

T. C.
MUĞLA SITKI KOÇMAN ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

**YATIRIM PSİKOLOJİSİ AÇISINDAN YATIRIMCI ÖNYARGILARI,
FİNANSAL RİSK TOLERANSI VE FİNANSAL KİŞİLİK: BİREYSEL
YATIRIMCILAR ÜZERİNE BİR ALAN ARAŞTIRMASI**

DOKTORA TEZİ
BİLGEHAN KÜBİLAY

DANIŞMAN
DOÇ. DR. ALİ BAYRAKDAROĞLU

NİSAN, 2015

MUĞLA

T. C.
MUĞLA SITKI KOÇMAN ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

**YATIRIM PSİKOLOJİSİ AÇISINDAN YATIRIMCI ÖNYARGILARI,
FİNANSAL RİSK TOLERANSI VE FİNANSAL KİŞİLİK: BİREYSEL
YATIRIMCILAR ÜZERİNE BİR ALAN ARAŞTIRMASI**

DOKTORA TEZİ
BİLGEHAN KÜBİLAY

DANIŞMAN
DOÇ. DR. ALİ BAYRAKDAROĞLU

NİSAN, 2015

MUĞLA

T.C.
MUĞLA SITKI KOÇMAN ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İŞLETME ANABİLİM DALI

YATIRIM PSİKOLOJİSİ AÇISINDAN YATIRIMCI ÖNYARGILARI, FİNANSAL
RİSK TOLERANSI VE FİNANSAL KİŞİLİK: BİREYSEL YATIRIMCILAR
ÜZERİNE BİR ALAN ARAŞTIRMASI

BİLGEHAN KÜBİLAY

Sosyal Bilimler Enstitüsünde

“Doktora”

Diploması Verilmesi İçin Kabul Edilen Tezdir.

Tezin Enstitüye Verildiği Tarih : 29/04/2015

Tezin Sözlü Savunma Tarihi : 30/03/2015

Tez Danışmanı : Doç. Dr. Ali BAYRAKDAROĞLU

Jüri Üyesi : Prof. Dr. Famil ŞAMİLOĞLU

Jüri Üyesi : Prof. Dr. Erkan POYRAZ

Jüri Üyesi : Prof. Dr. Hakan SARITAŞ

Jüri Üyesi : Doç. Dr. İlhan EGE

Enstitü Müdürü : Prof. Dr. Mehmet MARANGOZ

AY, 2015

MUĞLA

TUTANAK

Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü'nün 04/03/2015 tarih ve 670/01 sayılı toplantısında oluşturulan jüri, Lisansüstü Eğitim-Öğretim Yönetmeliği'nin 38. maddesine göre, İşletme Anabilim Dalı Doktora öğrencisi Bilgehan KÜBİLAY'ın "Yatırım Psikolojisi Açısından Yatırımcı Önyargıları, Finansal Risk Toleransı ve Finansal Kişilik: Bireysel Yatırımcılar Üzerine Bir Alan Araştırması" adlı tezini incelemiş ve aday 30/03/2015 tarihinde saat 14.00'te jüri önünde tez savunmasına alınmıştır.

Adayın kişisel çalışmaya dayanan tezini savunmasından sonra 100 dakikalık süre içinde gerek tez konusu, gerekse tezin dayanağı olan anabilim dallarından sorulan sorulara verdiği cevaplar değerlendirilerek tezin **kabul** edildiğine oy *birliği ile karar verildi.

Tez Danışmanı

Doç. Dr. Ali BAYRAKDAROĞLU

Üye

Prof. Dr. Famil ŞAMİLOĞLU

Üye

Prof. Dr. Erkan POYRAZ

Üye

Prof. Dr. Hakan SARITAŞ

Üye

Doç. Dr. İlhan EGE

YEMİN

Doktora tezi olarak sunduğum “Yatırım Psikolojisi Açısından Yatırımcı Önyargıları, Finansal Risk Toleransı ve Finansal Kişilik: Bireysel Yatırımcılar Üzerine Bir Alan Araştırması” adlı çalışmanın, tarafımdan bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurulmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin Kaynakça’da gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanmış olduğumu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

29/04/2015

BİLGEHAN KÜBİLAY



YÜKSEKÖĞRETİM KURULU DOKÜMANTASYON MERKEZİ
TEZ VERİ GİRİŞ FORMU

YAZARIN

Soyadı :KÜBİLAY

Adı :BİLGEHAN

Kayıt No:10072536

TEZİN ADI

Türkçe :Yatırım Psikolojisi Açısından Yatırımcı Önyargıları, Finansal Risk Toleransı ve Finansal Kişilik:
Bireysel Yatırımcılar Üzerine Bir Alan Araştırması

Y. Dil :Investor Bias in terms of Investment Psychology, Financial Risk Tolerance and Financial Personality:
A Field Survey on Individual Investors

TEZİN TÜRÜ: Yüksek Lisans

Doktora

Sanatta Yeterlilik

TEZİN KABUL EDİLDİĞİ

Üniversite :MUĞLA SITKI KOÇMAN ÜNİVERSİTESİ

Fakülte :İKTİSADİ VE İDARİ BİLİMLER FAKÜLTESİ

Enstitü :SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

Diğer Kuruluşlar :

Tarih :

TEZ YAYINLANMIŞSA

Yayımlayan :

Basım Yeri :

Basım Tarihi :

ISBN :

TEZ YÖNETİCİSİNİN

Soyadı, Adı : BAYRAKDAROĞLU, ALİ

Ünvanı :Doç. Dr.

TEZİN KONUSU (KONULARI) :

1.Davranışsal Finans

2.Finansal Risk Toleransı

3.Finansal Kişilik

TÜRKÇE ANAHTAR KELİMELER:

1.Davranışsal Finans

2.Yatırımcı Önyargıları

3.Finansal Risk Toleransı

4. Kişilik Psikolojisi

5.Beş Faktör Kişilik Özellikleri

İNGİLİZCE ANAHTAR KELİMELER:

1.Behavioral Finance

2.Investor Biases

3.Financial Risk Tolerance

4. Personality Psychology

5. Big Five Personality Traits


1- Tezimden fotokopi yapılmasına izin vermiyorum

2- Tezimden dipnot gösterilmek şartıyla bir bölümünün fotokopisi alınabilir

3- Kaynak gösterilmek şartıyla tezimin tamamının fotokopisi alınabilir

Yazarın İmzası :

Tarih : 29/04/2015



ÖZET

Başarılı bir finansal yatırım için ortalama bir zekânın ve finansal bilginin yanı sıra yatırımcıların davranışsal finans ile öne sürülen psikolojik önyargıları, finansal kişilikleri ve finansal risk toleransları hakkında da bilgi sahibi olması önem taşımaktadır. Bu araştırma, davranışsal finans çerçevesi altında finansal yatırımcıların psikolojik önyargıları, finansal risk toleransları, kişilik ve demografik özellikleri arasındaki ilişkiyi ortaya koyma temel amacıyla düzenlenmiştir. Geleneksel finansın “olması gereken” ya da istenen varsayımlarından ziyade; davranışsal finansın öne sürdüğü “olan” bir durum ortaya konmuştur. Bu araştırma ile yatırımcıların psikolojik önyargılar konusunda bilgi sahibi olup bunlarla yüzleşecekleri, zayıf yanlarını düzeltip güçlü yanlarını destekleyecekleri, kişiliklerini tanıyıp finansal risk toleranslarına göre daha bilinçli ve daha sağlıklı yatırımlar yapacağı düşünülmektedir.

Araştırmada “Ki-kare” analiz sonuçlarına göre, yatırımcıların beş faktör kişilik özellikleri ile psikolojik önyargıları arasında ilişki olduğu; “lojistik regresyon” analiz sonuçlarına göre yatırımcıların kişilik özelliklerinin finansal risk toleranslarını etkilediği, “t” testi ve ANOVA analiz sonuçlarına göre yatırımcıların demografik özelliklerinden yaş ve cinsiyete göre finansal risk toleranslarının farklılaştığı tespit edilmiştir.

Araştırma kapsamındaki yatırımcıların finansal risk toleransları düşük olup bu yatırımcılar en çok temsililik hevristikine yatkındırlar. Beş faktör kişilik özelliklerinden daha çok uyumluluk kişilik özelliği sergiledikleri bununla birlikte psikolojik önyargılara en çok maruz kalanın uyumlu kişiler olduğu, en az maruz kalanın ise nevrotik kişiler olduğu tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Davranışsal Finans, Yatırımcı Önyargıları, Finansal Risk Toleransı, Kişilik Psikolojisi, Beş Faktör Kişilik Özellikleri

ABSTRACT

For a successful financial investment, as well as an average level of intelligence and financial knowledge, it is important that investors have knowledge of financial personalities, financial risk tolerance and the psychological bias that is set forth through behavioral finance. This study is carried out with the main aim of revealing the relationship among the psychological bias, financial risk tolerance, personal and demographic features of investors, on the basis of behavioral finance. Rather than the “required” or desired assumptions of the traditional finance; the “existing” state that is put forward by behavioral finance has been found. With the help of this study, it is supposed that investors will gain knowledge about the psychological bias and face it; improve their weaknesses and boost their strengths; recognize their personality and make more conscious and sensible investments based on their financial risk tolerance.

