

3.4. Neoklasik İktisatta Rasyonel Seçim Teorisi ve Karar Alma Süreci

Rasyonel seçim, ekonomi biliminde, aldıkları kararlarda ve kendilerine en az maliyetle en büyük faydayı sağlayacak seçim olarak tanımlanmaktadır. Sosyologlar, bireyleri sosyal hayatta motive eden en temel faktörlerden birinin ekonomik fayda arzusu olduğu için rasyonel seçimin bir ekonomi disiplini olduğuna ve rasyonel seçimin maddi kararların alınması dışında çeşitli tercihlere uygulanabileceğine dikkat

çekmektedir. (Camerer, 1999: 8). Kendi çıkarları doğrultusunda hareket eden kişiler aldıkları her kararda, o kararın artılarını ve eksilerini değerlendirmektedirler. Ekonomi bilimi kaynaklar kısıtlı insanlar isteklerinin sınırsız olduğunu kabul ettiği için sadece rasyonel kararlarla toplumun refahını artırmak mümkün olabileceğini kabul etmektedir. (Becker, 1962: 4).

Literatürde karar verme hareketleri ve bu hareketlerin sürecini araştıran birçok çalışmalar mevcuttur. Karar alma süreçleri adına yapılan araştırmalarda araştırmacılar karar verme eylemi üzerine türlü anlamlar yüklemektedirler. Rue ve Byars (2003), karar almayı değişik eylem türlerinden bir tanesi seçmek olarak ifade etmektedir. (Sucu, 2000: 105), karar almayı insanı hedefine götürecek hareketi gerçekleştirmek için seçeneklerin belirlenmesi ve belirlenen bu seçeneklerden en akla yatanın tercih edilmesi olarak tanımlamaktadır. Mintzberg (1973) ve Stewart (1976), karar alma sürecini örgütsel anlamda ele almış ve karar alma eylemini yönetim mekanizmasının en değerli süreci olarak nitelemiştir. Herbert Simon 1947 yılındaki “Administrative Behaviour” isimli araştırmasında karar alma eyleminin yönetmek fiili ile aynı anlamda olduğu görüşünü ileri sürmektedir. (Sungur, 2011: 10)

Literatürde rasyonel karar alma süreçleri adına yapılan birçok çalışma (Drucker, 1967; Archer, 1980; Robbins, Coulter, 2012) olmasına rağmen bunlardan öne çıkan çalışmalar incelendiğinde ileri sürülen rasyonel karar alma süreçlerinin benzerlik gösterdiği dikkat çekmektedir. Bu araştırmalar içerisinde rasyonel karar alma sürecini en detaylı şekilde açıklayan Robbins ve Coulter araştırmalarında bu süreci 7 evrede açıklamaktadırlar. Robbins ve Coulter’a göre rasyonel karar alma süreci problemin saptanması, hedeflerin belirlenmesi, hedeflerin değerlendirilmesi, stratejilerin belirlenmesi, stratejilerin değerlendirilmesi, en iyi stratejinin belirlenmesi ve kararın alınma ve uygulanma aşamalarından oluşmaktadır (Robbins ve Coulter, 2012: 45).

1. Evre: Problemin Saptanması: Alınacak karar ister rasyonel ister sezgisel olsun, önce karar verilecek olay, sorun belirlenmelidir. Sorunların doğru tespit edilmesi sonraki adımların etkinliğini artıracak ve zaman kaybını önlemektedir.

2. Evre: Hedeflerin Belirlenmesi: Kriterlerin ve sonuca ulaşıldığında kararı verenlerin belirlendiği aşamadır. İktisadi olarak belirlenen tema yatırım ise, hedef, gelir

maksimizasyonu ve maliyet minimizasyonu sonucunda ortaya çıkacak olan kar maksimizasyonu olmaktadır.

3. Evre: Hedeflerin Değerlendirilmesi: Kararı veren kişi, ulaşmak istenen hedefle ilgili birden fazla alternatif hedefe ulaşmak isteyebilir. Bu aşamada, insan alternatif amaçlar arasında değerlendirme yapacaktır. En önemli değerlendirme kriteri, amacın ulaşılabilir olmasıdır. Alternatif hedeflerin özelliklerine bağlı olarak bazı hedefler değerlendirmeden çıkarılabilir.

4. Evre: Stratejilerin Belirlenmesi: Hedef olarak belirlenen amaçlara ulaşabilmek adına izlenecek alternatif araç, politika ve stratejilerin belirlenme sürecidir.

5. Evre: Stratejilerin Değerlendirilmesi: Alternatif araç ya da stratejilerden hangisinin hedef olarak belirlenen amaca ulaşma noktasında en uygun olduğunun değerlendirilme sürecidir.

6. Evre: En İyi Stratejinin Belirlenmesi: Hedefe ulaşılırken en uygun araç veya stratejinin seçilmesi aşamasıdır. Uygulanacak bir stratejiye karar verirken sağlıklı bir karar verebilmek için kişinin rasyonel ve mantıklı bir çerçevede, kişisel değer yargılarından ve duygularından tamamen arınmış, elinde yeterli bilgi ile karar vermesi gerekir.

7. Evre: Karar Alma ve Uygulama: Belirlenen temanın istenilen amaca ulaşması için en uygun araç veya strateji kararının alındığı ve uygulamaya konulduğu aşamadır. Ne yapılacağına karar vermek entelektüel bir eylemdir; bir kararın uygulanması bir amaca ulaşmak için pratik bir eylemdir.

Rasyonel karar verme süreçleri hakkında aktarılan görüşler, çoğunlukla ekonomi dışındaki farklı disiplinleri temsil etmektedir. Neoklasik iktisat, ekonomik insanı rasyonel bir insan olarak tanımlasa da insanların ve insanların davranışlarına dikkat etmez. Neoklasik iktisatçılar tarafından insan rasyonalitesi varsayımı temelinde geliştirilen rasyonel beklentiler teorisinde, rasyonel insanlar karar verirken geçmiş, dönemi ve geleceği değerlendirebilir ve eksiksiz bilgiye serbestçe erişebilir ve geleceği mükemmel bir şekilde tahmin edebilir. Mantıklı bir insan kararlarında hata yapsa bile hatalarından ders alacak ve aynı hataları sistematik olarak tekrar etmeyecektir.

Neoklasik iktisadın rasyonel insan tanımındaki eksiksiz bilgi, maliyetsiz bilgi ve mükemmel öngörü varsayımlarını eleştiren ekonomistler, gerçek sosyoekonomik hayatta insanların rasyonel değil, sınırlı rasyonel kararlar alabileceğini savunmaktadırlar. (Sungur, 2011: 14).



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

DAVRANIŞSAL FİNANSIN YATIRIM TEORİSİNE KATKISI ÜZERİNE BİR METODOLOJİK İNCELEME

4. Davranışsal İktisatta Kullanılan Metodoloji

Geleneksel ekonomistler geçmişteki sayısal ve gelecekteki ihtimalli veriler ile teoriler oluştururken, davranışsal iktisatçılar gözlem ve deneye dayalı yöntemlere ağırlık vermişlerdir. İktisat teorisinde geleneksel ve davranışsal iktisattaki temel yöntem farkı, iki bilimsel yöntemin uygulayıcılarının mantık kümesinde bulunabilir. Örnek vermek gerekirse, teorisyenler sürprizlerden hoşlanmazken, davranışsal iktisatçılar şaşırdıklarında sevinirler (Can, 2012: 94). Davranışsal iktisatçılar yöntem olarak diğer iktisadi alanlardaki metodolojiye benzer yöntemler de kullanmaktadırlar. Çoğunlukla kullandıkları veri kaynağı ise deneylerden oluşmaktadır. Günümüze doğru gelindiğinde ise deneylerin de ilerisine giden geniş bir yöntem yelpazesi ile çalışan bir davranışsal iktisat öne çıkmaktadır (Camerer, Loewenstein, 2003: 7).

Bilimsel bir yöntem olan deney ilk önce fizik, kimya, biyoloji gibi doğa bilimlerinde kullanılmıştır. Doğa bilimlerinde yöntem olarak deney kullanılmasının sosyal bilimlere ne kadar etki ettiğinin önemi büyüktür. Sosyal bilimlerde psikoloji ile başlayan deney yönteminin laboratuvar ortamına geçişi ise 1897 yılında Wilhem Wundt ile beraber Leipzig laboratuvarının kurulmasıyla devam etmiştir. İktisat biliminde ise deneysel yöntemin kabul edilmesi 20. yüzyılın ortalarına kadar direnç göstermiş olmasına rağmen, deneysel çalışmalar 1930'ların sonunda başlamıştır. 1940'lara doğru gelindiğinde ise iktisattaki en önemli varsayımlardan biri olan homoeconomicus iktisatçılar ve psikologlar tarafından eleştiriliyordu. Bu dönemde bazı iktisatçılar homoeconomicus'un geçerliliğini görmek için birtakım deneysel faaliyetler yürütmeye başladılar (Basılğan, 2013: 64).

İktisat alanındaki ilk deneysel çalışma için tam bir fikir birliği sağlanamasa da 1940'lı yıllarda Edward Chamberlain'in Harvard'daki lisansüstü öğrencilere uyguladığı piyasa deneyleri referans verilmektedir. Chamberlain, öğrencileri alıcı ve satıcı olarak

iki gruba ayırıp, satıcı olan grubun bir ürünü satmak isteyebileceği minimum fiyatı, alıcı grubun ise bir ürünü satın almak için ödeyebileceği maksimum fiyatı kartlara yazıp deneysel bir piyasa tasarlamıştı. Chamberlain, bu deneyi daha çok pedagojik amaçla yapmıştı ancak vardığı sonuç; piyasada oluşan satış fiyatlarının mikro iktisattaki öngörülen rekabetçi denge fiyatından saptığıydı (Saral, 2015: 320). Homo economicus ve ceteris paribus varsayımları, iktisadi modelleri kurarken gerçekçilikten uzak ve iktisadi tahminlerimizi oluştururken sistematik hatalara doğru yönelten modellere dönüştürebilirler. Özellikle mikro iktisatta rasyonel insandan bahsederken gerçekçi yaklaşımlardan büyük ölçüde sapmalara doğru ilerleriz. Çünkü birçok defa söylediğimiz gibi insanlar tam rasyonel olamazlar. İktisatta iki güçlü varsayımın kuşattığı bir ortamda gerçekçi bir yaklaşıma ulaşmanın yolu deneysel yöntem kullanmaktır. Deneysel iktisat temelli iktisatçılar normatif modellerde ortaya çıkan anomalilerden yola çıkarak bu varsayımları reddederler (Obergruber, Hrubcova, 2016: 483).

4.1. Davranışsal İktisat ve Geleneksel İktisat Arasındaki Fark

Bir bilim dalı olarak iktisadın ortaya çıkışından bu yana, teorilerin oluşturulmasıyla birlikte hipotezler sistematik olarak formüle edilmektedir. Sosyal olguların matematiksel temsili bu varsayımlar ve modelleme yaklaşımları çerçevesinde gerçekleşirken, davranışsal iktisat bu varsayımların yanlış yönlerinin kanıtlanması ve modelleme sürecinden farklı bir yol izlenmesi sonucunda ortaya çıkmaktadır. Geleneksel iktisat ve davranışsal iktisat bu açılardan iki karşıt alan gibi görünse de, çalışmalarının ana konusu ekonomik karar verme olduğundan aralarında benzerlikler olduğunu da kabul etmek gerekmektedir. Davranışsal iktisadın tanımının açıklanmasında da belirtildiği gibi; davranışsal iktisat alanındaki araştırmacıların teorilerini oluştururken kullandıkları varsayımların ortaya çıkmasına ve gelişmesine neden olmuştur. Davranışsal iktisatçıların son yirmi yılda geliştirdikleri kavram ve teorileri incelerken, davranışsal iktisat teorilerini test etmek için kullanılan verileri oluşturmak için kullandıkları yöntemlerin geleneksel iktisattan birçok yönden farklı olduğu görülmektedir.

Bu çalışmanın ilk bölümünde de değindiğimiz gibi davranışsal iktisadın ele aldığı insan modeli geleneksel iktisattan tamamen farklıdır ve bu durum geleneksel iktisat ile davranışsal iktisat arasındaki en temel, en başlıca fark olmaktadır. Davranışsal iktisattan önceki yaklaşımlarda ekonomik kararları veren kişilerin temel özellikleri aşağıdaki gibi tanımlanmıştır: (Ruben, Dumludağ, 2015)

- Kişiler bencildir ve kendi çıkarlarını her şeyin üstünde tutmaktadırlar
- Kişiler herhangi bir durumdan en iyi şekilde yararlanmaya çalışmaktadırlar

Böylelikle kişiler rasyonel olmaktadır. Çünkü sahip oldukları kaynakları her zaman kişisel çıkarlarını en üst düzeye çıkarmak için en iyi şekilde kullanmaktadırlar.

İktisadi teorilerdeki karar verici bireylerin, yukarıda bahsedilen özelliklere sahip olduğunu söylemek için homo economicus kavramı kullanılmaktadır. Davranışsal iktisat teorilerindeki karar vericiler ise daha duygusal insanlar olmaktadır. Yani davranışsal iktisat teorilerindeki insan modeline göre: insanlar, yanılmaya yatkın, tuzaklara düşebilecek eğilimler gösterebilmektedir. Çünkü davranışsal iktisada göre; insanlar hata yapmaya meyillidir ve duygularına yenik şekilde karar verirken her zaman bencil şekilde hareketler sergilememektedirler. Geleneksel iktisatta ise kendisine en çok faydayı sağlayan seçimlere yönelen homo economicus'un bu hareketi rasyonel bir davranış olarak tanımlanmaktadır. Bu şekilde, bütün alternatifler kümesini bilerek tam bilgiyle en fazla faydayı sağlayabilecek en uygun kararlar alabilmek mümkün olmaktadır. Mükemmel rasyonellik olarak da kullanılan tam rasyonalite kavramı; “tüm alternatifler içinden en iyi olanı seçme” yani bireylerin ne kadar kazanıp, ne kadar zarar edeceklerini hesaplayabilmeleri anlamına gelmektedir. Halbuki gerçek dünyada bireyler karar alırken zihinsel, sosyal ve duygusal sezgilerine göre karar almaktadırlar. Bu açıdan davranışsal iktisatta bireyler rasyonaliteden uzaklaştıkları için sınırlı rasyonalite olgusu daha da ön plana çıkmaktadır. Simon, bireylerin tam rasyoneliteden uzaklaşan iktisadi kararlar verebileceğini söyleyerek sınırlı rasyoneliteyi kavramsallaştırırken, duygu ve sosyal düşüncelerinden bağımsız bir şekilde karar alamayan bu insanların aldığı irrasyonel kararlar, davranışsal iktisadın temel yapısını oluşturmaktadır.

Geleneksel ekonomik modeller ile davranışsal ekonomik modeller arasında analitik yöntemler açısından da birçok farklılık bulunmaktadır (Blaug, 2009: 42).

Geleneksel ekonomik modelde bireyler çıkarlarını maksimize etmeyi amaçlarken, yaptıkları seçimlerde mükemmelliğe ulaşmaya odaklanmaktadırlar. Öte yandan, davranışsal bir ekonomik modeldeki bireyler, memnun insanlar olarak kabul edilmekte ve tercihlerini en yüksek fayda düzeyinden ziyade makul memnuniyetle belirleyebilmektedirler.

Öte yandan, geleneksel iktisat ve davranışsal iktisat, ekonomik denge açısından farklılık göstermektedir. Klasik fiziğin denge mekanizması geleneksel iktisadın matematiksel analizinin temelini oluştursa da bu denge mekanizmasının optimal getiri seviyesini ifade ettiği görülmektedir. Bu denge koşulunun fayda teorisi analizi ile çürütülmesiyle, Davranışsal İktisat alanında ilk Nobel Ödülü, Beklenti Teorisine verildi. Geleneksel iktisadın beklenen fayda teorisinin aksine, beklenti teorisi, insanların her durumda dengeli kararlar vermek yerine, kazandıklarında ve kaybettiklerinde farklı davrandıklarını göstermektedir. Böylece, istikrarlı dengenin yerini, belirsizlik altında farklılaştırılmış karar verme mekanizmalarının analizi almaktadır (Barberis, 2013;308; Tversky, Kahneman, 1984, 342).

Davranışsal iktisat, ekonomik birimlerin genellikle eksik bilgi ve yetersiz zihinsel kapasite nedeniyle yaptıkları irrasyonel davranışları, kararları ve seçimleri ortaya çıkarmaya çalışan disiplinler arası bir çalışma alanı olmaktadır. Davranışsal iktisat, iktisat ve psikolojinin ortak paydasında ortaya çıkmış ve gelişmeye devam etmiştir ve özellikle psikolojik hatalar ve yanlış anlamalara odaklanarak bu alanda teorik, analitik, ampirik ve deneysel araştırmalar yürütmektedir. (Akan, 2016: 99). Davranışsal ekonomi, geleneksel ekonomiye egemen olan "rasyonel" ilkeyi tamamen reddetmese de, "irrasyonel" fenomenleri anlamamızı sağlamaktadır. Davranışsal iktisat, iktisadi araştırma yöntemleri açısından da zenginleştirmektedir.

4.2. Davranışsal Finansta Khuncu Paradigma

Davranışsal finanstan önce finansal ortamların hataya meyilli ve duygusal bireyler tarafından değil, müthiş Homo economicus tarafından doldurulduğu varsayılmaktadır. İkincisi, bireyler tamamen rasyonel kararlar vermekte, mevcut herhangi bir bilgiye sınırsız işlem gücü uygulamakta ve standart beklenen fayda teorisi tarafından iyi

tanımlanmış tercihleri tutmaktadır. Finanstaki davranışçılar, Homo economicus'u daha gerçekçi bir finansal aktör modeliyle değiştirmeye çalışmaktadırlar. Davranışsal finansın kurucu babası Richard Thaler, unutulmaz bir konferansında gelenekçi Robert Barro'ya yaptığı açıklamada çatışmayı ele aldı: "Aramızdaki fark, insanların sizin kadar zeki olduğunu varsaymanızdır. insanların benim kadar aptal olduğunu varsayın." Thaler'ın şaka gibi karşılaştırması, gelenekçi ve davranışçı bakış açılarındaki mütevazî temel farklılıkların, çerçeveleme ve vurgudaki daha büyük farklılıklar tarafından nasıl abartılabileceğini, akla İngiltere ve Amerika'nın "ortak bir dille bölünmüş iki ulus" olduğu konusundaki eski espriyi getirerek, uygun bir şekilde göstermektedir (Bloomfield, 2010: 1).

Davranışsal finasta ekonomistler, Thomas Kuhn'a benzer şekilde, davranış teorilerinin, geleneksel teori tarafından barındırılmayan anomalileri açıklamak için gerekli olduğunu iddia etmektedirler. Buna karşılık, davranışsal finanstan önceki iktisatçılar, basitleştirilmiş varsayımlarla, gözlemlenebilir değişkenlerin birbirleriyle ne kadar ilişkili olduğunu tahmin etmek için yeterli olduğu sürece, finans alanındaki rekabetçi kurumların Homo economicus'tan sapmaları önemsiz kıldığını savunmak için araçsal pozitivizm felsefesini kullanmaktadırlar.

Davranışsal finans kendinden önce psikolojik unsurları içermeyen, irrasyoneliteyi reddeden geleneksel finanstan farklı olarak ekonomik teorileri kabul etmektedir. Finansal kurumlar, bireyleri tam olarak ekonomik teorinin yapı taşlarını oluşturan bilgi, teşvikler ve eylemler açısından en iyi şekilde tanımlanan karmaşık ortamlara yerleştirmektedir. Bu nedenle, davranışsal çalışmalar tipik olarak, kurumun kendisini anlamak için ihtiyaç duyulan ekonomik teoriye entegre edilmiş, psikolojinin yalnızca küçük bir unsurunu içermektedir (Shiller, 1984: 25). Bu şekilde, davranışsal finans geleneksel finansa irrasyonelite kavramını ekler; bu, ekonomik teorinin tam temelindeki bir varsayımın bazı yönlerini değiştirmektedir.

Davranışsal ekonomiyi savunan iktisatçılar genellikle, Kuhn'un (1962) popüler ve etkili kitabı "The Structure of Scientific Revolutions" a atıfta bulunarak ikonoklastik¹ yaklaşımlarını savunmaktadırlar. Kuhn, bilimin paradigma değiştirme ve "normal" bilim yoluyla ilerlediğini savunmaktadır. Bir paradigma, araştırmacıların Kuhn'un

¹ Putkiran. Kutsal imgeler kültürüne karşı çıkan yaklaşım.

“normal bilim” dediği şey aracılığıyla test etmeleri ve desteklemeleri (veya değiştirmeleri) için teorik bir çerçeve sağlamaktadır. Normal bilim, paradigmanın geçerliliğini sağlayabilir, ancak paradigma ile tutarsız gözlemleri de ortaya çıkarabilmektedir. Yeni paradigmalar, ancak yeterli nicelik ve öneme sahip anomalileri yeterince basit bir şekilde açıklayabilirlerse başarılı olabilmektedirler. Kuhncu bir perspektifi benimseyen davranışçı finans savunucuları, muhaliflerini örtük olarak eski, solgun Ludditler² olarak damgalamaktadırlar. Kuhn, bilim adamlarının tek tek fikirlerinin asla değişmediğini, bunun yerine, eski bilim adamları öldükleri veya emekli oldukları ve yerlerini yeni paradigmaya bağlı yeni nesil bilim adamlarının aldığı için alanların değiştiğini iddia etmektedir.

4.3. Davranışsal Finans ve Geleneksel Finans Arasındaki Fark

Gayrimenkul veya altın gibi herhangi bir şeye yatırım yapmak cesur ve riskli bir hareket olmaktadır. Ancak çoğu insanın bilmediği şey, bu varlıklarda pozisyon alma seçiminin geleneksel ve davranışsal finanstan etkilendiğidir. Geleneksel finasta yatırımcı ve piyasa rasyoneldir. Sahip oldukları tüm bilgileri toplar veya alırlar ve bu veriler kararlarını desteklemektedir. Bu nedenle, geleneksel finans, yatırımcıların duygularla ilgili finansal kararlar vermediğini belirtmektedir. Davranışsal finasta psikoloji, insanların finansal kararları veya yatırımları nasıl yaptıkları konusunda bir role sahip olmaktadır. Davranışsal finans, insanların mantıksız olduğunu ve kendi duygu ve önyargılarının yatırım kararları vermede rol oynadığını açıklamaktadır. Davranışsal finasta yatırımcılar, kararlarını korkuya, aşırı güvene, içgüdüsel duygulara, başkalarının ne yaptığına dayandırabilmekte ve böylece geçmiş deneyimleri takip edebilmektedir (Subrahmanyam, 2007: 13).

Hem geleneksel hem de davranışsal finans, finans ve yatırım dünyasının zıt görüşlerine sahip olmaktadır. Geleneksel finans, bir yatırımcının tüm bilgileri tarafsız bir şekilde işleyebilen rasyonel bir yatırımcı olabileceğini varsaymaktadır. Davranışsal finasta, bir yatırımcının önyargıları olduğunu belirten gerçek dünya deneyiminden yararlanırken, duyguları, üstlenilen yatırımlar içinde bir rol oynamaktadır (Mongin,

² Yeniliğe karşı olan işçi akımının temsilcileri.

1997: 346). Örneğin, bir kişi bir web firmasından veya şirketinden kod yazma yardımı istiyor ve anlaşması gereken iki şirket var. Biri yerli, diğeri yabancı; kişi muhtemelen yerel şirketi seçecektir. Bunun nedeni, kişinin önyargılarının, bir yatırımcı gibi, kararda bir rol oynamasıdır. Yerel firma içindeki aşırı güven ve aşinalık konusundaki önyargısı, kişinin buna yatırım yapmasını sağlamaktadır. Yabancı şirketin iyi bir özgeçmiş ve performansa sahip olmasına rağmen, kişi bu önyargılar nedeniyle yerel şirkete yatırım yapacaktır.

Geleneksel finansla tutarlı olarak, yatırımcılar sınırsız bilgi, veri ve mükemmel bilgi almaları varsayılmaktadır. Yatırımcı bu bilgileri dikkatli bir şekilde işlemektedir. Bu nedenle tam bir rasyonellik söz konusu olmaktadır. Ancak davranışsal finasta yatırımcılar rasyonelliği sınırlandırmıştır; buna göre, yatırımcı tüm bilgileri işlememektedir. Bilgi ne kadar doğru olursa olsun, yatırımcıların yargıda hata yapacaklarından emin olmaktadır. Geleneksel finans, piyasanın etkin olduğunu ve mali piyasanın gerçek değerini temsil edebileceğini belirtmektedir. Bu argüman, geleneksel finansın, yatırımcıların kendi kendini kontrol ettiğine inandığı gerçeğine dayanmaktadır. Ancak davranışsal finans, piyasanın değişken olduğuna ve bu nedenle piyasa anormalliklerinin olduğuna inanmaktadır (Singh, 2010: 6). Burada yatırımcıların mükemmel bir öz kontrolü yoktur, dolayısıyla sınırlamalar mevcuttur. Piyasanın oynaklığı, hisse senedi fiyatlarının yükselmesine ve düşmesine, dolayısıyla tutarsız bir piyasa ile sonuçlanmasına yol açmaktadır.

4.4. Yatırımcıların Davranışsal Finans Açısından İncelenen Psikolojik Önyargıları ve Eğilimleri

Finans dünyasında bireyler, finansal işlemler yaparken rasyonel değil de irrasyonel davranmaktadırlar. Davranışsal finasta bireyin karar verme süreci, mevcut seçenekler arasından seçim yaparken bireyin tutum, istek ve motivasyonlarının rolünü göstermektedir. Algılar, bireyin var olan bilgi ve inançlarına dayalı olarak şekillenir ve süreci etkiler. Arzular, karar alan bireyin duygusal durumunu ifade etmektedir. Tavrı, sonuçları olumlu veya olumsuz olarak değerlendirmek için istikrarlı bir psikolojik eğilim olarak tanımlanmaktadır. Tutum genellikle karar vermede soyut bir faktördür.

Tercih, mevcut seçenekler arasında karşılaştırmalı bir karardır. Bazı durumlarda, bu kararlara sayısal ölçekler veya fayda denir. Motivasyon, algılanan bir hedefe yönelik bir dürtüdür. Karar verme süreci bireysel tutumlardan, motivasyonlardan ve arzulardan etkilenir ve süreç, mevcut bilgilere dayanan algılar ve inançlar tarafından yönlendirilir (Aydoğan, 2013: 25). Bireyleri irrasyonel davranmaya mecbur bırakan çevresel faktörler ve önyargı ve eğilimleri aşağıda açıklamalarıyla beraber incelenmektedir.

4.4.1. Kendini Kandırma Eğilimi

Kendini kandırma kavramı, öğrenme şeklimizin bir sınırıdır. Yanlılıkla aslında bildiğimizden daha fazlasını bildiğimizi düşündüğümüzde, bilinçli bir karar vermemiz gereken bilgileri gözden kaçırma eğiliminde olmaktadır. Kendini kandırma eğilimi, mantıklı kararlar vermeyi engelleyen karar verme hatalarından biri olarak sınıflandırılmaktadır. Daha yüksek finansal statüye sahip kişilerin, daha yüksek toplanan finansal fonlar elde etmeyle sonuçlanabilecek daha riskli finansal kararlar alma olasılıklarının daha yüksek olduğu incelenmiştir (Özan, 2010: 80).

4.4.1.1. Aşırı Güven Eğilimi

Aşırı güven eğilimi, bir kişinin yeteneklerini abartma eğilimidir. Bir kişinin ortalamanın üstünde bilgiye sahip olduğunu ve ya uzman bir yatırımcı olduğunu düşünmesine neden olabilmektedir. Aşırı güven eğilimi, bireylerin riskli yatırımlar yapmasına neden olabilmektedir. Bir yatırımcı yatırım kararlarını iyice incelemesi gerekmektedir. Yalnızca bu önyargının farkında olmak ve ardından yatırım kararını gözden geçirmek, bu önyargıdan bir ölçüde kaçınmaya yardımcı olabilmektedir. Yatırımcılar, daha rasyonel kararlar almak için duygularına ve sezgilerine direnmeye çalışmalıdır.

4.4.1.2. Aşırı İyimserlik Eğilimi

Aşırı iyimserlik eğilimi, genellikle yatırımcıların kendileri ve gelecekleri hakkında gerçekçi olmayan olumlu bir görüşe sahip olmalarına yol açmaktadır. Yani olumsuz olayın olası olmadığı algılandığında ortaya çıkması daha olasıdır. Aşırı iyimserlik eğilimi ve bilişsel uyumsuzluk da birçok bireysel yatırımcının yatırım sonuçlarını abartmasına neden olmaktadır. Bireyler, olumlu olayların olasılığını abartma ve gelecekte olumsuz olayların olma olasılığını küçümseme eğiliminde olabilmektedir (Sharot, 2011). Örneğin, kanser olma riskimizi hafife alabilir ve finans piyasasında gelecekteki başarılarımızı olduğundan fazla tahmin edebiliriz. Algılanan kontrol ve iyi bir ruh hali içinde olmak gibi bir dizi faktör gerçekçi olmayan iyimserliği açıklayabilmektedir (Helweg-Larsen & Shepperd, 2001: 77).