In the study, through “chi-square” analysis, a relationship between investors’ five-factor personality features and psychological bias has been found. Furthermore; by “logistic regression” analysis, that investors’ personal features affect their financial risk tolerance has been found and also according to “t”-test and “ANOVA” analysis results that financial risk tolerance differentiates depending on the age and gender aspect of the demographic features of investors’ has been ascertained.

The investors who are in the scope of the study have a low level of financial risk tolerance and these investors are inclined to representational heuristic. It has been found that the investors in the study mostly show agreeableness feature of the personal features and the investors who are exposed to psychological bias most are the agreeableness ones and the ones that are exposed less are the neurotic ones.

Key Words: Behavioral Finance, Investor Biases, Financial Risk Tolerance, Personality Psychology, Big Five Personality Traits

ÖNSÖZ

Uzun soluklu, büyük sabır ve sebatkârlık gerektiren bu çalışmadan özellikle seçmiş olduğum konu sayesinde çok şey öğrendim. Dolayısıyla, bende önemli bir farkındalık yaratan, bitirme sürecine geldiğim şu noktada iyi ki başlamışım dedirten bir süreç olduğunu belirtmek isterim. Bu zaman zarfı içinde yalnız değildim. Katkısı olan ve bu sürece damgasını vuran herkese teşekkür etmek isterim.

Öcelikle profesyonelliğine ve iyi niyetine inandığım, tecrübesiyle bana yol gösteren, çekinmeden kendisine soru sorabildiğim, ne zaman arasam, danışmanlığına ihtiyaç duysam içimi rahatlatan, bana yalnız olmadığımı hissettiren, bu süreci beraber geçirdiğimiz tez danışmanım Doç. Dr. Ali BAYRAKDAROĞLU'na gönülden teşekkür ediyorum. Çalışmalarında bana güvendiğini ve inandığını hissettirdi, beni destekledi ve eleştirilerinde yapıcı olup eksik yönlerimi tamamladı. Rehberliğinin yanı sıra esprili ve eğlenceli kişiliğiyle kendisiyle çalışmaktan keyif aldığımı ve tez danışmanım olduğu için kendimi şanslı hissettiğimi de ayrıca belirtmek isterim.

Tez izleme komitesinde ve jürimde yer alan Prof. Dr. Famil ŞAMİLOĞLU'na, Prof. Dr. Erkan POYRAZ'a, Prof. Dr. Hakan SARITAŞ'a ve Doç. Dr. İlhan EGE'ye ve ders aşamasındaki katkılarından, önerilerinden dolayı diğer tüm hocalarıma teşekkür ederim. Hem ders aşamasında hem yeterlilik aşamasında göstermiş olduğu tavırla içimi rahatlatan Erkan Hocama ayrıca minnettar olduğumu belirtmek isterim. Doktora eğitim sürecimde etkisinde kaldığım, derslerini ipe çektiğim hatta ders süresi bittiğinde üzüldüğüm, bende merak duygusunu kamçılaman, sürekli öğrenmeye teşvik eden Prof. Dr. Tuncer ASUNAKUTLU ile karşılaşmaktan ve kendisini tanımaktan çok memnun olduğumu da yazmak isterim.

Son olarak doktora başlamamda çok büyük etkisi olan, beni teşvik eden Prof. Dr. Turhan KORKMAZ'ı unutmam mümkün değil. Bilime ve eğitime verdiği önemle öğrencilerinin hep iyi işler yapmasını teşvik eden, onları yüreklendiren ve onlarla beraber sevinen, gururlanan hocama bir kez daha şükranlarımı sunarım. Hocalığının yanı sıra hayat felsefesiyle, nezaketi, titizliği, saygınlığı ve hoşgörüsüyle örnek aldığım insanlardandır.

Aldığım her kararda yanımda olan, beni destekleyen, cesaretlendiren, hayatımı kolaylaştıran, doktora sürecimin her aşamasına şahitlik eden eşim İlker'e

sabrından, anlayışından dolayı ne kadar teşekkür etsem azdır. Bu süre zarfında beraber birçok şeyden fedakârlık etmek zorunda kalsak da bundan hiç şikâyetçi olmadı ve en az benim kadar bu süreci tamamlamamı istedi.

Doktoramın son çeyreğinde bana eşlik eden, benle olmayı seçen kızımдан ona bu süreçte yaşattığım stres, kaygı için özür diler; onun ilim, irfan, hikmet sahibi bir ruhla doğmasını temenni ederim.

Doktora mülakat aşamasında karşılaşp tanıştığımız daha sonra aynı aşamalardan geçtiğimiz, birlikte fikir, bilgi alışverişi yaptığımız doktora arkadaşım Özgür TUNÇEL de bu sürecin önemli kişilerinden olmuştur benim için. Yine doktora aşamasında tanıştığımız, derslere beraber girdiğimiz arkadaşım Burhan HEYBELİ de çoğu konuda yardımlarını esirgememiştir. Bunun yanı sıra bu süreci tecrübe etmiş biri olarak doktora başlayanları ve bu süreç içerisinde olanları çok iyi anladığımı, onlara kolaylıklar dilediğimi belirtmek isterim.

Bilgehan KÜBİLAY

İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	I
ABSTRACT.....	II
ÖNSÖZ	III
İÇİNDEKİLER	V
TABLolar LİSTESİ	IX
ŞEKİLLER LİSTESİ	X
KISALTMALAR LİSTESİ	XI
GİRİŞ	1

BÖLÜM I

DAVRANIŞSAL FİNANSIN TEMELLERİ VE PSİKOLOJİK ÖNYARGILAR

1.1. Genel Olarak Davranışsal Finans	4
1.1.1. Davranışsal Finansın Geleneksel Finansa ve Varsayımlarına Olan Eleştirisi	9
1.1.2. Geleneksel Finans (Klasik ve Neoklasik Kuram) ve Başlıca Varsayımları	10
1.1.2.1. Rasyonalite	17
1.1.2.2. Beklenen Fayda Teorisi	22
1.1.2.3. Etkin Piyasa Teorisi	27
1.1.3. Davranışsal Finansın Başlıca Varsayımları	28
1.1.3.1. İrrasyonalite.....	28
1.1.3.2. Beklenti Teorisi	35
1.1.3.3. Etkin Piyasa Teorisinin Eleştirisi	39
1.1.4. Davranışsal Finansın Diğer Bilim Dalları İle İlişkisi	42
1.1.4.1. Psikoloji	43
1.1.4.2. Sosyoloji	45
1.1.4.3. Antropoloji	48
1.2. Psikolojik Önyargılar	49
1.2.1. Hevristikler ve Önyargılar	50
1.2.1.1. Temsililik Hevristiki	53
1.2.1.2. Bulunabilirlik Hevristiki	57

1.2.1.3. Demirleme Hevristikleri.....	60
1.2.1.4. Aşırı Güven	62
1.2.1.5. Aşırı İyimserlik	65
1.2.1.6. Pişmanlıktan Kaçınma	66
1.2.1.7. Sürü Davranışı	69

BÖLÜM II

DAVRANIŞSAL AÇIDAN FİNANSAL RİSK VE FİNANSAL KİŞİLİK

2.1. Riskin Tanımı ve Geleneksel Finans Açısından Riske Bakış	73
2.2. Davranışsal Finans Açısından Riske Bakış	75
2.2.1. Risk ve Beyin	77
2.2.2. Risk ve Kişilik	83
2.2.3. Risk ve Kültür	85
2.2.4. Risk ve Demografik Özellikler	90
2.3. Finansal Kişilik ve Kişilik Psikolojisi	94
2.3.1. Kişilik Psikolojisi	94
2.3.2. Kişilik Tanımı	96
2.3.3. Ayırıcı Özellikler Kuramı	101
2.3.4. Beş Faktör Kişilik Kuramı	104
2.3.4.1. Gelenekçiliğe Karşı Yeni Deneyimlere Açıklık	106
2.3.4.2. Dürtüsellliğe Karşı Sorumluluk	107
2.3.4.3. İçer Dönüklüğe Karşı Dışa Dönüklük	108
2.3.4.4. Bencillliğe Karşı Uyumlu Olmak	110
2.3.4.5. Duygusal Dengeye Karşı Nevrotiklik	111
2.3.5. Finansal Kişilik	113

BÖLÜM III

FİNANSAL YATIRIMCILARIN PSİKOLOJİK ÖNYARGILARI, FİNANSAL RİSK TOLERANSLARI ve KİŞİLİK ÖZELLİKLERİ ARASINDAKİ İLİŞKİNİN TESPİTİNE YÖNELİK ALAN ÇALIŞMASI

3.1. Literatür Taraması	120
3.2. Araştırmanın Amacı ve Önemi	128
3.3. Araştırmanın Evreni, Örneklemi ve Kısıtları	129
3.4. Araştırmada Kullanılan Yöntem, Hipotezler ve Model	130