4.4.1.3. Hataları Yanlış Değerlendirme Eğilimi

Araştırmalar, finansal yatırımcıların, yükleme yanlılığı olarak da bilinen yatırım kararları verirken yanlış değerlendirme eğiliminde olduğunu göstermektedir. Kişiler olumlu sonuçları kendi kabiliyet ve becerilerine olumsuz sonuçları ise dış etkenlere bağlamaktadırlar. Kısacası başarıları kendilerine başarısızlıklarını ise kötü şansa ve ya diğer kişilere yükleme eğiliminde olmaktadır (Özcan, 2011: 36). Örneğin: Bir öğrenci bir testten iyi bir not alır ve kendi kendine çok çalıştığını veya materyalde iyi olduğunu söyler. Başka bir testten kötü not alıyor ve öğretmenin onu sevmediğini veya testin adil olmadığını söylüyor. Sporcular bir oyun kazanır ve galibiyetlerini sıkı çalışma ve antrenmana bağlar. Kaybettikleri zaman ise hakemin adil olmadığını ve ya hava şartlarının kötü olduğunu söyleyerek başarısızlıklarının kendilerinden kaynaklanmadığını söylerler.

4.4.2. Bilişsel Eğilimler

Bilişsel eğilimler, bir karar verirken kişisel inançlar tarafından kusurlu olan bir kişinin muhakeme hattında ortaya çıkan bilişsel bir hata olarak nitelendirilmektedir.

Bilişsel hatalar davranışsal finans teorisinde önemli bir rol oynamaktadır. Aynı zamanda piyasalar üzerindeki müteakip etkileri de içermektedir. Bilişsel önyargılar genellikle doğru olabilecek veya olmayabilecek yerleşik kavramlara dayalı karar vermeyi içermektedir. Bilişsel bir önyargıyı, gerçek olabilecek veya olmayabilecek bir temel kural olarak düşünebiliriz. Örneğin hepimiz bir hırsızın güvenlik kontrol noktasından geçmek için polis üniforması giydiği filmleri gördük. Gerçek polis memurları, kişinin kendileri gibi bir üniforma giydiği için gerçek bir polis memuru olması gerektiğini varsaymaktadır. Bu bilişsel bir önyargı örneğidir.

4.4.2.1. Temsil Etme Eğilimi

Temsil etme eğilimi, nesnelerin veya olayların benzerliği olduğu zaman bireylerin bir sonucun olasılığına ilişkin düşüncelerini karıştırdığında ortaya çıkmaktadır. Bu eğilim davranışsal finans teorisinde yaygın bir bilgi işleme hatasıdır. Temsil etme eğilimi, bir olayın ana popülasyonunu ne ölçüde temsil ettiğidir (Küçük, 2014: 110). Bu nedenle, bir temsil etme eğilimi yöntemine güvendiğimizde, bir şeyin gerçekte olduğundan daha fazla temsili olduğuna dair yanlış bir yargıya varılmaktadır. Temsil etme eğilimi yöntemleri kolay bir hesaplama sağlarken, bireyler genellikle bu olayların olasılığını doğru bir şekilde tahmin etme yeteneğini abartmaktadır (Hayta, 2014: 334).

Örneğin, yatırımcılar, geçmişte gözlemlenen yüksek kazanç artışının kısa geçmişlerini kullanarak gelecekteki kazançları tahmin etmeyi daha cazip bulabilirler. Bu tahminler daha sonra şirketin hisselerini fiyatlandırmak için kullanılmakta ve bu nedenle aşırı fiyatlandırmaya yol açabilmektedir. Bu durumda, yatırımcılar yüksek kazanç artışının şans eseri olabileceği gerçeğini dikkate almamaktadır. Yüksek kazanç artışının kendini tekrar etmesi pek olası değildir ve aslında hayal kırıklığına yol açabilmekte. Gelecekteki kazançlar tahmin edilenden daha düşük olduğunda, hisse senedi fiyatı önemli ölçüde düşebilmektedir.

4.4.2.2. Çerçeveleme Eğilimi

Davranışsal finansta çerçeveleme eğilimi, bireylerin sadece gerçeklerle değil, bilgilerin sunulma şekline dayalı bir karar verdiğinde ortaya çıkmaktadır. İki farklı şekilde sunulan aynı gerçekler, bireylerin farklı yargılar veya kararlar vermelerine neden olabilmektedir.

Kahneman ve Tversky'nin Beklenti Teorisi'nde de bireylerin tercih yapacakları zaman kendi kararlarını vermelerinde olayların sunum biçiminden kaynaklanarak değişebileceğini savunmaktadır (Kahneman, 2003: 165). Kahneman ve Tversky, bu eğilimi araştırmak için yaptıkları bir incelemede, insanlara Amerika'da beklenilmedik bir virüs salgını meydana geldiğini ve 600 kişinin ölme tehlikesiyle yüz yüze kaldıkları senaryosu sorulmaktadır. İnsanların hayatlarını kurtarabilmek adına sadece iki yoldan birinin tercih etmeleri istenilmektedir. A programı seçilirse, 200 kişinin hayatı kurtarılacak. B programı seçilirse, 1/3 ihtimal ile 600 kişinin hayatı kurtarılacak iken, 2/3 ihtimal ile hiçkimsenin hayatı kurtarılamayacaktır. 152 kişilik katılımı soruyu cevaplayanların % 28'i B seçeneğini tercih ederken, %72'si A seçeneğini seçerek riskten kaçınmaya çalışmışlardır. Yüksek orandan görüldüğü üzere, 200 kişinin hayatının kurtarılması muhtemel ki cevap veren katılımcıların üzerinde pozitif bir etkiye neden olmakta. Yalnız B seçeneğine baktığımızda ise 600 insanın 1/3 ihtimal ile hayatlarının kurtarılması ($600 \times 1/3 = 200$) 200 kişiye eşit olmaktadır. Yani her iki seçenekte de kurtarılacak insan sayısı aynıdır (Çekiç, 2016: 86; Neyse, 2011: 28). Bu da göstermektedir ki, bireysel yatırım sürecinde, bireye yatırım yapılacak alan veya enstrümanın piyasa koşullarında nasıl bir çerçevede sunulacağı oldukça önemli olmaktadır.

4.4.2.3. Referans Noktası Alma Eğilimi

Referans noktası alma, bir hisse senedinin satın alma fiyatı gibi bilgilerin, o hisse senedi hakkında sonraki kararları almak için sabit bir referans noktası (veya çapa) olarak bilinçaltı kullanımını tanımlayan davranışsal finans tarafından ortaya konan bir eğilimdir. Bu nedenle, önerilen etiket fiyatı 100 Türk lirası ise, aynı ögenin değerini, 50

Türk lirasından daha yüksek tahmin etme olasılığı daha yüksek olmaktadır. Satış, fiyat ve ücret müzakerelerinde çıpa güçlü bir araç olabilmektedir. Araştırmalar, bir müzakerenin başlangıcında bir çıpa koymanın nihai sonuç üzerinde araya giren müzakere sürecinden daha fazla etkiye sahip olabileceğini göstermektedir. Kasıtlı olarak çok yüksek bir başlangıç noktası belirlemek, sonraki tüm karşı tekliflerin aralığını etkilemektedir. Referans noktası alma, satın alma fiyatı veya etiket fiyatı gibi keyfi bir kıyaslama kullanımının kişinin karar verme sürecinde orantısız olarak yüksek bir ağırlık taşıdığı bilişsel bir eğilimdir (Dumludağ, vd., 2015: 80). Kavram, duyguların ve diğer yabancı faktörlerin ekonomik seçimleri nasıl etkilediğini inceleyen davranışsal finans alanının bir parçası olmaktadır.

Yatırım bağlamında, referans noktası alma eğilimine sahip piyasa katılımcılarının, gerçeğe uygun değer tahminlerini esaslardan ziyade orijinal fiyata sabitledikleri için değer kaybetmiş yatırımları tutma eğiliminde olmaktadır. Sonuç olarak, piyasa katılımcıları, hisse senedinin satın alma fiyatına geri döneceği umuduyla yatırımı elinde tutarak daha fazla risk üstlenmektedirler. Piyasa katılımcıları genellikle çapalarının kusurlu olduğunun farkındalar ve sonraki bilgi ve analizleri yansıtmak için ayarlamalar yapmaya çalışmaktadırlar. Bununla birlikte, bu ayarlamalar genellikle orijinal çapaların eğilimini yansıtan sonuçlar üretmektedirler (Küçük, 2014: 110).

Referans noktası alma eğilimi, finansal analist veya yatırımcı gibi bir finansal piyasa katılımcısının, düşük değerli bir yatırım satın almak veya aşırı değerli bir yatırımı satmak gibi yanlış bir finansal karar vermesine neden olabilmektedir. Bu eğilim, satış hacimleri ve emtia fiyatları gibi temel tahmin girdilerinden nakit akışı ve menkul kıymet fiyatları gibi nihai çıktılara kadar finansal karar verme sürecinin herhangi bir yerinde mevcut olabilmektedir. Satın alma fiyatları veya yüksek puanlar gibi tarihsel değerler, ortak çapalardır. Bu, hedef getiri elde etmek veya belirli bir miktarda net gelir elde etmek gibi belirli bir amacı gerçekleştirmek için gerekli değerler için geçerlidir. Bu değerler piyasa fiyatlaması ile ilgisizdir ve piyasa katılımcılarının rasyonel kararları reddetmesine neden olmaktadır (Hayta, 2014: 334).

Günlük yaşamda referans noktası alma eğilimi örnekleri bulmak kolaydır. Bir ürün veya hizmet için müşteriler genellikle bir mağaza tarafından işaretlenen veya bir satış elemanı tarafından önerilen fiyata dayalı bir satış fiyatına bağlanmaktadır. Ürün

için yapılacak başka herhangi bir pazarlık, fiili maliyetinden bağımsız olarak bu rakamla ilgili olmaktadır. Yatırım dünyasında, referans noktası alma eğilimi çeşitli biçimler alabilmektedir. Örneğin, bireyler genellikle bir ürün satın aldıkları fiyata bağlanmaktadır. Bir yatırımcı ABC hissesini 100\$'a satın aldıysa, o zaman aynı hisse senedini ne zaman satacaklarını veya ek alımlar yapacaklarını yargılamak için bu fiyata psikolojik olarak ABC'nin gerçek değerinden bağımsız olarak, onu etkileyen ilgili faktörlerin veya temellerin bir değerlendirmesine dayanarak sabitlenmektedirler.

Başka bir durumda, analistler, tarihsel rakamları dikkate almak yerine belirli bir düzeyde belirli bir endeksin değerine referans alabilmektedir. Örneğin, S&P 500 bir boğa koşusundaysa ve 3.000 değerindeyse, o zaman analistlerin eğilimi, bu endeks için oldukça geniş bir aralığa sahip olan değerlerin standart sapmasını dikkate almak yerine, bu rakama daha yakın değerleri tahmin etmek olacaktır.

4.4.2.4. Ulaşabilirlik Eğilimi

Ulaşabilirlik eğilimi, gelecekle ilgili kararlar alırken aklımıza gelen bilgileri hızlı ve kolay bir şekilde kullanma eğilimimizi göstermektedir (Böyükaslan,2012:108). Bir yatırımcı yatırım yapmak için iki kripto para (A ve B) arasında tercih yapmak için düşündüğünü varsayalım. A kripto parasının projesi güzel olabilir ve ya hacmi de diğerine göre daha fazla olabilir ancak daha önce siber saldırıya maruz kaldıysa ve yazılımında açıklar bulunduyorsa yatırımcı bunu düşünerek A kripto parasına yatırım yapmaya bilir. Burada yatırımcı ulaşabilirlik eğilimi sonucunda karar mekanizmasını daha önceki olaylardan elde ettiği bilgilerle değiştirmektedir.

Ulaşabilirlik eğiliminin keşfedilmesi, birçok farklı akademik ve profesyonel alanda farklı sonuçlara yol açmaktadır. Bu eğilim yönteminin sonuçları, birçok akademisyenin, politika yapıcılarının, iş dünyasının liderlerinin ve medya figürlerinin, çalışmalarının kalitesini ve doğruluğunu iyileştirmek için insanların nasıl düşündükleri ve hareket ettikleriyle ilgili temel varsayımlarını yeniden gözden geçirmeleri gerektiğini göstermektedir. Bu eğilim, kararlarımızı yönlendirmeye yardımcı olan bir "temel kural" veya zihinsel bir kısayol olmaktadır. Bir karar verdiğimizde, ulaşabilirlik eğilimi seçimimizi kolaylaştırmaktadır. Ancak, anılarımız gelecekteki sonuçları tahmin etmek

için gerçekçi modeller olmayabileceğinden, bu eğilim belirli olayların olasılığını doğru bir şekilde yargılama yeteneğimizi zorlaştırmaktadır (Aslan, 2016: 44). Örneğin, bir uçağa binmek üzere olsaydık, kaza yapma olasılığını nasıl hesaplardık? Birçok farklı faktör uçuşumuzun güvenliğini etkileyebilir ve hepsini hesaplamaya çalışmak çok zor olacaktır. İlgili istatistikleri Google'da aratmadıysak, beynimiz merakımızı gidermek için başka bir şeyler yapabilmektedir. Aslında, çoğumuz bunu her gün yapmaktayız.

Ulaşabilirlik eğilimi, finansal yatırım tercihlerinden sonra kazanç ve kayıpların gerçekleşme olasılığını belirlerken olumlu veriler sağlamaktadır. Başka bir deyişle, yatırımcı bireylerin yatırım tahmininde ciddi hatalar yapmasına yol açmaktadır. Psikologlar araştırmalarında, insanların sistematik olarak diğerlerine değil belirli türdeki bilgilere odaklandığı sonucuna varmışlardır. Bireyler, istatistikler ve temel olasılıklar hakkındaki bilgilerden çok, günlük bilgilere dayalı fikirlere değer vermektedirler. (Bolaman, 2011: 55; Döm, 2003: 46).

4.4.3. Kayıptan Kaçınma Eğilimi

Kayıptan kaçınma, davranışsal finasta yatırımcıların kayıptan çok korktukları ve kazanç elde etmekten çok bir kayıptan kaçınmaya odaklandıkları bir eğilimdir. Yatırımcı ne kadar çok kayıp yaşarsa, kayıptan kaçınma eğilimine o kadar yatkın olmaktadır. Kayıptan kaçınma üzerine yapılan araştırmalar, yatırımcıların zararın acısını, kar elde etmenin zevkini hissettiklerinden iki kat daha fazla hissettiklerini göstermektedir. Birçok yatırımcı, gerçekleşene kadar bir kaybı olduğu gibi kabul etmez. Bu nedenle, “gerçek” bir kaybın acısını yaşamamak için, kayıpları artsa bile bir yatırıma tutunmaya devam etme eğilimi göstermekte olurlar. Bunun nedeni, henüz işlemi kapatmadıkları sürece, kayıplarının gerçeğiyle psikolojik veya duygusal olarak yüzleşmekten kaçınabilmeleridir. Bilinçli değilse de bilinçaltında, işlem kapanana kadar kayıp “sayılmaz”. Bunun olumsuz etkisi, elbette, yatırımcıların yatırımlarını kaybetmeleri gerekenden çok daha uzun süre kaybetmeye devam etmeleri ve gerektiğinden çok daha büyük kayıplara uğramalarıdır. Kayıptan kaçınma pratikte böyle görünmektedir. Kayıptan kaçınma eğilimine karşı koymak için, herhangi bir ticarete potansiyel kaybı en aza indirmek için her zaman kesin stop-loss emirlerini kullanmak

gerekmektedir. Riski her zaman sınırlamak için bu tür bir ön taahhüt, kayıptan kaçınma tuzağına düşme eğilimini azaltmaya yardımcı olmaktadır (Döm, 2003: 8).

4.4.3.1. Tutuculuk Eğilimi

Tutuculuk eğilimi, yatırımcılara yeni bilgiler sunulduğunda çok esnek davranmayarak bir görüşe veya tahmine bağlı kalmaları olarak nitelendirilebilmektedir. Örneğin, bir yatırımcının bir şirketin kazançlarıyla ilgili bazı kötü haberler aldığını ve bu haberin önceki ay yayınlanan başka bir kazanç tahminiyle olumsuz olarak çeliştiğini varsayalım. Tutuculuk eğilimi, yatırımcının güncellenmiş bilgilere göre hareket etmek yerine önceki tahminlerden elde edilen izlenimleri sürdürerek yeni bilgilere yeterince tepki vermemesine neden olabilmektedir (Aslan, 2016: 39).

Bir hisse senediyle ilgili haberler değerlerini düşürüyorsa tutuculuk eğiliminde olan bir yatırımcı hisseyi satmak için çok yavaş olabilmektedir. Şirketin son derece iyi beklentileri olduğuna dair önceden var olan görüş, çok uzun sürebilmekte ve çok fazla etki yaratabilmektedir, bu da tutuculuk sergileyen yatırımcının gereğinden fazla para kaybettikten sonra hisse senedini boşaltmasına neden olabilmektedir. Tutuculuk eğiliminde, yatırımcılar yeni bilgilere tepki verirler, ancak bunu genellikle oldukça yavaş yapmaktadırlar. Özellikle bir yatırımcı olarak tahminlere bağlı kalmaktan kaçınmalı ve yeni bilgilere kararlı bir şekilde tepki vermekten emin olmak gerekir (Taner, Akkaya, 2016: 225). Ek olarak, birey çok iyi bir yatırımcı, çok başarılı bir yatırımcı olsa bile, anlaşılması zor ve bilişsel yeteneklerinin ötesinde bilgileri yorumlamaya çalışırken yine de profesyonel tavsiye alması gerekebilmekte, aksi halde gerektiğinde harekete geçmek zor olabilmektedir. Bu nedenle, yeni finansal bilgiler sunulduğunda, bu bilginin tahmini gerçekten nasıl etkilediğini veya tahmini nasıl tehlikeye attığını sorgulamak gerekmektedir. Bu sorular dürüstçe cevaplanabilirse, o zaman tutuculuk eğilimini çok iyi bir şekilde ele alınmış olur.

4.4.3.2. Zihinsel Muhasebe

Zihinsel muhasebe, Richard Thaler'in çalışmasıyla ilişkili bir kavramdır. Thaler'e göre, insanlar değeri mutlak terimlerden ziyade göreceli olarak düşünmektedirler. Zihinsel muhasebe, bireyler ve haneler tarafından finansal faaliyetleri düzenlemek, değerlendirmek ve takip etmek için kullanılan bilişsel bir eğilimdir ve insanların zihinsel muhasebe faaliyetlerine nasıl katıldıkları hakkındaki mevcut bilgimizi özetlemektedir. Zihinsel muhasebe teorisine göre, insanlar parayı resmi muhasebede olduğu gibi “sonuç” açısından düşünmek yerine, paranın kökeni ve kullanım amacı gibi faktörlere bağlı olarak farklı şekilde ele almaktadırlar. Thaler, zihinsel muhasebeyi 3 kategoride incelemektedir (Thaler, 1999):

- Öncelikle sonuçların nasıl algılandığını ve deneyimlendiğini ve kararların nasıl alındığını ve ardından nasıl değerlendirildiğini araştırarak girdilerin hem önceden hem de sonradan fayda-maliyet analizleri olmasını sağlamaktadır.
- Faaliyetlerin belirli hesaplara atanmasını içermektedir. Hem gerçek hem de zihinsel muhasebe sistemlerinde fonların kaynakları ve kullanımları etiketlenmektedir. Harcamalar kategorilere ayrılır (konut, yiyecek vb.) ve bazen örtülü veya açık bütçelerle kısıtlanmaktadır.
- Hesapların değerlendirilme sıklığı ve seçimlerin sınıflandırılması ile ilgilidir. Hesaplar günlük, haftalık, yıllık vb. denkleştirilebilmekte ve dar veya geniş olarak tanımlanabilmektedir. Sonuç olarak, zihinsel muhasebe seçimi etkilemektedir .

4.4.3.3 Kumarbaz Eğilimi

Kumarbaz eğilimi, geçmişten gelen bilgilere dayanarak gelecekteki olayları tahmin eden yatırımcıların davranışdır. Yatırımcılar, bir şey bir süre içinde normalden daha sık olursa, gelecekte daha az sıklıkta olacağına veya bir şey bir süre içinde normalden daha az sıklıkta olursa, gelecekte daha sık olacağına inanmaktadırlar. Bu fırsatları yorumlayabilmek, yatırımcının irrasyonel davranmasını sağlamaktadır. Kumarbaz eğilimi terimi, bazı kişilerin bağımsız olayların birbiriyle ilişkili olduğuna dair yanlış inancını ifade etmektedir. Örneğin, bir rulet veya piyango oyuncusu, önceki

turda ortaya çıkan bir sayı üzerine bahis oynamayı tercih etmeyebilir. İnsanlar genellikle birbirini izleyen sayıların birbiriyle alakasız olduğunun farkında olsalar da, içgüdüleri onlara aksini söyleyebilmektedir (Rogers, 1998: 113).

Kumarbaz eğiliminde olan yatırımcılar, yatırım kararlarını geçmişteki olayların gözlemlerine dayanarak belirlemektedir. Geçmişten gelen olaylar, yatırımcıların yatırım kararlarını belirlemeleri için genellikle bir referans rolü oynamaktadır. Bir yatırımcı önceki dönemde birkaç kez getiri elde ettiğinde, yatırımcı gelecekteki yatırım seviyesini düşürme eğiliminde olmaktadır. Yükseliş trendi sırasında ise, kumarbaz eğilimine sahip yatırımcılar, daha önce fiyat artışları yaşamış hisseleri satın almaktan kaçınma eğiliminde olacaktır. Gelecek dönemlerde daha büyük bir fiyat düşüşü olacağı varsayımıyla tersine, bir düşüş trendi oluştuğunda, gelecek dönemlerde daha büyük bir fiyat artışı olacağını varsayarak daha önce fiyat düşüşü yaşayan hisseleri satın alma eğiliminde olacaktır (Djojopranoto, Mahadwartha, 2016: 151).

4.4.4. Duygusal Eğilimler

Duygusal eğilimler, önemli bir karar alınırken kendiliğinden ve doğal olarak ortaya çıkmaktadır. Bu eğilimler, genellikle bir yatırımcının kişisel deneyimleri nedeniyle olabilmektedir. Bireyler duyguları doğru zamanda daha koruyucu bir karar vermek için kullanabildikleri için, duygusal kararlar vermek her zaman kötü değildir. Ancak bu kararlar bilimsel değildir ve bu nedenle başarısı karardan karara ve yatırımcıdan yatırımcıya farklılık göstermektedir. Duygusal eğilimler bireylerde pişmanlıktan kaçınma, belirsizlikten kaçınma ve otokontrol eğilimi olarak ortaya çıkmaktadır.

4.4.4.1. Pişmanlıktan Kaçınma Eğilimi

Pişmanlıktan kaçınma davranışsal finans tarafından incelenen konulardan biridir. Pişmanlık, erken kararın kötü bir karar haline gelmesiyle ortaya çıkan duygusal bir acıdır. Beklenti teorisine göre kayıpların acısı, kazanmanın sevincinden daha fazladır. Bu nedenle yatırımcılar gelecekte pişmanlık yaratacak faaliyetlerden kaçınma

eğiliminde olmaktadır. Başka bir deyişle, insanlar pişmanlık yaratan eylemlerden kaçınırlar ve gurur uyandıran eylemler arama yollarına girerler. Bu, finans literatüründe pişmanlıktan kaçınma olarak adlandırılmaktadır. Pişmanlıktan kaçınma birçok yatırım hatasına yol açmaktadır. Örneğin pişmanlıktan kaçınma eğiliminde olan yatırımcı, yatırım seçenekleri konusunda çok tutucu olabilir veya sürü davranışı sergileyebilir. Yatırımcılar kararlarının sonradan yanlış çıkacağından korktuklarında pişmanlıktan kaçınma eğilimi sergilerler. Pişmanlıktan korkan bireyler, hem ihmal hem de gözden kaçırma hatalarının sonuçlarından korkabilmekteler (Seiler vd., 2008: 470).

4.4.4.2. Belirsizlikten Kaçınma Eğilimi

Belirsizlikten kaçınma eğilimi riskleri bilinmeyen risklere kıyasla, bilineni bilinmeyene tercih etme eğilimidir. Örneğin, iki bahis arasında seçim yaparken, oranlar düşük olsa bile, oranlarını bilmediğimiz bahislerden ziyade, oranlarını bildiğimiz bahsi seçmemiz daha olasıdır. Bu isteksizlik, Ellsberg Paradoksu aracılığıyla dikkatleri üzerine çekmiştir. Her birinde 100 kırmızı ve siyah bilye karışımı olan iki torba olduğunu varsayalım. Bir karar vericiden, kırmızı çekilirse 100 \$ kazanma şansı olan iki torbadan birinden bir top çekmesi istenir. Bir torbada karar verici, parçaların tam olarak yarısının kırmızı yarısının siyah olduğunu bilir. İkinci torbadaki parçaların renk karışımı bilinmiyor. Belirsizlikten kaçınma nedeniyle, karar vericiler, bilinmeyen karışımdan ziyade bilinen karışımla torbadan çekim yapmayı tercih ederler (Ellsberg, 1961: 662).

4.4.4.3. Otokontrol Eğilimi

Otokontrol eğiliminde olan bireyler, daha kısa kilitlenme süreleri olan yatırımları tercih etmektedir. Çoğu zaman bu, bazı daha iyi yatırım tekliflerini görmezden geldikleri anlamına gelir çünkü paralarının daha uzun bir süre kilitli kalacağı anlamına gelmektedir. Bu eğilim, yatırımcıların yarın için tasarruf etme pahasına bugün daha fazla harcamasına neden olabilmektedir (Kojabad, 2012: 55). Bu nedenle, bireyler kayıp zamanı telafi etmek için portföylerinde sıklıkla uygun olmayan derecelerde riske girmekteler. Otokontrol eğilimi, yatırımcıların emeklilik için plan yapmamasına da

neden olabilmektedir. Emeklilik planı yapmayan kişilerin, plan yapanlara göre güvenli bir şekilde emekli olma olasılığının çok daha düşük olduğu bilinmektedir. Aynı zamanda emeklilik planı yapmayan kişilerin hisse senetlerine yatırım yapma olasılıklarının da daha düşük olduğunu görülmektedir. (Böyükaslan, 2012: 113; Yaşar, 2008: 81).

Otokontrol eğilimi, varlık tahsisi dengesizliği sorunlarına neden olabilmektedir. Örneğin bazı yatırımcılar “bugün harca” mantığından dolayı gelir getiren varlıkları tercih edebilirler. Bu davranış, uzun vadeli servet için tehlikeli olabilir, çünkü çok fazla gelir getiren varlık, bir portföyün enflasyona ayak uydurmasını engelleyebilmektedir. Diğer yatırımcılar, risk almayı sevdikleri ve davranışlarını kontrol edemedikleri için tahviller yerine hisse senetleri gibi farklı varlık sınıflarını tercih edebilmektedirler. Bu eğilim, yatırımcıların faizin birleştirilmesi, dolar maliyeti ortalaması ve buna bağlı kalındığında önemli uzun vadeli servet yaratmaya yardımcı olabilecek benzer disiplin davranışları gibi temel finansal ilkeleri gözden kaçırmalarına neden olabilmektedir (Yaşar, 2008: 84).

4.4.5. Sosyal Eğilimler

İnsanlar sosyal varlıklardır. Yüzyıllar boyunca beyinlerimiz daha büyük grubun eylemlerine uyum sağlamak üzere kodlanmıştır. Bunun nedeni, eski zamanlarda bir kişinin bir grup içinde olmaması durumunda hayatta kalma olasılığının olumsuz etkilenmesidir. Bu zihniyet, atalarımızın vahşi doğada hayatta kalmasına yardımcı olmuş olabilir (Böyükaslan, 2012: 119). Ancak, finansal piyasalar söz konusu olduğunda, faydası sınırlı olmaktadır. Bu bölümde, sürü davranışı ve bilgi çağlayanı eğilimlerinin ne olduğuna ve yatırımcıların borsadaki çıkarlarını nasıl olumsuz etkilediğine daha yakından incelenmektedir.

4.4.5.1. Sürü Davranışı

Sürü davranışı, daha büyük grubun eylemlerini onaylama eğilimi olarak tanımlanabilir. Bu eğilim, birçok nedenden kaynaklanabilir. Ancak sürü davranışı

zihniyetinin nihai sonucu, çok sayıda yatırımcının aynı anda aynı şekilde hareket etmesidir (Özcan, 2011: 54). Hisse senedi piyasalarında sürü zihniyeti oynaklık şeklinde kendini göstermektedir. Çok sayıda birey aynı anda piyasaya girmeye veya piyasadan çıkmaya çalıştığı için fiyatlar aniden yükselmekte veya düşmektedir. Sürü davranışına neden olan çeşitli nedenler vardır. En belirgin olanı bilgi eksikliğidir. Gelişmekte olan birçok piyasada yatırımcılar, bilginin genellikle asimetrik bir şekilde dağıtıldığının farkındadır. Bu nedenle, onlardan daha iyi bilgiye sahip birinin ticaret yapma olasılığı her zaman vardır (Tufan, 2008: 68). Bu bilgi eksikliği, yatırımcılar arasında dolaylı olarak bir sürü etkisi yaratan bir güven eksikliği yaratmaktadır. Örneğin, sürü davranışı spekülative faaliyetin sonucu olabilmektedir. Yatırımcı, hisse senedinin gerçek değerinin ne olduğu hakkında hiçbir fikri olmadığı için, sadece piyasayı zamanlamaya çalışmaktadır. Bu da sürü davranışına neden olmaktadır. Bazı durumlarda, sürü davranışı, akran baskısı olarak da bilinen uyum sağlama baskısının bir sonucu olmaktadır.