3.4.1. Psikolojik Önyargılar Ölçeği	135
3.4.2. Beş Faktör Kişilik Ölçeği	135
3.4.3. Finansal Risk Toleransı Ölçeği	136
3.4.4. Demografik Özellikler	137
3.5. Araştırma Sonuçlarının Değerlendirilmesi	137
3.5.1. Yatırımcıların Demografik ve Sosyo-Ekonomik Özelliklerinin Değerlendirilmesi	138
3.5.2. Araştırmada Kullanılan Ölçeklerin Güvenirliği	142
3.5.3. Yatırımcıların Beş Faktör Kişilik Özellikleri İle Psikolojik Önyargıları Arasındaki İlişkinin Ki-Kare Analizi	143
3.5.4. Yatırımcıların Beş Faktör Kişilik Özellikleri İle Finansal Risk Toleransı Arasındaki İlişkinin Lojistik Regresyon İle Analizi	147
3.5.4.1. Dışa Dönük Kişilik Özelliği İle Finansal Risk Toleransı Arasındaki İlişkinin Lojistik Regresyon Analizi	149
3.5.4.2. Uyumluluk Kişilik Özelliği ile Finansal Risk Toleransı Arasındaki İlişkinin Lojistik Regresyon Analizi	150
3.5.4.3. Sorumluluk Kişilik Özelliği İle Finansal Risk Toleransı Arasındaki İlişkinin Lojistik Regresyon Analizi	151
3.5.4.4. Nevrotik Kişilik Özelliği İle Finansal Risk Toleransı Arasındaki İlişkinin Lojistik Regresyon Analizi	152
3.5.4.5. Deneyimlere Açık Kişilik Özelliği İle Finansal Risk Toleransı Arasındaki İlişkinin Lojistik Regresyon Analizi	152
3.5.5. Yatırımcıların Demografik Özellikleri İle Finansal Risk Toleransları Arasındaki İlişkinin “T” Testi ve ANOVA Analizi	154
3.5.5.1. Yatırımcıların Cinsiyeti İle Finansal Risk Toleransı Arasındaki İlişki	155
3.5.5.2. Yatırımcıların Medeni Durumu İle Finansal Risk Toleransı Arasındaki İlişki	156
3.5.5.3. Yatırımcıların Yaş Gruplarına Göre Finansal Risk Toleransı Arasındaki İlişki	156
3.5.5.4. Yatırımcıların Gelir Durumu İle Finansal Risk Toleransı Arasındaki İlişki	158

3.5.5.5. Yatırımcıların Eğitim Durumu İle Finansal Risk Toleransı Arasındaki İlişki	159
3.5.5.6. Yatırımcıların Finansal Piyasalarda Yatırım Yapma Süresi İle Finansal Risk Toleransı Arasındaki İlişki	160
SONUÇ VE DEĞERLENDİRME	162
KAYNAKÇA	169
EK 1 ARAŞTIRMADA KULLANILAN ANKET FORMU	201
EK 2 HA, HB VE HC İLE BUNLARA AİT ALT HİPOTEZLERİN TOPLU SONUÇLARI.....	205

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1: Tam Rasyonel ve Gerçek İnsan Arasındaki Farklar	31
Tablo 2: Psikolojik Önyargılar Ölçeği Soru Dağılımı	135
Tablo 3: Beş Faktör Kişilik Ölçeği Soru Dağılımı	136
Tablo 4: Finansal Risk Toleransı Sorularının Cevaplarının Puanlaması	137
Tablo 5: Yatırımcıların Demografik ve Sosyo-Ekonomik Özelliklerine İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler	138
Tablo 6: Yatırımcıların İşlem Yaptıkları Finansal Piyasalara İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler	140
Tablo 7: Yatırımcıların Beş Faktör Kişilik Özelliklerine İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler	140
Tablo 8: Yatırımcıların Psikolojik Önyargılarına İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler..	141
Tablo 9: Yatırımcıların Finansal Risk Toleransına İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler	141
Tablo 10: Psikolojik Önyargılar Ölçeğinin Güvenirlilik Analizi Sonuçları	142
Tablo 11: Beş Faktör Kişilik Ölçeğinin Güvenirlilik Analizi Sonuçları.....	142
Tablo 12: Finansal Risk Toleransı Ölçeğinin Güvenirlilik Analizi Sonuçları	142
Tablo 13: Beş Faktör Kişilik Özellikleri İle Psikolojik Önyargılar Arasındaki İlişkinin Ki-Kare Analizi Sonuçları	144
Tablo 14: Dışa Dönük Kişilik Özelliği İle Finansal Risk Toleransı Arasındaki İlişkinin Lojistik Regresyon Analizi Sonuçları.....	149
Tablo 15: Uyumluluk Kişilik Özelliği İle Finansal Risk Toleransı Arasındaki İlişkinin Lojistik Regresyon Analizi Sonuçları.....	150
Tablo 16: Sorumluluk Kişilik Özelliği ile Finansal Risk Toleransı Arasındaki İlişkinin Lojistik Regresyon Analizi Sonuçları.....	151
Tablo 17: Nevrotik Kişilik Özelliği İle Finansal Risk Toleransı Arasındaki İlişkinin Lojistik Regresyon Analizi Sonuçları	152
Tablo 18: Deneyimlere Açık Kişilik Özelliği İle Finansal Risk Toleransı Arasındaki İlişkinin Lojistik Regresyon Analizi Sonuçları.....	153
Tablo 19: Beş Faktör Kişilik Özelliklerine Göre Yatırımcıların Finansal Risk Tolerans Seviyeleri.....	154
Tablo 20: Cinsiyet İle Finansal Risk Toleransı Arasındaki İlişkinin “T” Testi Sonuçları	155

Tablo 21: Medeni Durum İle Finansal Risk Toleransı Arasındaki İlişkinin “T” Testi Sonuçları	156
Tablo 22: Yaş Grupları İle Finansal Risk Toleransı Arasındaki İlişkinin ANOVA Analiz Sonuçları.....	157
Tablo 23: Gelir Durumu İle Finansal Risk Toleransı Arasındaki İlişkinin ANOVA Analiz Sonuçları.....	158
Tablo 24: Eğitim Durumu İle Finansal Risk Toleransı Arasındaki İlişkinin ANOVA Analiz Sonuçları.....	159
Tablo 25: Yatırımcıların Finansal Piyasalarda Yatırım Yapma Süresi İle Finansal Risk Toleransı Arasındaki İlişkinin ANOVA Analiz Sonuçları	160
Tablo 26: Demografik Özellikler ve Finansal Risk Toleransı Arasındaki İlişki	161

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: BB&K Yatırımcı Kişiliği.....	117
Şekil 2: Araştırmanın Modeli.....	134
Şekil 3: Yatırımcıların Kişilik Özellikleri İle Psikolojik Önyargıları Arasındaki İlişkinin Analizi.....	143

KISALTMALAR LİSTESİ

AFT	: Arbitraj Fiyatlama Teorisi
ANOVA	: Analysis of Variance
BB&K	: Bailard, Biehl ve Kaiser
CEO	: Chief Executive Officer
DNA	: Deoksiribo Nükleik Asit
fMRI	: Fonksiyonel Manyetik Rezonans Görüntüleme
FOREX	: Foreign Exchange Market
IQ	: Intelligence Quotient
MPT	: Modern Portföy Teorisi
SPSS	: Statistical Package for Social Sciences
VIOP	: Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası

GİRİŞ

Yatırımcı psikolojisiyle ilgili ilkelerin yatırıma uygulanmasını ifade eden davranışsal finans ile ekonomide sayısal verilerden ziyade bireylerin bilinçaltı psikolojik eğilimleri önem kazanmıştır. Özellikle Daniel Kahneman ve Amos Tversky'nin aldığı Nobel ödülünden sonra dikkatleri üzerine çeken davranışsal finansın aslında insanların bilinçaltındaki yerini tüketimde bulunmaya, yatırım yapmaya başladığı zamandan beri aldığı söylenebilir.

İnsani zaafı, davranışları hangi faktörlerin yönlendirip belirlediğini anlamaya çalışan davranışsal finans bu faktörler üzerinde kontrol sağlamak ve daha iyi kararlar verebilmek için bilişsel ve duygusal faktörleri hesaba katarak ekonomik modeller kurmaya çalışmaktadır. Dolayısıyla davranışsal finans, geleneksel finansın varsaymış olduğu gibi insanın sadece ekonomik yönünü dikkate alan "homo economicus" boyutuyla değil, insanı psikolojisiyle, sosyalliğiyle disiplinler arası değerlendirmeye çalışmaktadır. Akademik literatürde makro ve mikro olmak üzere iki alana ayrılan davranışsal finans, bu çalışmada mikro açıdan incelenmiştir.

Finansal kararlarda yatırımcıların psikolojik önyargıları kadar kişilik özellikleri ve finansal risk toleransları da etkili ve belirleyici olmaktadır. Çoğu yatırımcı kendi kişilik özellikleri, finansal risk toleransları ve hangi psikolojik önyargılara maruz kaldıkları konusunda bilgi sahibi değildir. Her ne kadar yüksek zekâya sahip olursa da ya da yatırım konusunda finansal bilgi düzeyi üst seviyede olsa da bu durum insanların psikolojik önyargılara maruz kalmasını engellememektedir.

Nitekim Nobel fizik ödülü sahibi Isaac Newton'un 1720 yılında yaşanan borsa krizinde önemli bir büyüklükte ekonomik kayıba uğraması, M. Markowitz'in risk ve kazanç arasında nasıl bir denge kurulacağını anlatan Portföy Seçimi (Portfolio Selection) makalesi ile 1990 yılında Nobel kazanması, yatırım konusunda hata yapmalarını engellememiştir. Dolayısıyla yatırımcıların öncelikle Yunanistan'ın Delphi tapınağındaki Apollon yazıtında da ifade ettiği gibi -"kendini tanı"-ması gerekmektedir. Bu çalışmada da bilişsel psikoloji ve kişilik psikolojisinden yararlanarak yatırımcıların kendilerini üç açıdan değerlendirmeleri amaçlanmıştır. Bu sayede yatırımcılar kişiliklerini tanıyıp, psikolojik önyargılarıyla yüzleşerek finansal risk toleranslarına göre daha sağlıklı finansal kararlar alabilirler.

Gandevani'nin de belirttiği gibi (2002), başarılı yatırımcılar arasındaki çekirdek inanç, yatırımcıların pazara değil kendi psikolojilerine yatırım yapmasıdır. Onlara göre pazar bir yatırımcı için aynadır ve ancak bir yatırımcının kendi tutum ve davranışlarını yansıtır.

Davranışsal finans, yatırımcıların farklı riskler karşısında hep aynı hassasiyeti göstereceğine ilişkin geleneksel yaklaşımı kabul etmemektedir. Davranışsal finansa göre finansal risk toleransı, bir kişinin riske karşı tutumunu yansıtan, karmaşık psikolojik bir kavramdır ve insanların risk ile ilişkisi öznedir. İnsanların riske karşı tutumları bilişsel ve duygusal faktörler ile kişilik ve demografik özellikler gibi çeşitli faktörler tarafından etkilenmektedir. Dolayısıyla gerçekte riskin ne olduğu değil; insanların onu nasıl algıladığı önemlidir.

Geleneksel finans, her ne kadar insan psikolojisini dikkate almasa da her yatırım davranışı duygu ve düşüncelerden etkilendiği için psikoloji içermektedir. Bireysel önyargıların büyük bir kısmı yatırımcıların kişilik özelliklerinden ileri gelmektedir. Murgea'nın da (2007) ifade ettiği gibi sermaye piyasasında, yatırımcıların para kaybetmesinin nedeni pazar değil, kişilik özellikleridir. Diğer taraftan yatırımcıların kendi finansal kişiliklerini tanımaları ve bu özelliklerine göre yatırım stratejileri belirlemeleri yüksek gelir elde etmelerini garantilemese de en azından kayıplarını önleyebilir.

Bu doğrultuda araştırma beş bölümden oluşmaktadır. Araştırmanın birinci bölümünde öncelikle davranışsal finansın tanımına yer verilmiştir. Geleneksel finansın rasyonalite, beklenen fayda teorisi ve etkin piyasa teorisinden oluşan üç temel varsayımı ile davranışsal finansın irrasyonalite, beklenti teorisi ve etkin olmayan piyasalar varsayımlarına açıklık getirilmiş, davranışsal finansın psikoloji, sosyoloji ve antropoloji olmak üzere diğer bilim dallarıyla olan ilişkisine değinilmiştir.

Araştırmanın ikinci bölümünde davranışsal finansın öne sürdüğü psikolojik önyargılara yer verilmiştir. Bu bağlamda, temsililik, bulunabilirlik ve demirleme olmak üzere üç hevristik ile birlikte aşırı güven, aşırı iyimserlik, pişmanlıktan kaçınma ve sürü davranışı psikolojik önyargıları üzerinde durulmuştur.

Araştırmanın üçüncü bölümünde risk, davranışsal finans açısından ele alınmıştır. Bu doğrultuda riskin beyin, kişilik ve kültür ile olan ilişkisiyle yaş,

cinsiyet, medeni durum, eğitim seviyesi ve finansal bilgi düzeyinden oluşan demografik özelliklerle açıklanmaya çalışılmıştır.

Araştırmanın dördüncü bölümünde finansal kişilik üzerinde durulmuştur. Bunun için öncelikle kişilik psikolojisi, ayırıcı özellikler kuramı ve beş faktör kişilik özellikleri konularına yer verilmiştir. Beş faktör kişilik modelindeki her bir boyut, Deneyime Açıklık, Sorumluluk, Dışa Dönüklük, Uyumluluk ve Nevrotiklik ayrı ayrı açıklanmıştır.

Araştırmanın beşinci bölümünde finansal yatırımcıların psikolojik önyargıları, finansal risk toleransları, kişilik ve demografik özellikleri arasındaki ilişkinin tespitine yönelik alan çalışması yer almaktadır. Bu bölümde alan çalışmasına geçmeden önce literatürdeki çalışmalara ve sonuçlarına değinilmiş daha sonra araştırmanın amaç ve önemine, araştırmada kullanılan yöntem ve hipotezlere ve elde edilen bulgulara yer verilmiştir.

Araştırmada anket yöntemi kullanılmış olup sonuçların analiz edilmesinde SPSS 22 istatistik programı yazılımından yararlanılmıştır. Verilerin değerlendirilmesinde tanımlayıcı istatistikler, parametrik ve non parametrik testler kullanılmıştır. Kategorik-nonparametrik veriler için Ki-kare ve lojistik regresyon analizi; parametrik veriler için one way ANOVA testi uygulanmıştır.

Araştırmanın sonuç bölümü, kurulan hipotezlere ilişkin değerlendirme, görüş ve önerilerle noktalanmıştır.

BÖLÜM I

DAVRANIŞSAL FİNANSIN TEMELLERİ ve PSİKOLOJİK ÖNYARGILAR

Bu bölümde davranışsal finans kavramına açıklık getirilmiş, geleneksel finansa ve davranışsal finansın geleneksel finansa olan eleştirisine yer verilmiştir. Geleneksel finansın rasyonalite, beklenen fayda teorisi ve etkin piyasa hipotezinden oluşan üç temel varsayımı ile davranışsal finansın irrasyonalite, beklenti teorisi ve etkin piyasa teorisinin eleştirisinden oluşan üç temel varsayımı üzerinde durulmuştur. Daha sonra davranışsal finansın psikoloji, sosyoloji ve antropoloji bilim dallarıyla olan ilişkisine yer verilmiştir.

1.1. Genel Olarak Davranışsal Finans

Davranışsal finans kavramı, akademik yazında çok işlenmesine rağmen çoğu kişi davranışsal finansın arkasında yer alan kavramları anlamada tam bir bilgiye sahip değildir. Bu durum, davranışsal bilim, bilişsel psikoloji¹, yatırımcı psikolojisi, davranışsal ekonomi, deneysel ekonomi gibi en azından isim olarak davranışsal finansa benzeyen konuların çoğalmasından dolayı anlam karışıklığı yaratmasından kaynaklanmaktadır. Bunun yanı sıra, piyasaya giren yatırımcı psikolojisiyle ilgili kitaplar da davranışsal finansın çeşitli bakış açılarına atıf yapmaktadır fakat bunlar da davranışsal finansı açıklamada yeterli değildir (Pompian, 2006:4). Davranışsal finans, bir alan olarak 1980'lerin başlarında, David Dreman, Robert Shiller, Hersh Shefrin, Meir Statman, Werner De Bondt ve Richard Thaler gibi finansçılarla; Paul Andreassen, Daniel Kahneman ve Amos Tversky gibi psikologların katkılarıyla New York' da yapılan çalışmalar sonucu ortaya çıkmıştır (De Bondt ve diğerleri, 2008:1). Princeton Üniversitesi'nde psikolog olan Kahneman ve psikolojik karar verme üzerine birlikte çalıştıkları Amos Tversky, 2002 yılında yapmış oldukları çalışmalarla Nobel ödülü kazanmıştır (Thaler ve Mullainathan, 2013). 1991-1999 yılları arasındaki Nobel ödülleri incelendiğinde insan ilişkileri, davranışlar ve bireysel karar alma süreçlerini inceleyen çok disiplinli çalışmaların ön planda olduğu görülmektedir (Altıntaş ve diğerleri, 2008: 130).

Davranışsal finansın geçerliliği ve kabul edilebilirliği her geçen gün artmasına rağmen, kabul görmüş geleneksel finansın ve gelecek vaat eden

¹Bilişsel Psikoloji: Zihnin bilimsel bir yoldan incelenmesi ile ilgilenen psikoloji dalıdır (Goldstein, 2013:34).

davranışsal finansın bilimselliği konusunda uzmanlar arasında hala anlaşmazlıklar bulunmaktadır (Ricciardi, 2005:2). Davranışsal finansın insanların bilinçaltındaki yerini yatırım yapmaya ve tüketimde bulunmaya başladığı zamandan beri aldığı söylenebilir (Kıyılar ve Acar, 2009:459). Her ne kadar 1990'lı yıllarda yaygınlaşmış olsa da davranışsal finansın kökeni 150 yıl öncesine dayanmaktadır. 1841'de Charles MacKay'ın "Olağanüstü Kitlese Yanılgılar ve Kalabalıkların Çılgınlığı" (*Extraordinary Popular Delusions And The Madness of Crowds*) adlı kitabında tarih boyunca yaşanan panikler ve panik çeşitleri zaman çizelgesiyle anlatılmaktadır. Gustave Le Bons'un "Kitleler Psikolojisi" (*The Crowd: A Study of The Popular Mind*), adlı önemli eserinde kalabalıkların ve grup davranışlarının rolü tartışılmakta olup eserde sosyolojiye, sosyal psikolojiye ve tarihe başvurulmuştur. George Charles Selden'in 1912'de yayınlanan "Borsanın Psikolojisi" (*Psychology of The Stock Market*) adlı eseri, borsada psikolojiye başvuran ilk kitaplardan biri olup finansal pazarlardaki yatırımcıların duygusal ve psikolojik zorluklarını tartışmaktadır. Bu üç eserin finans alanında psikoloji ve sosyolojiye başvuran ilk çalışmalardan olduğu söylenebilir (Ricciardi ve Simon, 2000:1).