Başarılı yatırımcılar sürüyü takip ederek başarılı olmamaktalar. Bunun yerine sürü zihniyetinin yarattığı boşluklardan yararlanarak başarıya ulaşmaktalar. Değer yatırımının altında yatan teori, sürü zihniyetinin bir sonucu olarak düşük fiyatlı hale gelen hisse senetlerine karşı dikkatli olunması gerekmektedir. Yatırımcılar, onaylama arzusuna dayalı duygusal kararlar vermek yerine, gerçeklere dayalı rasyonel kararlar vermelidir. Birçok yatırımcı, sürü zihniyetinden kaçınmak için pasif yatırım yapmayı tercih etmektedir. Sakinliklerini korumalarına ve rasyonel kararlar almalarına yardımcı olduğu için piyasa ile aralarındaki mesafeyi korumaktadırlar. Sonuç olarak, sürü davranışı eğilimi, tüm davranışsal eğilim türleri arasında gerçekten en kötüsü olabilmektedir. Yatırımcıların bu önyargıyı yönetmesi gerekmektedir, aksi takdirde net değerleri üzerinde ciddi olumsuz etkisi olabilmektedir.

4.4.5.2. Bilgi Çağlayanı

Bireyler sosyal ve ekonomik konularda başkalarının kararlarından kolayca etkilenmektedirler. Bir konuda bilgi kısıtlı olduğunda bu durum daha çok kendini göstermektedir. Bilgi çağlayanı eğiliminde bireylerin kendi özel bilgilerini aktif olarak

görmezden gelerek kendilerinden öncekilerin kararlarını taklit etmektedirler. Bilgi çağlayanında, karara güçlü bir inanç vardır ve bu inanç o kadar güçlüdür ki, bireyin sahip olduğu hiçbir sinyal o anda geçerli olan inanca ağır basacak kadar güçlü değildir. Bu nedenle, bireysel davranış artık bilgilendirici olmadığı için sosyal öğrenme zirvededir. Bilgi çağlayanı eğiliminde olan bireyler daha istikrarlı olmaktadır. Bilgi çağlayanı eğiliminde olan bireylerin daha istikrarlı olmasının nedeni, bilginin inanca dayalı olduğu fikrine dayanmaktadır. Sinyallerin halihazırda var olan davranış modelini değiştirmesi çok zor olmaktadır. Bu bulgular, heveslerin ve kitle davranışının altında yatan teoriyi ortaya koymaktadır (Ertan, 2007: 48).

Bu eğilim birkaç evrede gerçekleşmektedir. Sıradan bir hisse senedi değerinin herhangi bir iktisadi olayla izah edilemeyecek şekilde yükselmesi ya da düşmesi durumunda, bilgi çağlayanı eğiliminde olan yatırımcılar diğer fenomen yatırımcıların farklı bir bilgi edindiklerini, bu fiyat yükselmesini veya düşmesini diğer yatırımcıların alışlarından veya satışlarından kaynaklandığı düşünmektedirler. Yatırımcılar bu fikirlere dayanarak alım satım yaparak hisse senedi fiyatının yükselmeye veya düşmeye devam etmesine neden olmaktadır. Bu yeni hareketin, yukarı veya aşağı trendin devam edeceğini ve haklı olarak hareket edilmesi gerektiğini düşünen, şimdiye kadar bilgi çağlayanı eğiliminden etkilenmeyen başka yatırımcılar işleme girmektedir. Bu nedenle, fiyat tekrar yükselir veya düşer. Artan veya düşen fiyatlar süreci, yeni yatırımcıların kademeli şekilde bilgi çağlayanı kapılmasıyla bir süre devam etmektedir. (Özan, 2010: 99).

5. Geleneksel Finans ve Davranışsal Finans Metodolojilerinin Karşılaştırmalı Analizi

Literatür, davranışsal ekonomiyi, psikolojik çalışmaların sonuçlarını ve diğer sosyal bilimler ve biyolojiden elde edilen sonuçları yansıtan, insan davranışının varsayımlarına dayanan bir ekonomi dalı olarak sunmaktadır. Ekonomik karar vermede bireylerin bilişsel yetenekleri ve duygusal tepkileri hakkında adil tanımlayıcı hipotezler sağlamayı amaçlar, hem kurumsal kuralları hem de sosyal etkileşim normlarını belirleyen kurumları ve ayrıca belirli koşulların bağlamını analize entegre etmektedir. (Schwartz

2007: 4). Ayrıca davranışsal ekonomi, insanların neden her zaman bencil davranmadıklarını, neden her zaman ekonomik açıdan en rasyonel davranmadıklarını veya bazı nesnelere aynı değere sahip diğer nesnelerden neden daha yüksek bir değer atfettiklerini açıklamaya çalışmaktadır (Frank 2006: 231-256). Bu doğrultuda, Nobel ödüllü Gary Becker Davranışsal ekonominin bir takipçisi olmasa da "davranış incelenirken artık gelire veya fiyatlara değil, zevklerdeki değişikliklere bakılması gerektiğini" söylemektedir (Becker 1998: 139). Davranışsal iktisatçılar, psikolojiden ödünç alınan karar verme modelleri ile geleneksel fikirleri genişletmeyi ve geliştirmeyi önermektedirler.

Geleneksel modele göre insanlar kapsamlı bir bağlamda kararlar alırlar, tercihlerini bilirler, seçimleri her zaman rasyonel olmaktadır. Geleneksel model tahminlerine ek olarak, duygular, girişken ruh, pazarlama manipülasyonu veya bireylerin farklı olasılıkları tahmin edememesi ile sınırlanabilecek insan rasyonelliğinin tüm dalgalanmalarını hesaba katan davranışsal ekonomi gelmektedir. Davranışsal iktisatçılara göre, insanlar başarısızlık ve pişmanlık korkusundan çeşitli şekillerde etkilenmekte ve başarısız olduklarını hissetmek gibi küçük bir riskten kaçınmak için genellikle bazı faydalardan vazgeçmektedirler. Örneğin Dan Ariely, bireylerin çevrelerindeki şeyleri başkalarıyla ilişki içinde yorumladıklarını ve düşüncede özerkliğe sahip olmadıklarını savunmaktadır. Dahası, sosyal standartların ve ekonomik normların belirli kombinasyonlarına uyulmasını gerektiren durumlarla karşı karşıya kaldıklarında rasyonel kararlar vermekte zorlanmaktadır (Ariely, 2010: 87). Herbert Simon, psikoloji ve ekonomi arasında bir yeniden birleşme olduğunu öne sürdü ve geleneksel ekonominin temel varsayımlarına, rasyonel seçim teorisine taban tabana zıt olan, genel olarak kişilerin ve özel olarak piyasaların sınırlı rasyonelliği kavramını desteklemekteydi. Ona göre, bireyler bilgiyi işlemek için sınırlı bir kapasiteye sahip olmaktadır. Neoklasik iktisatçılar gibi tek tip, sübjektif değildirler ve mevcut tüm bilgileri hesaba katmamaktadırlar. Simon, sosyal bilimlerin ana görevinin ve hatta meşruiyetin ana kaynaklarından birinin, doğal olarak üretilen bilginin davranışının irrasyonel açıklamalarıyla rasyonel açıklamaları ikame etmeye çalışmak olduğunu takdir eden Weber ve Popper'a atıfta bulunarak kavramın neden önemli olduğunu açıklamaktadır (Simon ve diğerleri, : 126). Ayrıca, mükemmel bir bilgi olmadığını, bunun da tüm ekonomik faaliyetlerin risk içerdiği anlamına geldiğini savunmaktadır.

Geleneksel modelin temsilcisi Neoklasik akım çok sayıda araştırmacıyı cezbetmektedir, ancak bazılarının araştırmaları, onlara ilham veren neoklasik teorilerle çelişen sonuçlara yol açmaktadır. Güçlü, diğer taraftan gelen eleştirmenler de. John M. Keynes, İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisinde birçok kez argüman olarak “hayvan içgüdüleri”, “kendiliğinden iyimserlik”, “para yanılsaması”, “hata yapmada inatçılık eğilimi” ve diğer sosyal-psikolojik özellikleri kullanmaktadır. “Homo Economicus”u optimize etme anlayışına bağlı kalın. Fr. Von Hayek, aynı zamanda, rasyonel davranışın, genellikle öyle sunulsa da, iktisat teorisinde bir ön koşul olmadığını vurgulamaktadır (Hayek, 1998: 98). 20. yüzyılın ikinci yarısında, rasyonellik ilkelerinin gerçekçi olmadığına ve ekonomik teori evriminin önemli ölçüde insan evrimini öngördüğüne dair yeterli kanıt ortaya çıkmaktadır. Bu, ekonominin diğer davranış bilimleriyle bağlantısını kademeli olarak yeniden kurar ve araştırmacıların dikkatini gerçek davranışa ve psikolojinin düşünme, problem çözme ve karar verme gibi alanlardaki yeni kazanımlara yönlendirmektedir.

1980 öncesinde finans literatüründe Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma Modeli, Etkin Piyasa hipotezi, Arbitraj Fiyatlandırma Teorisi ve Black-Schooles Opsiyon Fiyatlandırma Modeli gibi geleneksel finans teorileri, finansal piyasa davranışının yeterli bir açıklaması olarak kabul edilmekteydi. Ancak, davranışsallığın doğuşu olarak nitelendirebileceğimiz 1980 senesi sonrasında, bu teoriler piyasaların davranışını tam olarak açıklamakta başarısız oldu. Bu geleneksel teorilerin finansı açıklayamamasının nedenlerinden biri, dayandıkları hatalı varsayımlar olmaktadır. Geleneksel finans ve yatırımcı rasyonalitesi ve piyasa etkinliği varsayımlarına psikologlar (Khaneman&Tversky, 1979) ve ekonomistler (Thaler, 1985; Shefrin ve Statman, 1985; Shiller, 2003; Statman, 1995, 2008, 2014) tarafından tamamen olmasa da varsayımların kabulü açısından reddedilmekteydi. Ayrıca, son birkaç on yılda, finans alanındaki geleneksel teorilerin geçerliliğini sorgulayan birçok anormallik tespit edilmekteydi. Davranışsal finans, bu anomalilerin alternatif bir açıklaması olarak ortaya çıkmaktadır. Davranışsal finansın geçerliliği ve kabul edilebilirliği artsa da, kabul gören geleneksel finans bilim adamları ile yaklaşmakta olan davranışsal finans akademisyenleri arasında hala anlaşmazlık varlığını sürdürmektedir.

Neoklasik iktisatın hakim olduğu 1980 öncesinde, geleneksel finanstaki Miller ve Modigliani'nin (1950) Arbitraj Fiyatlandırma Modeli, Markowitz'in (1952) Portföy İlkeleri, Eugene Fama'nın (1970) Etkin Piyasa Hipotezi, Treynor, Lintner, ve Sharpe'nin (1962,1964,1965) Sermaye Fiyatlandırma Teorisi, Schooles ve Merton'un (1973) Opsiyon Fiyatlandırma Teorisi bireylerin rasyonel olduğu, piyasaların verimli olduğu, bireylerin portföylerinin ortalama varyans kurallarına göre tasarladığı, yatırımların beklenen getirileri, standart varlık fiyatlandırması ile tanımlandığı ve beklenen getirilerdeki farklılıkların sadece risk farklılıkları tarafından belirlenmekte olduğu varsayımına dayanmaktadır. 1980sonrasında ise artık davranışsal finansın literatürde hakimiyet kurmasıyla beraber bireylerin irrasyonel olduğu, piyasaların her zaman verimli olmadığı, bireylerin portföylerini davranışsal portföy teorisi kurallarına göre tasarladığı, yatırımların beklenen getirileri, beklenen getirilerdeki farklılıkların risk farklılıklarından daha fazlası tarafından belirlendiği davranışsal varlık fiyatlandırma teorisi ile tanımlandığı varsayımları kabul görmüştür. Bu varsayımlar geleneksel finans teorilerine tamamen zıt olmakla beraber finans kavramına yeni bir boyut kazandırmaktadır. Tablo 1, standart bireysel seçim teorisi, yani beklenen fayda teorisi ile başlayan ve ardından Markowitz portföy modeli ve sermaye varlık fiyatlandırma modeli olan varlık fiyatlandırma teorilerindeki klasik modeller ile başlayan bu klasik araştırmacıların özetini sunmaktadır. Tartışma, en çok atıfta bulunulan ve aynı derecede eleştirilen teorilerden biri olan etkin piyasa hipotezi ile sona ermektedir.