Davranışsal finansın üç temel unsuru vardır. Bunlar: İnsan, Ekonomi/Finans ve Psikoloji (Özerol, 2011:12). Akademik literatürde davranışsal finans, iki temel alana ayrılmıştır: Davranışsal finansın açıklayabildiği etkin pazar hipotezindeki anomalilerin tanımlanması ve bireysel yatırımcıların davranışlarının veya klasik ekonominin rasyonel davranışlarıyla çelişen önyargıların tanımlanması (Pompian ve Longo, 2004:9). Bu doğrultuda davranışsal finans, akademik çalışmalarda mikro davranışsal finans ve makro davranışsal finans çerçevesi altında incelenmektedir.

"Mikro davranışsal finans", bireysel yatırımcıların önyargılarını ve davranışlarını araştırırken; "Makro davranışsal finans", bireysel yatırımcılardan oluşan pazarın davranışlarını anlamaya çalışmaktadır. Mikro davranışsal finans, klasik ekonomi teorilerinde öngörülen rasyonel insanları değil "gerçek" insanları araştırmaktadır. Makro davranışsal finans ise etkin piyasa hipotezindeki, normlardan veya yaygın kurallardan sapma anlamına gelen anomalileri, davranışsal modelleri kullanarak anlamaya çalışmaktadır (Pompian, 2006:8; Ricciardi ve Simon, 2000:7). Makro davranışsal finans, "Pazarlar etkin midir?", veya "Pazarlar davranışsal etkilere maruz kalmakta mıdır?" sorularını sorarken; Mikro davranışsal finans, "Bireysel

yatırımcılar mükemmel bir şekilde rasyonel midir?” veya “Bilişsel veya duygusal hatalar bireysel yatırımcıların finansal kararlarını etkilemekte midir?” sorularına cevap aramaktadır (Pompian, 2006:8). Makroekonominin, mikro temeller üzerine inşa edildiği düşünüldüğünde (Yılmaz, 2012:2) makro davranışsal finansın da mikro davranışsal finans üzerine inşa edildiği söylenebilir. Bu doğrultuda bu çalışmada davranışsal finans, bireylerin finansal yatırım kararlarını etkileyen bilişsel ve psikolojik faktörler çerçevesi altında “mikro” açıdan incelenecektir.

Davranışsal finans ile ilgili yapılan çalışmalar incelendiğinde tanımlar şu şekildedir:

Baker ve Nofsinger, (2002: 98):

“Geleneksel finans, yatırımcıların nasıl davranması gerektiğine yönelik finansal araçlar ve fikirler geliştirerek karar problemlerine rasyonel çözümler üretmeye çalışmakta, gerçek yatırımcı davranışlarına odaklanmamaktadır. Bu anlamda geleneksel finans, normatiftir. Davranışsal finans ise, finansal bir ortamda “gerçek” insanların “gerçek hayatta” nasıl davrandıklarını araştırmaktadır. Bu anlamda davranışsal finans betimleyicidir. Davranışsal finans, insanların her zaman rasyonel olmadıklarını fakat her zaman “insan” olduklarını savunmaktadır. Davranışsal finans, genel olarak insanların irrasyonelliklerini araştırmakta ve yanılabilirliklerini göstermektedir.”

Ricciardi ve Simon (2000:2):

Davranışsal finans, psikoloji, sosyoloji, ve finansın birleşimi olup disiplinlerarası bir alandır. Davranışsal finans, bireylerin (küçük yatırımcılar, portföy yöneticileri vb.), grupların (yatırım fonu yatırımcıları, bir grup hissedar vb.) ve organizasyonların (finansal kurumlar ve kar amacı gütmeyen kurumlar vb.) finansal karar alma süreçlerini etkileyen psikolojik ve sosyolojik faktörleri araştırmaktadır.

Bernstein’e göre (2011:323):

“Davranışsal finans, yatırımcıların, bir an soğukkanlı hesaplamalara girip, biraz sonra duygusal güdülere boyun eğerek, risk ve getiri arasındaki gelgitler boyunca yollarını bulmak için nasıl bir mücadele verdiklerini incelemektedir. Akılcı olanla pek de akılcı olmayanın bir araya geldiği bu karma, teorik modellerin öngördüğü biçimde tutarlı performans gösteremeyen bir sermaye piyasası doğurur.”

Peterson (2012):

“Davranışsal finans, yatırımcı psikolojisiyle ilgili ilkelerin yatırıma uygulanmasını ifade eder.” şeklinde ifade kullanırken;

Barberis ve Thaler (2002:2) davranışsal finansı:

“Davranışsal finans, finansal pazarlarda, geleneksel paradigmlar tarafından karşılaşılan zorluklara cevap olarak ortaya çıkan yeni bir yaklaşımdır. Davranışsal finansın en büyük başarılarından biri rasyonel ve irrasyonel yatırımcıların etkileşim içinde olduğu bir ekonomide, irrasyonalitenin fiyatlar üzerinde önemli ve uzun süreli bir etkisi olduğunu göstermesidir.” şeklinde açıklamıştır.

Fromlet’e göre (2001: 63) davranışsal finans:

“Finansal analizlerde hüküm süren klasik ve neoklasik finansal teoriyi tamamlayıcı bir potansiyele sahiptir. Davranışsal finans, finansal analiz ve kararlarda önemli bir girdi olan psikolojik faktörlerle ilgilidir. ABD’de ve Avrupa’da akademik araştırmalarda ve pratik uygulamada, artan bir ivme kazanmaktadır. Davranışsal finans, finansal pazarlarda geleneksel finansa aykırı gözükken birçok reaksiyona açıklama getirmektedir. Böylece, ciddi hatalardan kaçınmak ve yatırım stratejileri bulmak için ekonomiye önemli bir katkı sağlamaktadır.” şeklinde ifade emektedir.

Shiller (2003:83):

“Psikoloji ve sosyolojiyi de içine alan, sosyal bilimlerden faydalanan davranışsal finans, en önemli araştırma programlarından biridir ve etkin piyasa teorisine karşı ciddi çelişki yaratmaktadır. Finans ve sosyal bilimler arasında işbirliği sağlayan davranışsal finans, finansal pazarlardaki bilginin derinleşmesini sağlamaktadır.” şeklinde ifade ederken;

De Bondt ve diğerleri (2008:1-2):

“Davranışsal finans, bireysel ekonomik birimler tarafından gerçekleştirilen finansal yarguların ve seçimlerin kalitesi ve doğası üzerine çalışmaktadır ve bunların finansal piyasalar ve kurumlar için ne gibi sonuçlara yol açtığını araştırmaktadır. Davranışsal finans, psikoloji ve finansı birleştirerek psikolojinin hanehalkında,

pazarda ve örgütlerde finansal kararları nasıl etkilediğini araştıran, egemen paradigma Neoklasik disiplinin yerini almaya hazırlanan yeni bir alan” olarak tanımlamaktadır.

Ricciardi, (2005: 2-5):

“Davranışsal finans, menkul kıymet piyasasında faaliyet gösteren finansal uzmanların, yatırımcıların, bireylerin bilişsel faktörlerini ve duygusal sorunlarını “disiplinler arası” araştırmalara dayanarak açıklamaya çalışan bir alandır. Davranışsal finans, yatırımcıların karar alma süreçlerine ilişkin içgörülerini anlamaya ve geliştirmeye çalışan bir bilimdir. Diğer bir ifade ile davranışsal finans, amatör ve uzman yatırımcıların karar alma süreçlerini etkileyen duygusal faktörleri ve bilişsel önyargıları açıklamaya çalışmaktadır.” şeklinde ifade etmektedir.

Siddiqui ve Singh, (2009:96) davranışsal finansın finansal pazarlarda aşağıda yer alan davranışsal ilişkileri araştırdığını öne sürmektedir:

- *Yatırımcının fiyat değişikliğine tepkisi,*
- *Yatırımcının yeni bir habere tepkisi,*
- *Geçmiş eğilimlerden geleceği kestirim,*
- *Cinsiyetin yatırım ilişkisine etkisi,*
- *Popüler hisse senetlerine odaklanma ve temel olanları gözden kaçırma,*
- *Mevsimsel fiyat döngüleri vb.” finansal pazarlardaki olası davranış kalıplarını incelemektedir.”* şeklinde ifade etmektedir.

Davranışsal finans ile ilgili tanımların ortak özelliği incelendiğinde davranışsal finansın psikoloji ve sosyolojiyi içine alan disiplinlerarası bir çalışma olduğu, yatırımcıların finansal karar alma süreçlerini etkileyen bilişsel ve duygusal faktörleri araştırdığı ve geleneksel finansın varsayımlarına ciddi eleştirileri olduğu şeklinde görülmektedir.

Davranışsal finans alanında yapılan akademik çalışmalar, insanların irrasyonel davrandıklarını ve tekrarlayan karar hataları yaptıklarını kanıtlamıştır (Pompian, 2006:9). Davranışsal finans, insani zaafı, davranışları hangi faktörlerin yönlendirdiğini anlamaya çalışıp bu faktörler üzerinde kontrol sağlamayı ve daha iyi kararlar verebilmeyi amaçlamaktadır (Ariely, 2011:18). Finansal pazarların

psikolojik etkilerini araştırmak, geleneksel (standart) paradigmanın anlaşılmaz gözüken yönlerini anlamaya yardımcı olmaktadır (De Bondt ve Thaler, 1994:4). Bunun yanı sıra başarılı yatırımcılar arasındaki çekirdek inanç, yatırımcıların pazara değil kendi psikolojilerine yatırım yaptığıdır. Onlara göre pazar bir yatırımcı için aynadır ve ancak bir yatırımcının kendi tutum ve davranışlarını yansıtır (Gandevani, 2002:35). Bu doğrultuda davranışsal finans alanında yapılan çalışmalar ekonomiye önemli bir katkı sağlamaktadır.

Davranışsal finans, insanların her zaman rasyonel olmadığı, Etkin Piyasalar ve Beklenen Fayda Teorilerinin geçerli olmadığını kanıtlamak amacı ile ortaya çıkmıştır (Tufan, 2008:7). Dolayısıyla, çalışmanın bu bölümünde davranışsal finansın anlaşılabilmesi için öncelikle bu teorilerin ve varsayımlarının ne olduğu açıklanıp davranışsal finansın bu teorilere getirdiği eleştirilere yer verilecektir.

1.1.1. Davranışsal Finansın Geleneksel Finansa ve Varsayımlarına Olan Eleştirisi

Yeni ekonomik faaliyetleri anlayabilmek ve buna ilişkin ekonomik politikalar geliştirebilmek için öncelikle mevcut politikaların eleştirel bir bakış açısıyla değerlendirilmesi gerekmektedir (Eroğlu, 2011:1). Karl Popper'ın da ifade ettiği gibi bilim, eleştirilebilirlik ve yanlışlanabilirlik üzerine kuruludur. *“Popper bilimi, bataklıkta kazıklar üzerine dikilmiş bir yapıya benzetmektedir. Bu kazıklar hiçbir zaman “var olan” doğal ve sağlam bir tabana dayanmaz. Zaman zaman kazıkların sağlam bir temele dayandığı düşünülebilir; ama bu bir yanılığ olacaktır. Çünkü kazıklar yalnızca geçici bir süre için kendilerine sağlam bir dayanak bulmuştur. Bir süre sonra sağlam sanılan temel yine zayıflayabilir. Bu nedenle de kazıkların hep daha derine çakılması vazgeçilmez olmalıdır. İşte Popper'ın bilim insanı, bıkmadan, usanmadan uçsuz bucaksız derinliklere uzanmaya çalışan; ulaştığı bilgiyi yalnızca geçici bir süre için güvenilir bilgi olarak kabul eden, bununla da yetinmeyip hep daha fazlasını arayan insandır. Bu da ancak bilginin “mutlak” olmadığı görüşüyle bağdaşmaktadır. Mutlak olmayan bilgi, doğru olmayan bilgidir, yanlışlanabilir bilgidir; evrenin herhangi bir yerinde “siyah tek bir kuğunun” var olabileceği kuşkusunun taşınmasıdır”* (Popper, 2010:18).

Bilim tarihine bakıldığında, bilim çevresinin uzun bir süre temel kabul ettiği daha sonra geçersizliği ispat edilen teorilerle dolu olduğu görülmektedir. Bu sebeple

bilimin ayırt edici özelliği olan evrensellik algısının sadece ait olduğu dönem için geçerli olduğu ve insanların tam bilgiye sahip olmamasından kaynaklandığı söylenebilir. Nesnellik ise araştırmacının her türlü dış etkiden arınmış bir zihinsel yapıya sahip olmasını gerektirmektedir. Fakat özelde ekonomi, genelde bilimin bütünü için nesnellığe tam olarak ulaşamayacağı savunulmaktadır. Ayrıca teoriler, dünyayı açıklama konusunda tek ve mutlak araçlar oldukları için değil bilim çevresinin bu konuda aynı fikirde olması nedeniyle benimsenmektedir (Acar, 2008:17). John Kenneth Galbraith'e göre "genel kanılar basit, uyumlu ve rahatlatıcı olmalıdır. Ama mutlaka doğru olmaları gerekmez. Genel kanıların asla doğru olmadığını savunmak hatalı olur ama genel kanıların nerelerde yanlış olabileceğini fark etmek, sorular sormaya başlamak için iyi bir yerdir" (Levitt ve Dubner, 2006:88). Davranışsal finans da bu anlamda geleneksel modelin hangi varsayımlarının yanlışlanabilir olduğunu göstermektedir.

Tarihte bilinen finansal kriz sayısının 150'ye yakın olduğu düşünüldüğünde (Özerol, 2009:131) geleneksel finansın varsayımlarıyla sözkonusu krizlerin açıklanamaması, geleneksel finansın eleştiri aldığı noktalardan birini oluşturmaktadır. Bunun gibi geleneksel finansın krizleri açıklayamaması, rasyonel insan ve beklenen fayda varsayımları ile etkin piyasa teorisi gibi teorileri eleştiriye konu olmaktadır. Davranışsal finans da bu varsayımları eleştirmekte, geleneksel finansın açıklayamadığı konulara açıklama getirmeye çalışmaktadır. Davranışsal finans, geleneksel finansın rasyonel insan varsayımına karşı irrasyonel insan, beklenen fayda teorisine karşı beklentiler teorisini öne sürmekte, piyasaların da etkin olmadığını varsaymaktadır. Bu amaçla diğer disiplinlerle özellikle psikoloji ile işbirliği yaparak deneysel araştırmalar gerçekleştirmektedir. Bu da davranışsal finansı disiplinler arası bir çalışma yapmaktadır.

1.1.2. Geleneksel Finans (Klasik ve Neoklasik Kuram) ve Başlıca Varsayımları

Geleneksel finans teorileri, yaklaşık otuz yıldır finans alanında gerçekleştirilen Etkin Piyasalar Hipotezi, Modern Portföy Teorisi, Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli (SVFM) gibi çalışmaların alt yapısını oluşturduğu paradigmayı temsil etmektedir (Bostancı, 2003:3).

Alternatifler arasından seçim yapmak olarak tanımlanan karar alma süreci, hem psikolojinin hem de ekonominin ortak ilgi alanıdır. Geleneksel ve davranışsal

finans, karar verme konusunda finansal kararları yönlendiren başlıca iki yaklaşımdır (Tufan, 2008:11). Davranışsal ekonomideki birçok fikir yeni değildir; bir asırlık dolambaçlı yoldan sonra neoklasik ekonominin köklerine dayanmaktadır (Camerer ve Loewenstein, 2002:3). Hatta, klasik ekonomi teorileri incelendiğinde, bireylerin ekonomik kararlarının analiz edilmesinde psikoloji biliminden faydalandığı görülmektedir. Adam Smith'in "The Theory of Moral Sentiments" (Ahlaki Duygular Teorisi) adlı eseri bireylerin davranışlarının psikolojik açıdan analizini içermektedir (Çalık ve Düzü, 2009:2). Smith bu eserde kendiliğinden bir düzenin belirleyici davranış ilkesi olarak "sempati" kavramını ele almaktadır. Sempati kavramı da insanların başkalarının acı ve sevinçlerini paylaşma anlamında kullanılmaktadır. Eserde kendini sevme ilkesi de açıklayıcı bir unsur olarak yer almakta fakat bu iki ilke birbiriyle çelişmemektedir. Çünkü, insan sosyal bir varlık olduğu için başkaları tarafından değerlendirilen ve bu değerlendirmelere her şeyden fazla önem veren bir varlıktır (Buğra, 2013:97). Smith eserde ayrıca, insanların her ne kadar bencil varsayılsa da doğuştan dürüst olduğunu, başkalarının mutluluğunun insanlar için önemli olduğunu belirtmiştir (Levitt ve Dubner, 2006). Dolayısıyla bu eserin konusunun, davranışsal finanstaki birçok gelişmenin habercisi olan insan psikolojisinin oluşturduğu söylenebilir (Camerer ve Loewenstein, 2002:3).