Tablo 1. Geleneksel İktisat Teorisyenleri ve Teorileri

Yazar(lar)	Yıl	Teori/Model
John Stuart Mill	1844	Ekonomik İnsan Kavramı veya Homo Economicus
Bernoulli	1738, 1954	Beklenen Fayda Teorisi
Von Neumann ve Morgenstern	1944	
Harry Markowitz	1952	Markowitz Portföy Teorisi
Treynor, Sharpe ve Lintner	1962,1964, 1965	Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma Modeli

Jan Mossin	1966	
Eugene Fama	1970	Etkin Piyasalar Hipotezi

Kaynak: Çopur,2015:3

Beklenen Fayda Teorisi (Bernoulli, 1738, 1954; Von Neumann & Morgenstern, 1944), piyasa katılımcılarının mevcut alternatiflerin beklenen fayda değerlerini karşılaştırarak kararlarını risk altında aldıklarını belirtmektedir. Rasyonel yatırımcılar, ilgili olasılıklarla çarpılan fayda değerlerinin ağırlıklı toplamı olarak hesaplanan beklenen faydalarını maksimize etmek için hareket etmektedirler. Karar verici bireyleri riskten kaçınan, riske karşı nötr ve riski seven bireyler olarak sınıflandırmaktadır. Aynı fayda miktarı için riskten kaçınan bir kişi, riski seven bir kişiden daha az risk almak istemektedir. Bu teori risk toleranslarına göre yatırımcıların davranışları arasındaki farkı açıklamaktadır. Teori, beklenen fayda teorisi gibi varyantlarıyla birlikte, risk altında karar vermede finansal literatürde onlarca yıldır en çok kabul gören teoriydi (Savage, 1964). Aktörlerin rasyonelliği varsayımının yanı sıra, standart finans teorilerinin temelini oluşturan birkaç teori geliştirildi. Bunlar arasında baskın olan teoriler Markowitz portföy teorisi ve Sermaye Varlık Fiyatlama Modeliydi. Markowitz (1952), portföy seçim teorisinde birkaç riskli menkul kıymet ve risksiz bir varlık seçerek optimal portföy oluşturma sürecini tanımlamaktadır. Belirli bir risk tutarı için portföyün beklenen getirisini maksimize etmek veya belirli bir miktarda beklenen getiri için riski en aza indirmekle ilgilenmektedir. En uygun risk-getiri fırsatına sahip menkul kıymetleri seçerek portföy çeşitlendirmesine yardımcı olmaktadır. Markowitz portföy teorisi, finanstaki en merkezi varlık fiyatlandırma modellerinden biri olan sermaye varlık fiyatlandırma modelinin temelini oluşturmaktadır. Bu teori, Sharpe (1964), Lintner (1965) ve Mossin (1966) tarafından daha da geliştirilmiştir. Bu modelden türetilen bir varlığın beklenen getirisi, adil veya karşılaştırmalı getiri tahmini sağlamaktadır. Ayrıca, yatırımcıların henüz borsada işlem görmemiş menkul kıymetlerin beklenen getirisi hakkında eğilimli bir tahminde bulunmalarına yardımcı olmaktadır (Bodie ve diğ: 2009). Bu teorinin temel varsayımları:

- Piyasada her biri, tüm yatırımcıların toplam servetiyle karşılaştırıldığında küçük olan belirli bir servet miktarına sahip birçok kişi olduğunu düşünülmektedir. Yatırımcıların fiyat alıcı olduğu ve menkul kıymet fiyatlarının yaptıkları işlemlerden etkilenmediği piyasada tam rekabet hakim olmaktadır.
- Yatırımcılar, getiriler için herhangi bir vergi ödemezler ve menkul kıymet alım satımında herhangi bir işlem maliyeti yoktur.
- Tüm yatırımcılar rasyoneldir ve kişisel portföylerinin risk-getiri dengesini optimize etmeye çalışmaktadırlar.
- Yatırımcılar, menkul kıymetler piyasası ile ilgili tüm bilgileri içerdiği için verimli olduğu düşünülen piyasa portföyünü taklit etmeye çalışırlar. Bu nedenle, piyasa portföyündeki tüm menkul kıymetler makul fiyatlıdır.
- Yatırımcılar olabildiğince birbirine benzer ve menkul kıymetleri aynı şekilde analiz ederler, yani homojen beklentilere sahip olmaktadır.

Daha önce de incelediğimiz geleneksel finans teorilerinden olan ve Eugene Fama'nın yazmış olduğu Etkin Piyasalar Hipotezinde de yatırımcıların rasyonel olduğu varsayılmaktadır. Bu nedenle, mevcut tüm bilgileri içeren menkul kıymetlere rasyonel olarak değer vermektedirler. Varsa, irrasyonel yatırımcılar rastgele ticaret yaparlar; bu nedenle işlemleri fiyatları etkilemeden birbirini iptal etmektedir. Ayrıca irrasyonel yatırımcıların fiyatlar üzerindeki etkisi de arbitrajörlerin alım satım faaliyetleri ile ortadan kaldırılmaktadır (Fama,1970). Çok uzun bir süre boyunca bu teoriler, yatırımcı ve piyasa davranışı için nihai açıklama olarak kabul edilmiştir. Bununla birlikte, geleneksel teorilerin gerçek piyasa koşullarında önemli ölçüde ihlal edildiğini gözlemlemektedir. Bu teorilerin aşırı basitleştirilmiş varsayımlara dayandığını kabul edilmeye başlanılmaktadır. Temelleri, piyasa katılımcılarının gerçekte nasıl davrandıklarından ziyade nasıl davranmaları gerektiği üzerine kurulu olmaktadır. Bu, yatırımcıların mantıksızlıklarını ve önyargılarını etkileyen davranışsal finansın ortaya çıkmasına neden olmaktadır.

Yukarıda bahsedilen literatür, standart finans teorilerinin tek başına hisse senedi piyasalarının anormalliklerini açıklayamadığını doğrulamaktadır. Son zamanlarda araştırmacılar, hisse senedi piyasalarının işleyişine dair daha gerçekçi bir anlayış elde etmek için davranışsal faktörleri geleneksel teorilere dahil etmenin önemini fark

etmektedirler. Bu araştırmalar, diğerk çeşitli önemli katkılarla birlikte Tablo 2'de özetlenmektedir.

Tablo 2. Davranışsal İktisat Teorisyenleri ve Teorileri

Yazar(lar)	Yıl	Teori/Model
Herbert Simon	1955	Sınırlı Rasyonelite Modeli
Festinger, Riecken ve Schachter	1956	Bilişsel Uyumsuzluk Teorisi
Kahneman ve Tversky	1979	Beklenti Teorisi
Tversky ve Kahneman	1981	Çerçeveleme Eğilimi
Richard Thaler	1985	Zihinsel Muhasebe
De Bondt and Thaler	1985	Borsalarda Aşırı Tepki Teorisi
Barberis, Shleifer ve Vishny	1998	Hisse Senedi Fiyatlarının Düşük Ve Aşırı Tepkisi İçin Yatırımcı Duyarlılığı Modeli
Meir Statman	1999	Davranışsal Varlık Fiyatlandırma Teorisi ve Davranışsal Portföy Teorisi
Andrei Shleifer	2000	Hisse Senedi Piyasalarının Verimsiz Olduğunu Bulmak İçin Davranışsal Finansın Etkin Piyasa Hipotezi İle Bağlantısı
Barberis, Huang and Santos	2001	Varlık Fiyatlarına Beklenti Teorisinin Dahil Edilmesi
Grinblatt ve Keloharju	2001	Yatırım Davranışını Belirlemede Davranışsal

		Faktörlerin Rolü
Hubert Fromlet	2001	Davranışsal Finansın Önemi. 'Homo Economicus' Veya Geleneksel Paradigmadan Daha Gerçekçi Paradigmaya Vurgu
Barberis and Thaler	2003	Davranışsal Finans Araştırması
Coval and Shumway	2006	Davranışsal Önyargıların Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi

Kaynak: Çopur,2015:12.

Davranışsal finans üzerine birçok çalışma yapılmıştır. Bununla birlikte, davranışsal finans alanı o kadar zengindir ki, farklı bağlamlarda keşfedilmeyi bekleyen çeşitli boyutları vardır. Bu bağlamda davranışsal finans alanında yapılmış ve en çok atıfta bulunulan bazı çalışmalar yayınlandığı dergi, veri analizi için benimsenen metodoloji ve bulguları aşağıdaki tabloda verilmektedir. Tablo 3 sayesinde bireylerin yatırım kararları alırken geleneksel finanstan farklı olarak rasyonel davranmadıkları, hatalara açık olduğu, piyasanın her zaman dengede olmadığı ve bireylerin her zaman tam bilgiye sahip olmadıkları görülmektedir. Bu bağlamda davranışsal finansın literatüre irrasyonelite, önyargılar ve başka kavramları kattığını söyleyebilmemiz mümkün olmaktadır.

Tablo 3. Davranışsal Finans Hakkında Yazılmış Bazı Çalışmalar ve Bulguları

Yazar(lar) ve Yılı	Çalışmanın İsmi	Yayınlandığı Dergi	Veri Analizi İçin Benimsenen Metodoloji/Araçlar	Bulgular
Thaler (1985)	Zihinsel Muhasebe ve Tüketici tercihi	“Marketing Science”	Teorik Kavram	Bu çalışma literatüre üç farklı alanda yeni

				kavramlar getirmiştir: kodlama, kazançlar ve kayıplar, satın almaların değerlendirilmesi ve bütçe kuralları.
Shefrin ve Statman (1985)	Kazananları Çok Erken Satma ve Kaybedenleri Çok Uzun Tutma Eğilimi: Teori ve Kanıt.	“The journal of Finance”	t-istatistik	Bu çalışmada zihinsel muhasebe, pişmanlıktan kaçınma, öz kontrol ve vergi değerlendirmeleri gibi unsurların varlığı saptanmıştır.
Gervais ve Odean (2001)	Aşırı Güvenli Olmayı Öğrenmek	The Review of financial studies	Çok Dönemli Piyasa Modeli	Yatırımcıların beklenen aşırı güvenleri, ilk birkaç işlem döneminde artar ve ardından düşer. Aşırı güven, yatırımcıları zengin yapmaz, ancak zengin olma süreci, yatırımcıları aşırı kendine güvenir hale getirebilir sonucuna ulaşmıştır.
Shiller (2003)	Etkin Piyasa Teorisinden Davranışsal Finansa	The journal of economic perspectives	Teorik Kavram	Çalışmada Eugene Fama'nın Etkin Piyasalar Hipotezi, iki temel nedenden dolayı kusurlu bulunmuştur. İlki, keşfedilen anormalliklerin, yatırımcılar tarafından aşırı tepki olarak sıklıkla tepki altında görünme eğiliminde olmaktadır. İkincisi, anormalliklerin ya

				zaman geçtikçe ya da çalışmaların metodolojisi geliştikçe kaybolma eğiliminde olmaktadır.
Sewell (2010)	Davranışsal Finans	University of Cambridge	Literatür Araştırması	Bu çalışmanın sonucunda Davranışsal finansın sadece yatırımcılar hakkında açıklama yapmakla kalmadığını, aynı zamanda piyasaların neden ve nasıl verimsiz olabileceğini de açıklamaktadır.
DeBondt (2010)	Davranışsal finans bize finans hakkında ne öğretebilir?	Qualitative Research in Financial Markets	Literatür Araştırması	Bu makale, davranışsal finans araştırmasının finans endüstrisine katkıda bulunabileceği sayısız faydanın altını çizmektedir, ancak aynı zamanda davranışsal finans araştırmasının kullanılması söz konusu olduğunda akademik ve profesyonel dünya arasında bariz bir farklılık var olduğunu söylemektedir.
Bhandari ve Deaves (2010)	Aşırı Güvenin Demografisi	Journal of Behavioral Finance	Standart Sapma	Bu çalışmada davranışsal finansın bahsettiği aşırı güven eğilimi demografik açıdan araştırılmış ve sonuç olarak yüksek eğitimli

				erkeklerin daha yüksek bir bilgi düzeyine sahip olmadığı ve aşırı güven eğilimine daha fazla maruz kaldığı sonucuna varılmıştır.
Alghalith, Floros, ve Dukharan (2012)	Davranışsal Finasta baskın teori ve varsayımların test edilmesi	The Journal of risk finance	Beklenti teorisini test etmek için alternatif bir model tanıtılmaktadır	Bu çalışmada yatırımcıların risk aradığı; optimal portföy tercihlere bağlı olmadığı ve tercihlerin servet/getiri üzerinde olumlu bir etkisi olmadığı sonucuna varılmıştır. Bu sonuç da geleneksel finansın geçerliliğini negatif kılmaktadır.
Sahi (2013)	Finansal memnuniyetin demografik ve sosyoekonomik belirleyicileri Hindistan'daki bireysel yatırımcıların SECA segmenti üzerine bir çalışma	International Journal of Social Economics	Tek yönlü Anova, t-testi ve Korelasyon	Bu çalışmada da Alghalith, Floros ve Dukharan'ın çalışmasının Hindistandaki bireysel yatırımcılar üzerine araştırma yapılmış ve yatırımcıların risk aradığı; optimal portföy tercihlere bağlı olmadığı ve tercihlerin servet/getiri üzerinde olumlu bir etkisi olmadığı sonucuna varılmıştır.
Bashir (2013)	Davranışsal Önyargıların Yatırımcıların Karar Vermesine Etkisi: Erkek	Journal of business and management	Korelasyon ve Ki Kare Testi	Bu çalışma, aşırı güven yanlılığı ile diğer davranışsal yanlılıklar arasında zayıf bir negatif ilişki olduğunu

	vs Kadın			bildirmektedir. Bu çalışma, aşırı güven yanlılığı konusunda kadın ve erkek karar verme arasında önemli bir fark olmadığı sonucuna varmaktadır.
Statman (2014)	Davranışsal finans: normal insanlarla finans.	Borsa İstanbul	Teorik Kavram	Standart finans, portföy teorisi, varlık fiyatlandırma modeli ve etkin piyasa hipotezi ile sınırlıdır, ancak Davranışsal finans, finans alanını bunun ötesine genişletir.
Lodhi (2014)	Bireysel Yatırımcı Davranışını Etkileyen Faktörler: Karaçi Şehri Ampirik Bir Çalışması.	Journal of business and management	Korelasyon ve Regresyon	Bu çalışmada, finansal okuryazarlık ve muhasebe bilgisinin, yatırımcıların bilgi asimetrisini azaltmasına ve yatırımcıların riskli araçlara yatırım yapmasına yardımcı olduğunu gösteriyor. Ancak yaş ve deneyim arttıkça tercih daha az riskli yatırımlara doğru değişiyor; yatırımcıların hisselerle yatırım yapmayı tercih etmediği anlamına gelmez, ancak sermaye kazancı yerine temettü getirisi ödeyeceklerdir.
Prosad, Kapoor	Hintli yatırımcıların	Qualitative Research	Ki Kare testi ve t-testi	Bu çalışmanın sonucunda

ve Sengupta (2015)	davranışsal önyargıları: Delhi-NCR bölgesi araştırması.	in Financial Market		davranışsal önyargıların, yatırımcıların demografisinin yanı sıra ticaret karmaşıklığına da bağlı olduğu görülmektedir. Bu değişkenler arasında en fazla etkileyen faktörler yaş, meslek ve ticaret sıklığıdır. Bir başka ilginç gözlem, en yüksek ticaret deneyimine (yedi yıldan fazla) ve en yüksek ticaret sıklığına (gün içi tüccarlar) sahip katılımcıların tüm önyargılara eğilimli olmasıdır.
Mishra ve Metilda (2015)	Yatırım deneyiminin etkisi üzerine bir araştırma, cinsiyet ve aşırı güven ve kendini atfetme yanlılığı konusunda eğitim düzeyi.	IIMB management review	Anova, Regresyon ve Korelasyon	Araştırmanın bulguları, (1) yatırımcının deneyimi ve eğitim düzeyi arttıkça aşırı güven düzeyinin arttığını; (2) kendine atfetme yanlılığının eğitim düzeyi ile arttığını; (3) erkekler kadınlardan daha fazla özgüvenlidir; (4) kendine aşırı güvenme yanlılığı ile kendine atfetme yanlılığı arasında bir ilişki vardır ve kendine atfetme, aşırı güven yanlılığının önemli bir yorumlayıcısıdır. Bu çalışma, yatırımcı

				deneyiminin, eğitim seviyesinin ve cinsiyetin yatırımcı yanlılığını etkilediğini doğrulamaktadır. Bu çalışma, önyargıyla ilgili mevcut literatüre, özellikle demografik değişkenlerin aşırı güven ve kendine yükleme yanlılığı üzerindeki etkisine katkıda bulunmaktadır.
Bodur (2016)	Yatırımcı Davranışlarını Etkileyen Faktörlerin Aşırı Güven Açısından Değerlendirilmesi	Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü	Ki-kare testi ve Varyans analizi (anova)	Bu çalışmada İzmir ili ve ilçelerindeki bireysel yatırımcıların kararlarını etkileyen faktörleri araştırılmış ve sonuç olarak aşırı güven eğiliminde olan yatırımcılar yaptıkları kârlı yatırımların kendi analizlerinden kaynaklandığını daha fazla düşünmektedir. Nitekim aşırı güven eğilimi arttıkça riskli yatırımlara girişme eğilimi de artmaktadır.