Neoklasik ekonominin temelini oluşturan fayda kavramını öne süren Jeremy Bentham da faydanın psikolojik temelleri üzerinde yoğun bir şekilde durmuştur (Camerer ve Loewenstein, 2002:3). Bentham'a göre insanları motive eden iki unsur: acıdan kaçınma ve haz alma duygusudur. Acı ve hazı ölçmenin en iyi yolunun da paranın ölçülmesi olduğunu varsaymaktadır. Böylece acı ve haz hesabı tüm insan davranışlarını analiz etmede kullanılabilir hale gelmektedir (Landreth ve Colander, 1976:177). Faydacı felsefeye göre insan, sadece kendi faydasını düşünen, sadece kendisini seven, mutluluğa ulaşmak için hem çevresini hem de doğayı araç olarak gören bencil bir varlıktır. Bu varlığın mutlu olması mal ve hizmet tüketmesine veya girmiş olduğu etkinliklerden aldığı haza bağlıdır. Buna göre bireylerin mutlulukları erişebilecekleri net haz miktarı ise, toplumun da tek tek bireylerin toplamından oluştuğu düşünüldüğünde, toplumların genel mutluluğu da tek tek bireylerin mutluluklarının toplamı olacaktır. Böylece piyasa sisteminin işleyişiyle bireyin kendi mutluluğunun peşinden koşması arasında doğrudan bir bağlantı bulunmaktadır (Özel,

2013:52-55). David Hume ise, insanların ekonomik davranışlarını belirleyen faktörlerin tutku, inatçılık ve yaşam sevinci gibi insani güdüler olduğunu ifade ederek psikoloji ile ekonomiyi ilişkilendirmiştir (Soydal, 2010:88). Ekonomistler tarafından akademik psikolojinin reddi, paradoksal bir şekilde neoklasik devrim ile birlikte başlamıştır (Camerer ve Loewenstein, 2002:4). 20. yy. da ekonomi biliminin neoklasik ekolün etkisi altına girmesiyle birlikte ekonomi analizlerinde psikoloji biliminin etkileri azalma göstermiş, matematik, fizik ve fen bilimlerinin ağırlığı ise artmaya başlamıştır (Soydal, 2010:88).

Doğanın işleyişinde olduğu gibi ekonomik yaşamın işleyişinde de neden sonuç ilişkisine dayalı belirli ve açıklayıcı kurallar olduğu düşüncesi, karmaşıklaşan ekonomik olguların ortak bir dille diğer bir ifade ile matematiksel kavramlarla açıklanması, ekonomi biliminin şekillenmesine ve ayrı bir disiplin olarak ortaya çıkmasına neden olmuştur. Ekonominin fizik gibi pozitif bir bilim olmaya çalışması insanlara ait değerlerin dışlanmasına, insanların duygusuz bir şekilde davrandıkları varsayımına sebep olmuştur (Altıntaş ve diğerleri, 2008:123-137)

Klasik ekonominin tarihi Adam Smith' in "Ulusların Zenginliği" (The Wealth of Nations) adlı kitabının yayınlanması ile başlamaktadır. Klasik dönem aslında üçe ayrılmaktadır. Adam Smith' in "Ulusların Zenginliği" adlı (1772-1790) kitabı ile başlamakta, David Ricardo' nun "Ekonomi Politigin ve Vergilendirmenin İlkeleri" (On The Principles of Political Economy an Taxation) ile devam etmekte (1772-1823) ve John Stuart Mill'in "Politik Ekonominin İlkeleri" (Principles of Political Economy) (1806-1873) kitabı ile sonlanmaktadır. Smith'e göre insanlar rasyoneldir, hesapçıdır ve kişisel çıkar ile motive olmaktadır. Diğer faktörler dikkate alınmazsa her birey kendi çıkarları doğrultusunda hareket edecek ve kişisel çıkarın teşviki toplumların yararına olacaktır. Kişisel çıkarın toplum yararına dönüşebilmesi için de herhangi bir devlet müdahalesinin olmaması gerekmektedir. Çünkü optimum kaynak tahsisi ve tüketici memnuniyeti, rekabetçi bir pazarda ancak müdahale olmadığı durumda gerçekleşmektedir (Landreth ve Colander, 1976:74). Piyasa düzeni de insanların çıkar dürtüsünü izleyerek evrensel takas, alışveriş ve değişim eğilimlerinin geliştirilmesine yol açmakta, üretimin artması için hiçbir ekonomi dışı zor kullanıma gerek kalmamakta böylece ahlaki açıdan da "iyi" bir düzen oluşmaktadır (Buğra, 2013:101). Nitekim Smith'in "Ulusların Zenginliği" adlı kitabının konusunu

bencillik kavramı oluşturmaktadır. Ona göre bencillik, istenen rekabetçi sonuçları elde edebilmek için yeterlidir. Fakat, ticari bir toplumda sadece kişisel çıkar değil; güven, dürüstlük, iyi niyet, kısaca moral değerler de rekabet avantajı sağlamak için gereklidir. Diğer bir ifade ile insanlar sadece kişisel çıkar ile motive olmamaktadır. (Blaug, 1978:60).

Aslında kişisel çıkar görüşü Adam Smith'ten önce Bernard Mandeville'nin 1704 yılında yayımlanan "Arıların Masalı" (The Fable of the Bees) adlı eserinde de yer almaktadır. Mandeville bu eserde ekonomik büyüme ve refahın insanların çok çalışmalarına, tutumlu olmalarına veya başkalarını düşünmelerine bağlı olmadığını; insanların yalnızca kendi çıkarlarını gözeterek, tembellik, rahatlık, lüks ve zevk düşkünlüğü sonucunda ortaya çıkabileceğini öne sürmektedir. Dolayısıyla yazara göre uygarlığın gelişimi erdemler yerine erdemsizliklere dayanmaktadır. Ahlak profesörü Adam Smith de insanların erdemli davranışları ile çıkar güduları arasında; yine bireysel çıkar ile toplumsal refah arasında uzlaşma sağlanması açısından Ahlaki Duygular Teorisi ile Ulusların Zenginliği eserlerini yayınlamıştır (Özel, 2013:175).

"Ekonomik adam" (homo economicus) terimi ilk defa John Stuart Mill (1806-1873) tarafından kullanılmıştır (Nelson, 2011:27). Buna göre ekonomi teorisinde faydasını daima maksimize etmeye çalışan, rasyonel davranan kişi ekonomik adam olarak adlandırılmaktadır (Tacer, 2007:4). Mill'in bu varsayımı kullanmasının nedeni ekonominin bir bilim olarak net varsayımlar ve çıkarımlar kullanarak en iyi şekilde ilerleyeceğine inanmasından kaynaklanmaktadır (Nelson, 2011:27). Böylece rasyonel ekonomik birey tipi ekonominin vazgeçilmez ilkesi haline gelmiştir. Bunun iki temel nedeni de Smith'in çalışmalarının amaçlarından kaynaklanmaktadır. Bu amaçlardan biri, bilimsel diğeri de ahlakidir. Her iki amaç da 17. ve 18. yy. düşüncesine damgasını vuran bilim ve toplum ideallerinden kaynaklanmaktadır. Bilimsel amaç, doğa bilimlerindeki yasaların ekonomiye uyarlanması, ahlaki amaç ise insan üzerinde zorlayıcı baskılara gerek kalmaksızın işleyen bir toplum düzeninin kavramsallaştırılmasıyla gerçekleşmektedir (Buğra, 2013:91).

Ekonomi biliminin temel olarak kabul ettiği "homo economicus" ve "ceteris-paribus" gibi varsayımları, ekonominin bakış açısını daraltmakta ve ekonomi biliminin sınırlılıklarını oluşturmaktadır. Çünkü ekonomi özü itibarıyla insanı

kendisine konu edinmekte fakat psikolojik faktörleri analize dahil etmemektedir. Bunun nedeni, tüm koşulların aynı anda analize dahil edilemeyecek kadar çok olması, aynı zamanda göreceli ve değişken yapıda olmasından ileri gelmektedir (Soydal, 2010:86). Bu anlamda klasik ekonomi teorisi gerçekte olanı değil, teoride kolaylık sağlamak amacıyla olması gereken ideal durumu göstermektedir (Tacer, 2007:4). Fakat, gerçek dünyadaki yasalar, mantıksal ve idealize edilmiş dünyanın yasalarından farklılık göstermektedir (Gigerenzer, 2009:10). Nitekim, deneysel iktisat ile iktisadi kuramların, laboratuvar koşullarında sınanması sağlanmaktadır. Beyindeki nöronların incelenmesi, bireyden bireye değişen tutum farklılıklarına ve aynı bireyin farklı davranışlarına açıklama getirmektedir. Aynı bireyde rasyonellik, sınırlı rasyonellik ve irrasyonellik olabileceği ortaya konmuştur (Eren ve Sarfati, 2011:43).

Ekonomi, 18. yy. da kendisine Newton'un "doğal düzen" kavramını esas almaktadır. Buna göre ekonominin kurallarının, zaman ve yer farkı olmaksızın her zaman, her yerde uygulanabilir niteliğe sahip olduğu varsayılmıştır (Savaş, 2007:5). Klasik ekonominin de denge kavramının arkasında klasik fizik ve matematik yer almaktadır (Eren ve Sarfati, 2011:16). Ekonomideki piyasa istikrarı, arz- talep ve denge gibi kavramlar fizik biliminden alınan kavramlarla oluşturulmuştur. Fizikten alınan ekonomideki denge kavramı, serbest piyasa mekanizmasını ifade etmektedir. Buna göre serbest piyasa sisteminin ekonomiyi her zaman dengeye getireceği, bu dengenin tam istihdam dengesi olacağı ve böylelikle rasyonel insanların amaçlarını maksimize edeceği savunulmaktadır (Savaş, 2007:4). Bu durumda istikrar ve denge, ekonominin temel unsurları sayılırken düzensizlikler, krizler ve belirsizlikler ekonomi disiplininin dışlanmıştır (Acar, 2008:62- 94).