Kaynak: Çalışmanın yazarı tarafından hazırlanmıştır.

İktisadın bir bilim dalı olarak ortaya çıkışından bu yana, teorilerin oluşturulmasıyla birlikte hipotezler sistematik olarak formüle edilmektedir. Sosyal olguların matematiksel temsili bu varsayımlar ve modelleme yaklaşımları çerçevesinde gerçekleşirken, davranışsal iktisat bu varsayımların yanlış yönlerinin kanıtlanması ve modelleme sürecinden farklı bir yol izlenmesi sonucunda ortaya çıkmaktadır.

Geleneksel iktisat ve davranışsal iktisat bu açılarından iki karşıt alan gibi görünse de, çalışmalarının ana konusu ekonomik karar verme olmasıyla beraber aralarında benzerlikler olduğunu da kabul etmek gerekmektedir. Tablo 4’de geleneksel iktisat ile davranışsal iktisadın varsayımsal olarak benzerlik ve farklılıkları verilmektedir. Buradan yola çıkarak davranışsal finansın 1980 yılı sonrası literatürde önem kazanmasıyla beraber geleneksel iktisatta ne gibi katkılar sağlamış görebilmekteyiz.

Tablo 4. Geleneksel İktisat ve Davranışsal İktisat: Metodoloji ve Yaklaşım Benzerlikleri ve Farkları

1980 öncesi	1980	1980 sonrası
Geleneksel İktisat		Davranışsal İktisat
Çıkarlarını Maksimum Etmeye Hedefli Homo economicus	Aktörler	Hatalara Açık ve Daha Duygusal Homo economicus
Tam Rasyonelite Optimal Rasyonelite	Rasyonellik	Sınırlı Rasyonelite İrrasyonelite
Tam Bilgi	Bilgi	Eksik Bilgi
Mükemmellik	Optimizasyon/Maksimizasyon	Olabilecek En İyi İhtimali Kabul etme, Memnuniyet
Denge Teorisi Beklenen Fayda Teorisi Tam Denge	Denge	Dengesizlik/Belirsizlik Beklenti Teorisi
Teorik, Analitik, Geometrik + Ampirik Araştırma	Metodoloji	Ampirik + Deneysel Ağırlıklı Araştırma
Diğer Bilimlerden Bağımsız Bir İktisat Bilimi	Perspektif	İktisat+Psikoloji+Sosyoloji+Antropoloji

Kaynak: Aktan ve Yavuzaslan 2020

Tablo 4’de görüldüğü üzere ‘aktörler’, ‘rasyonelite’ ve ‘bilgi’ açısından davranışsal iktisat geleneksel iktisattan farklılaşmakta ve bu farklılıklar davranışsal iktisadın teoriye katkıları gibi nitelendirile bilinmektedir. 1980 yılı sonrası davranışçı ekolün geliştirmiş olduğu teoriler ve kavramlar derinlemesine araştırıldığında bu ekolün teorileri test etmek için geliştirdikleri yöntem bakımından da literatüre bir sıra yenilikler kattığı görülmektedir. Daha önce de geleneksel iktisadı tanımlarken bahsettiğimiz gibi iktisadi aktörün kendisine en büyük faydayı sağlayacak tercihe yönelmesi, rasyonel bir davranış olarak tanımlanmaktadır ve bu aktör tamamen rasyonel olmaktadır. Bu nedenle, tüm alternatifler kümesini bilerek, eksiksiz bilgi ile en büyük faydayı sağlayan en iyi kararı vermek mümkün olmaktadır. Mükemmel rasyonellik olarak da atfedilen bu durum "tüm seçeneklerin en iyisini seçmek", insanların ne kazanacaklarını veya kaybedeceklerini hesaplayabilmeleri anlamına gelmektedir. Ancak gerçek hayatta iktisadi aktörler psikolojik (bilişsel), sosyal ve duygusal durumlarına göre kararlar almaktadırlar. Bu bağlamda davranışsal iktisadın rasyonaliteden uzak bireyler için sınırlı rasyonelite kavramı ortaya çıkmaktadır (Simon,1955). Bu durum davranışsal iktisadın teoriye katmış olduğu en mühim varsayımlardan biri olarak karşımıza çıkmaktadır ve davranışsal iktisadın altyapısını oluşturmaktadır.

Davranışsal iktisat teori ve modellerin analizi sırasında kullanılan yöntemler açısından da literatüre farklılık kazandırmaktadır (Blaug,1993). İktisadi aktörlerin faydalarını maksimize etmeye çalıştıkları geleneksel iktisattan farklı olarak, davranışsal iktisatta bireyler tatminkar olarak kabul edilmekte ve olabilecek en iyi ihtimali kabul etme varsayımı var olmaktadır (Herrnstein ve Prelec, 1991: 145). Tablo 4’ de görüldüğü üzere 1980 yılı öncesinde bireylerin mükemmel optimizasyon söz konusu iken, 1980 yılı sonrası davranışsal iktisatta olabilecek en iyi ihtimali kabul etme (memnuniyet) var olmaktadır.

SONUÇ

Bu çalışma genel olarak davranışsal finans olgusunun yatırım teorilerindeki yeri ve daha özelde belirsizlik yatırım ilişkisinde piyasa yapısının önemi hakkında bir kavramsal inceleme yapmayı, davranışsal finansın yatırım teorisine ne gibi katkılar sağladığını literatür taraması yöntemiyle saptamayı amaçlamaktadır. Belirsizliğin yatırım kararları üzerindeki etkisi son derece önemli olmasına rağmen, geleneksel yatırım teorisi olarak adlandırılan, Jorgenson'un neoklasik yatırım teorisi, yatırımları faiz oranının bir fonksiyonu olarak tanımlamakta, belirsizlik kavramının yatırımlar üzerindeki etkisini göz ardı etmektedirler.

Finans ve psikoloji bilimi arasındaki bütün gelişmelerle birlikte bugün geline son noktada, bireyin psikolojik algısından daha fazla yararlanılarak finansal yatırım kararlarına hangi yollarla daha çok katkı sağlanabileceğidir. Özellikle son zamanlarda teorisyenler davranışsal finansın yatırım kararı aşamasında uygulanabilirliğini savunmaktadırlar. Davranışsal finansın önceki kavramlarda bireyi rasyonel, matematiksel analizlerle hareket eden ve tam bilgiye sahip olduğunu varsayılmaktadır. Davranışsal finansın doğuşu ile beraber bu tezi savunan teorisyenler deneysel oyunlarla bireyin bu şekilde hareket etmediği, aslında olabilecek en iyi seçimi seçtiklerini saptamıştır.

Neoklasik iktisatta kabul edildiği gibi kararların her zaman durağan olmaması, bazı durumlarda tutarsız olduğunu görmemezlikten gelmek, finansal kararlarda pozitif değil negatif sonuçlar doğurabilmektedir. Davranışsal finansın literatüre kazandırmış olduğu irrasyonelite kavramından yola çıkarak, bireylerin yatırım kararlarındaki davranışları duygular ve çevresel faktörler nezdinde değişebilmektedir. Yatırımcıların maksimum fayda yerine olabilecek en iyi ihtimale odaklandıkları görülmektedir. Bu bağlamda, yatırımcıların sergiledikleri eğilimler ve önyargılar, yatırım kararlarını ne kadar gerçek olgular olsalar dahi negatif yönde etkilemektedir. Yatırımcı bireylerin sergiledikleri önyargılardan bir nebze de olsa yayınlanmaları ve daha başarılı bir yatırım kararı vermek için stratejiler oluşturmalarıdır. Bunun için bireyler, yatırım kararı alırken kendilerine olması gerekenden fazla güvenmemeli, bütçe planlamalarını doğru yapmalı ve aceleci davranmamalıdır. Ayrıca taklitçi olmak yerine kendi bilgi düzeylerini arttırmakta, yeni bilgilere her zaman açık olmakta, profesyonel yardım

almakta, işlem yaparken belli bir kaybı kabul etmekte ve herkes gibi davranmamakta fayda vardır.

Davranışsal iktisadın literatüre katmış olduğu bir diğer husus ise bilgi ile alakalı olmaktadır. Geleneksel iktisat iktisadi aktörlerin tam ve eksiksiz bilgiye hakim olduklarını ve kar ve zararlarını her zaman hesaplama bildiklerini varsayarken, davranışsal finans ise bu aktörlerin iktisadi karar alma durumlarında her zaman tam ve eksiksiz bilgiye ulaşamadıklarını ve bu yüzden kararlarında her zaman duygusal ve dışsal faktörlerden dolayı yanlışlar olabileceğini varsaymaktadır.

Davranışsal iktisadın Bing Bang'i sayılan Kahneman ve Twersky tarafından Beklenti Teorisinin 1979 yılında yayınlanmasından sonra literatüre kazandırılmış bir diğer olgu ise denge varsayımıdır. Klasik fiziğin denge mekanizması 1980 öncesi iktisadın matematiksel analizinin temelini oluştursa da bu denge mekanizmasının optimal getiri seviyesini ifade ettiği görülmektedir. Bu denge koşulunun Beklenti Teorisi analizi ile çürütülmesiyle, Davranışsal iktisat alanında ilk Nobel Ödülü Beklenti Teorisine verildi. Geleneksel iktisadın beklenen fayda teorisinin aksine, beklenti teorisi, insanların her durumda dengeli kararlar vermek yerine, kazandıklarında ve kaybettiklerinde farklı davrandıklarını göstermektedir. Böylece, istikrarlı dengenin yerini, belirsizlik altında farklılaştırılmış karar verme mekanizmalarının analizi almaktadır.

Davranışsal iktisadın teoriye bir diğer katkısı ise teorilerin ve modellerin kurulmasında kullanılan metodolojidir. Geleneksel iktisatta analitik, teorik, geometrik ve ampirik bir inceleme yapılırken, davranışsal iktisatta ise bu inceleme gözlem ve deneylere dayalı bir şekilde yapılmaktadır. Bunun da örneğini yine daha önce incelediğimiz davranışsal iktisattaki teori ve modellerde görmemiz mümkündür. Ayrıca davranışsal iktisadın gözlem ve deneylere dayalı bir ampirik inceleme yapması diğer bilim dallarıyla entegre olması gerekliliğini sağlamaktadır. Bu durum da geleneksel iktisadın diğer bilim dallarından bağımsız bir perspektife ilerlerken, davranışsal iktisadın psikoloji, sosyoloji ve antropoloji gibi bilim dallarının yardımıyla gelişen bir perspektifte varlığını sürdürmektedir.

Geleneksel iktisadın literatüre hakim olduğu 1980 yılına kadar insanlarda tam rasyonelliğin kabulü, dengenin olduğu, tam bilgiye sahip olduğu ve s. varsayımlarının kabullenmesi 1980 yılından sonra davranışsal iktisadın literatüre hakimiyet kurmasıyla beraber sorgulanmaya başlanmakta ve davranışsal iktisadın teori ve modelleriyle bu varsayımlar reddedilmektedir. Davranışsal iktisat bu varsayımlarla iktisat bilimine bir zenginlik katmaktadır.



KAYNAKLAR

- Abaan, E.D. (1998), “Fayda Teorisi ve Rasyonel Seçimler”, TCMB Tartışma Tebliğ No:2002/3, Ankara s.77-80
- Ak, S. (1991), Yatırım Modelleri, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. S. 47.
- Akan, S. (2016), "Polanyi'nin Modern İktisatın İnsan Anlayışına Eleştirileri.", İnsan & Toplum Dergisi, 5(10), s. 93-112.
- Akerlof, G. A. (2002). Behavioral macroeconomics and macroeconomic behavior. The American Economic Review, 92(3), s. 411-428.
- Akın, Z., Urhan, B. (2015). “Davranışsal Oyun Teorisi”. İktisatta Davranışsal Yaklaşımlar, Der. Devrim Dumludağ vd., İmge Kitabevi. İstanbul. S.272-280
- Aktan ve Yavuzaslan, (2020), “DAVRANIŞSAL İKTİSAT: Bireylerin İktisadi Karar ve Tercihlerinde Zihinsel, Duygusal ve Psikolojik Faktörlerin Analizi”, Sosyal Ve Beşeri Bilimleri Dergisi, Cilt: 12 No: 2.
- Angner, E., ve Loewenstein, G. (2007). “Behavioral economics” Handbook Of The Philosophy of Science: Philosophy of Economic, s. 641-690
- Ariely, D. (2010), İrational in mod previzibil. Fortele ascunse care ne influenteaza deciziile, Editura Publica, Bucuresti. S.87
- Ashraf, Nava,. 2005. "Adam Smith, Behavioral Economist." *Journal of Economic Perspectives*, 19 (3): s. 131-145.
- Aslan, R,. 2016, Bireysel yatırımcıları finansal yatırıma yönlendiren faktörlerin davranışsal finans açısından araştırılması: Şanlıurfa iline bağlı Viranşehir ilçesi örneği, Yüksek Lisans Tezi, Çağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Mersin, s.39-44.
- Aydoğan, E., 2013, Zıtlık yatırım stratejisinin davranışsal finans yaklaşımı ile değerlendirilmesi, Yüksek Lisans Tezi, Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Bursa,s.25.

Barak, O. (2008). İMKB de Aşırı Reaksiyon Anomalisi ve Davranışsal Finans Modelleri Kapsamında Değerlendirilmesi. Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 10(1), s. 21-213

Barberis, and others , “A model of Investor Sentiment”, Journal of Financial Economics, Vol: 49, 1998, s. 307-343.

Basılğan, M. (2013). “İktisat ve Deneysel Yöntem: Deneyler, Tartışmalar ve Gelecek.”, İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, (48), s.61-89.

Becker, G. S. (1962), “Irrational Behavior and Economic Theory”, The Journal of Political Economy, 70(1), s. 1-13.

Beker, G. S. (1998), Comportamentul uman. O abordare economica, Editura All, Bucuresti. s.139

Blaug, M. (1993). The Methodology of Economics: How Economists Explain, Cambridge: Cambridge University Press.

Blaug, M. (2009), İktisatta Yöntem veya İktisatçılar Nasıl Açıklıyor. (çev. Levent Konyar),Ankara: Eflatun Yayınevi, s.42

Bloomfield, R. (2010). Traditional versus behavioral finance. Behavioral Finance—Investors, Corporations, and Markets, s. 23-38.

Bodie, Z., Kane, A., Marcus, A. J., & Mohanty, P. (2009). Investments (8th ed.). New York: Mc Graw Hill.

Bodur, (2016). Yatırımcı Davranışlarını Etkileyen Faktörlerin Aşırı Güven Açısından Değerlendirilmesi, Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Bolaman, Ö., 2011, Davranışsal finans: aşırı güven hipotezi ve istanbul menkul kıymetler borsası’ndan kanıtlar , Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 33-55.

Bozkurt, V. , Değişen Dünyada Sosyoloji, Alfa Basım Yayım Dağıtım Sanayi ve Ticaret Limited şirketi, Bursa, 2004. S.17

Böyükaslan, A., 2012, Bireysel yatırımcıları finansal yatırım kararına yönlendiren Faktörlerin davranışsal finans açısından incelenmesi Afyonkarahisar örneği, Yüksek Lisans Tezi, Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Afyon, s.23-119.

Brenner, R. (1999), “Dünya Kapitalizminin Yaklaşan Krizi: NeoLiberalizmden Buhrana mı? (Çev. Pınar Bedirhanoglu), Birikim, 119, s.88-95.

Buğra, A. (1995).İktisatçılar ve İnsanlar, İletişim Yayınları, Birinci Baskı, İstanbul, s.97-98.

Camerer, C. (1999), “Behavioral Economics: Reunifying Psychology and Economics” Proceedings of the National Academy of Sciences of the USA, 96, 10575-10577. S.8.

Camerer, Colin F. ve Loewenstein, George (2003), “Behavioral Economics: Past, Present, Future” ,Advances in Behavioral Economics, Princeton University Press, 5-51.

Can, Y., (2012). “İktisatta Psikolojik İnsan Faktörü: Davranışsal İktisat”, Hukuk ve İktisat Araştırmaları Dergisi, 4(2), s. 1-98

Cartwright, E. ,(2018), Behavioral Economics, Published by Routledge Illustrations UK, s.5

Çekiç, S., 2016, Davranışsal iktisat bağlamında cinsiyet farkının tüketici tercihlerine etkisi: Bartın örneği, Yüksek Lisans Tezi, Bartın Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Bartın, s.76-86.

Çopur Z. (2015), Handbook of Research on Behavioral Finance and Investment Strategies: Decision Making in the Financial Industry,USA, s.3-12

Demir, Ö. (2013), Akıl ve Çıkar: Davranışsal İktisat Açısından Rasyonel Olmanın Rasyonelliği, 1. Baskı, Ankara: Sentez Yayıncılık.

Djojopranoto, R. Mahadwartha, P. (2016). Pengujian Bias Perilaku: Gambler's Fallacy, Halo Effect, dan Familiarity Effect di Pasar Modal Indonesia. Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia, Vol. 13, No. 2, p.142-159.

Döm, S., (2003). Yatırımcı psikolojisi ve i.m.k.b. üzerinde ampirik bir çalışma, DEĞİŞİM Yayınları. İstanbul, s.8-46.

Dumludağ, D. Gökdemir, Ö. Neyse, L. Ruben, E., 2015, İktisatta davranışsal yaklaşımlar, İMGE kitabevi, No:1, Ankara. S.32-90

Durukan, B., “Aşırı Tepki Hipotezi: İMKB’den Kanıtlar”, 8. Ulusal Finans Sempozyumu, İstanbul, 2004. S.137

Earl, P. E. (1987). Psychological economics. Development, Tensions, Prospects. S.68

EDE, M. (2007). Davranışsal Finans ve Bireysel Yatırımcı Davranışları Üzerine Ampirik Bir Uygulama, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul.

Ellsberg, D. (1961), Risk, Ambiguity, and the Savage Axioms, The Quarterly Journal of Economics, Volume 75, Issue 4, November 1961, Pages 643–669,

Erdoğan, M. & Elmas, B. (2010). Hisse Senedi Piyasalarında Görülen Anomaliler ve Bireysel Yatırımcı Üzerine Bir Araştırma . Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi , 14 (2) , 279-300

Ersoy, A. (2008). İktisadi Düşünceler Tarihi. Ankara: Nobel Akademik Yayıncılık. S.510

Ertan, Y. (2007). Davranışsal finans ve pişmanlık teorisi'nin döviz kuru riskinden korunma kararına etkisi, Yüksek Lisans Tezi, Uludağ üniversitesi sosyal bilimler enstitüsü, Bursa, 48.

Eser, R., Toigonbaeva, D. (2011), Psikoloji ve İktisadın Birleşimi Olarak, Davranışsal İktisat, Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt 6, Sayı 1, s. 287-321.

Estrada, J. (2001), “Law and Behavioral Economics” s.6

Fama, F. (1965). The Behavior of Stock Market Prices, Journal of Business, (38), 38.

Fama, F. (1970). Efficient Capital Markets: A review of Theory and Emprical Work, Journal of Finance, (5), s.25-383.

Faruk Bostancı, “Davranışçı Finans” Yeterlilik Etüdü, S.P.K. Yayın No:57, Ankara, 2003, s.1-2.

Frank, R.H. (2006), Microeconomics and Behavior, Editura McGraw – Hill Irwin, New York. S.231-256

Fuller, J. R., “Behavioral Finance and The Sources of Alpha”, Journal of Pension Plan Investing, February 2000.s1.

Gavetti, G., Levinthal, D. & Ocasio, W. (2007). Neo-Carnegie: The Carnegie school’s past, present and reconstructing for the future. Perspective Organization Science, 18(3), 523-536.

Gervais, S., & Odean, T. (2001). Learning to be overconfident. Review of Financial Studies, 14(1), 1–27.

Giuseppe, C. Behaviorual Finance and Speculative Buble, Universita Commercial Luigi Bocconi E.T., Milano, 2003, s.23.

Göksu, A., 2013, Portföy yatırım kararlarında davranışsal finansın etkisi borsa İstanbul uygulaması, Yüksek Lisans Tezi, Beykent Üniversitesi Sosyal bilimler Enstitüsü, İstanbul, s.39

Guerrien, B. (1999), Neo Klasik İktisat, (Çev. Ertuğrul Tokdemir), 2. Baskı, İstanbul: İletişim Yayınları. s. 34.

Hayek, FR.V,(1998), Los Fundamentos De La Libertad, s.98

Hayta, A.B., (2014). “Bireysel Yatirimcilarin Finansal Risk Algisina Etki Eden Psikolojik Önyargilar”, 18 S: 334

Helweg-Larsen, M., & Shepperd, J. A. (2001). Do moderators of the optimistic bias affect personal or target risk estimates? A review of the literature. Personality and Social Psychology Review, 5(1), 74–95.

Herrnstein R. J. ve Prelec, D. (1991). Melioration: A theory of Distributed Choise, J. Econ. Perspectives, 5(3), s.137-156.

Heukelom, R. (2014), Behavioral economics: A History. Cambridge University Press, S.51.

Hirshleifer, J. (1988), Price Theory and Applications, Englewood Cliffs, 4. Baskı, New Jersey: Prentice –Hall.

Hong, Stein, (1999) , A unified theory of underreaction, momentum trading, and overreaction in asset markets, The Journal of Finance, Volume54, Issue6, Pages 2143-2184

Hosseini, H. (2003). The arrival of behavioral economics: from Michigan, or the Carnegie school in the 1950s and the early 1960s?, Journal of Socio-Economics, 32, 391-409.

Jorgenson, D., (1963). “The Determinants of Investment Behaviour”, American Economic Paper, 53(2), 59-274.

Kahneman, D. (2003). A psychological perspective on economics. The American Economic Review, 93(2), 162-168.

Kahneman, D.&Tversky, A. (1984). Choices, values, and frames. American psychologist, 39(4), 341.

Kahneman, D., Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. Econometrica: Journal of the Econometric Society, 263-291.

Kamilçelebi, H. “Davranışsal İktisat” , Ijopec Yayınevi, Londra, 2019, s.131-133.

Karan, Mehmet B., Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi, Ankara, Gazi Kitabevi, 2004.

Kojabad, N, A,. 2012, Menkul kıymetler borsalarında alınan yatırımcı kararlarına davranışsal finansın etkileri tahran menkul kıymetler borsası ve tahran borsası karşılaştırması, Yüksek Lisans Tezi, Ege Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, s .12-55.

Küçük, A. 2014. Bireysel Yatırımcıları Finansal Yatırım Kararına Yönlendiren Faktörlerin Davranışsal Finans Açısından Ele Alınması: Osmaniye Örneği. Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi: 104-122.

Leibenstein, H. (1966). Allocative efficiency vs. “x-efficiency”. The American Economic Review, 56(3), 392-415.

Lin, Tom C. W. (April 16, 2012). "A Behavioral Framework for Securities Risk". Seattle University Law Review.

Mankan, E., 2011, Yönetim ve organizasyon, İLYA yayın evi, No:1, İzmir, s.37.

Mongin, P. (1997). Expected Utility Theory, Handbook of Economic Methodology. 342-350

Nagatsu, M. (2015), History of Behavioral Economics, International Encyclopedia of the Social & Behavioral Sciences (pp.443–449) s.1.

Nofsinger, J. R., 2014, Yatırım psikolojisi, Nobel yayım evi, no:5, Ankara, s.5.

Obergruber, G. (2016), “Experiments in Economics.”, Procedia Economics and Finance, 39, s. 482-492.

Öcal T. ve Çolak Ö. , Finansal Sistem ve Bankalar, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım, 1999, s.205.

Özan, M, H., 2010, İşletmelerde alınan finansal kararların yatırımcı davranışları üzerindeki etkilerinin incelenmesi, Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir,80-99.

Özcan, H. 2011. “Davranışsal Finansın Bireysel Yatırımcıların Karar Mekanizmaları Üzerindeki Etkileri: Finansal Yatırımcıların Değerlendirmelerine Yönelik Bir Araştırma”, Nevşehir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Nevşehir.

Ricciardi, V. (2008). “The psychology of risk: The Behavioral Finance Perspective”. İçinde Handbook of Finance: Investment Management and Finance Management, vol. 2. New York: John Wiley & Sons.

Ricciardi, Victor, K. Simon H., “What is Behavioral Finance?”, Business, Education and Technology Journal Fall, c.2, s.2, 2000.

Ritter, R. Jay, "Behavioral Finance", Pacific – Basin Finance Journal, c.11, sy.4, ss.429-437, 2003.

Robbins, Stephen P. ve Judge, Timothy A. (2012). Örgütsel Davranış, (Çev:Prof. Dr İnci Erdem), Ankara:Nobel Yayıncılık.

Rogers, P. (1998), The Cognitive Psychology of Lottery Gambling: A Theoretical Review, Journal of Gambling Studies volume 14, pages111–134.

Saral, A. (2015), "Laboratuvar Deneyleri: Metodolojik Bir Giriş", İktisatta Davranışsal Yaklaşımlar, 1.Baskı, Ankara: İmge Kitabevi Yayınları, s.319-338

Schwartz, H.H. (2007), A Introduction to Behavioral Economics: The complicating But Sometimes Critical Considerations, Social Science Research Network. S.4

Seiler, M., Seiler, V., Traub, S., & Harrison, D. (2008). Regret aversion and false reference points in residential real estate. Journal of Real Estate Research, 30(4), 461-474.

Sewell, M. (2010, April). Behavioral Finance (Revised). University of Cambridge

SEZER, D. (2013). Yatırımcı Davranışlarının Etkinliği ve Psikolojik Yanılsamalar. Aydın: Yüksek Lisans Tezi. s.23

Sharot, T., 2011. The Optimism Bias: A Tour of the Irrationally Positive Brain. Pantheon Books, New York.

Shefrin, H., & Statman, M. (1985). The disposition to sell winners too early and ride losers too long: Theory and evidence. The Journal of Finance, 40(3), s.777–779.

Shiller, R. J. (1984). Stock Prices and Social Dynamics, Connecticut: Cowless Foundation Discussion Paper No.719, s.79

Shiller, R. J. (1999), "Human behavior and the efficiency of the financial system", Handbook of Macroeconomics, 1, 1305-1340

Simon, H. A. (1955). A Behavioral Model of Rational Choice, The Quarterly Journal of Economics, Volume 69, Issue 1, February 1955, Pages 99–118

Simon, H. A. (1978). Rational decision-making in business organizations, Nobel Memorial Lecture, 343-371.

Simon, H.A., Stedry, A.C. (1969), Psychology and economics, Lindzey, G., Aronson, E. (editors), The handbook of social psychology 5(40), s.126

Singh, R. (2010). Behavioural Finance Studies: Emergence And Developments. Journal Of Contemporary Management Research, 4(2).

Smith, A. (1759). The Theory of Moral Sentiments, S.112-113

Subrahmanyam, A. (2007). Behavioral Finance: A Review and Synthesis. European Financial Management. 14(1): 12-29.

Sucu, Y. (2000), Yönetim Kavramları, Kuramlar ve Süreçler, Bolu: Abant İzzet Baysal Üniversitesi Basımevi. S.105

Sungur, O. (2021) Yatırım Kararlarının Rasyonellik Değerlendirilmesi: Türkiye Örneğinde Nitel Bir Analiz , Gazi Kitap Evi. S.1-16.

Taner, B,ve Akkaya, C., 2016 Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler, DETAY Yayıncılık, Ankara, s.225.

THALER Richard H., “Mental Accounting Matters, Journal of Behavioral Decision Making”, Vol.12, Sep. 1999

Tomer, J. F. (2007). What is behavioral economics?, The Journal of Socio Economics, 36, 463-479.

Tufan, E. , Davranışsal Finans, İmaj Yayınevi, Ankara, 2008. S.28-51

Ünlü, S. (2001). Psikoloji. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi. S.111

Ünsal, E. (2013), Makro İktisat, 10.Baskı, Ankara: İmaj Yayınevi.

Wilkinson, N. ve Klaes, M. (2012). An Introduction to Behavioral Economics. Palgrave Macmillan, s. 11.

Yalçınkaya, T. (2004), “Risk ve Belirsizlik Algılamasının İktisadi Davranışlara Yansımaları”, Muğla Üniversitesi Tartışma Tebliğ, Working Paper No: 2004 s.6-14

Yaşar, B., 2008, Davranışsal finans ve fiyat köpüğü İMKB endekslerinde fiyat köpüğüyle İlgili mevsimsel birim kök araştırması, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, s. 52-84.

Yörükoğlu, A., 2007, Davranışsal finans, Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul, s.64.