1870'lerin başlarında üç farklı ülkeden ve üç farklı geçmişi olan yazarlar birbirlerinden bağımsız olarak marjinal fayda konusunda kitaplar yayınlamıştır. William Stanley Jevons, 1871'de İngilizce "Ekonomi Politğin Teorisi" (Theory of Political Economy) adlı eserini yayınlarken, aynı yıl Carl Menger Almanca "İktisadın İlkeleri" (Grundsätze der Volkswirtschaftslehre) kitabını yayınlamış üç yıl sonra da Fransız ekonomist Léon Walras Fransızca "Saf Ekonomi Unsurları" (Eléments d'économie politique pure) kitabını yayınlamıştır. Bu yazarlarla birlikte Alfred Marshall'ın ekonomide marjinal analizi kullanmasıyla, neoklasik ekonomi

düşüncesi ortaya çıkmıştır (Landreth ve Colander, 1976:228). Bu üç yazar dönemin fizik bilimindeki gelişmelerden etkilenmiş olup matematik yöntemleri ekonomiye katmışlardır (Guerrien, 1999:15). Böylece neoklasik teori bilimsel olarak gerekçelendirilebilecek, matematiksel olarak çözülebilecek prensipler üzerine inşa edilmiştir (Nelson, 2011:31).

Matematiksel hesaplamalar yapılmasını sağlayan analizlerde kültür, gelenekler, inançlar, bireylerin psikolojisi, ahlak değerleri, bireyin vicdanı gibi faktörler yer almamaktadır. Neoklasik teori bireyleri sadece rasyonel olarak açıklamaktadır, halbuki bireylerin davranışlarını etkileyen birçok dürtünün, psikolojik, sosyolojik ve fizyolojik faktörlerin etkilerinin göz önünde bulundurulması gerekmektedir (Acar, 2008:62-94).

Neoklasik teorinin hareket noktası bireydir ve bireyler karar birimi olarak kabul edilmektedir. Karar birimleri de ikiye ayrılmaktadır. Mal ve hizmet tüketen, işgücü sağlayan hanehalkı ile başka mal ve hizmetlerden yararlanarak yine mal ve hizmet üreten firmalar. Neoklasik model, hanehalkının da aynı bireyler gibi davrandığını kabul etmektedir. Buna göre hanehalkı çeşitli mal ve hizmet demetleri arasından tercih yapar, hanehalkının yapmış olduğu tercih sistemi tutarlıdır. Eğer hanehalkı C demetini, B demetine tercih ediyorsa ve B de A demetine tercih ediliyorsa o zaman C demeti de A'ya tercih edilmelidir (Guerrien, 1999:18). Firmalar karlarını artırmaya çalışan birimler olarak haneler de firmalarla benzer şekilde "faydayı" (ya da tatmini) artıran birimler olarak tanımlanmıştır. Diğer bir ifadeyle firmalardaki kar, hanelerdeki fayda ile eş değer olarak kabul edilmiştir (Nelson, 2011:27). Neoklasik ekonominin insan hakkındaki temel varsayımları üç başlık altında toplanabilir (Ackert ve Deaves, 2010:4):

1. İnsanlar rasyonel tercihler yapar.
2. İnsanlar faydayı maksimize etmeye çalışırken, firmalar karlarını maksimize etmeye çalışır.
3. İnsanlar, ilgili tüm bilgilere dayanarak bağımsız kararlar alırlar.

Bunun yanı sıra Neoklasik ekonomi, bireylerin geleceği önceden mükemmel bir şekilde görebileceği varsayımını öne sürmektedir. Bu varsayım, zamanı tek bir noktada somutlama imkanı getirmekte ve maksimum kar ve maksimum fayda ilkelerine çerçeve hazırlamaktadır. Halbuki bireylerin bugün ve yarın için alacakları

kararlar veya tercihler, zaman ufkunu kendi zihinlerinde nasıl gördüklerine ve nasıl yorumladıklarına bağlıdır. Ayrıca her bireyin zihni, çeşitli hata payları içermektedir. Diğer taraftan, neoklasik ekonominin tam bilgi varsayımı belirsizlik düşünüldüğünde gerçekçi gözükmemektedir. Bireylerin tercih ve kararlarının yönünü değiştiren belirsizlik faktörünün ekonometrik modellerde yer alması da mümkün değildir. Çünkü eksik bilgi, bireylerin bugünden yarın için yaptıkları tercihlerde geleceğin tam olarak bilinmemesi nedeniyle geleceğe ait verileri toplayamamalarından kaynaklanmaktadır. Bu yüzden, tüketiciler, gelecekte tüketmek istedikleri mal ve hizmetlerden elde etmek istedikleri faydayı bilemezler, yatırımcılar beklenen getirileri sadece tahmin edebilirler, girişimciler de ürettikleri ürüne yönelik talebi kesin olarak tahmin edemedikleri gibi karlarını da tam olarak bilemezler (Alada, 2000:113-114).

Neoklasik ekonomi, kurumları göz ardı etmektedir (Cook ve Levi, 1990:12). Diğer bir ifade ile neoklasik kuram birçok topluluğun ekonomik hayatını etkileyen devlet ve devlet dışı kar amacı gütmeyen örgütleri yok saymaktadır. Sendikalar, ticari birlikler, kilise ve hayır dernekleri, kar amacı gütmeyen hastaneler ve liseler gibi birçok topluluk, ekonomik hayatta yer almasına karşılık neoklasik kuramda yok sayılmaktadır. Bu durumda neoklasik kurama göre kar amacı gütmeyen bir kuruluş olarak kurulan New York Borsası' nın da ekonomik hayatta yer almaması gerekir ki New York Borsasının ekonomik hayattaki rolü düşünüldüğünde bu pek gerçekçi gözükmemektedir. Devleti mükemmel bir şekilde işleyen ekonomik makinelere müdahale etmekle suçlayan neoklasik kuram devletin faaliyetlerinin, şirketlerin ve tüketicilerin üzerindeki etkisini ihmal etmektedir (Nelson, 2008:54).

Serbest piyasa sistemine dayalı teoriler "Büyük Dünya Bunalımı"'nın patlak verdiği 1929 yılına kadar geçerliliğini korumuştur. Başta ABD, İngiltere, Fransa ve Almanya gibi gelişmiş ülkelerde kendini gösteren kriz, bu ülkelerle dış ticaret yapan gelişmekte olan ülkeleri de etkilemiş, işsizlik ve durgunluk Neoklasik teorisinin varsaydığı aksine devamlı bir hal almıştır. Bunun sonucunda neoklasik teoriye olan güven azalmış, bu durumu düzeltecek alternatif çözüm yolları aranmaya başlanmıştır (Savaş, 2007:6). Bu kriz, "bireysel çıkar maksimizasyonu" gerekçesiyle ekonominin tam istihdam dengesine ulaşmasının güç olduğunu, işsizlik, yoksulluk gibi sorunların, sadece kişisel sorunlar olmadığını, toplumun bireye karşı sorumlulukları

çerçevesi altında değerlendirilmesi gerektiği fikrini ortaya çıkarmıştır. Yine 1970'lerde ortaya çıkan kriz de piyasa ekonomisinin temel değerlerini yansıtan “kendiliğinden düzen”, “bireysel çıkar maksimizasyonu” gibi kavramların yoğun bir şekilde tartışılmasına neden olmuştur (Buğra, 2013:379-381).

Sonuç olarak ekonomik davranışlar sözkonusu olduğunda hiçbir varsayım mükemmel derecede doğru değildir ve teorik sonuçlar da her zaman her yerde geçerli değildir (Blaug, 1978:3). Nitekim, klasik ekonomideki genel denge yerine dinamik stokastik (rastgele, olasılıksal) - çoklu denge modelleri, lineer modeller yerini lineer olmayan modeller, rasyonellik yerini sınırlı rasyonellik, basit sistemler yerini karmaşık sistemler, tam rekabet piyasaların yerini eksik rekabet piyasalar almaktadır (Eren ve Sarfati, 2011:18-23).

1.1.2.1. Rasyonalite

Mantıktan felsefeye, psikolojiden ekonomiye, ilahiyattan tarihe kadar tüm sosyal alanlarda yaygın olarak kullanılan rasyonellik kavramının ortak bir tanıma kavuşturulması zor olmaktadır. Bu zorluğun nedeni, rasyonellik kavramının farklı alanlarda ve yaygın bir şekilde kullanılması ve madde, varlık, doğru, yanlış, iyi, kötü, neden, sonuç, bilgi gibi “açıkça” ve en iyi bilinir olduğu varsayılan kavramlar arasında yer almasıdır (Demir, 2013:49-68). Bu doğrultuda rasyonalite ile ilgili yapılan tanımlar şu şekildedir:

Rasyonalite kelimesinin tarihsel kökenleri Latince'ye dayanmaktadır. Buna göre makul, akla uygun anlamına gelen (ratio) rasyo kelimesinden rasyonalite kelimesi türemiştir. Akla uygun, makul kararlar almak rasyonel davranmak anlamına gelmektedir. Ekonomide ise rasyonel davranış, bireylerin kişisel faydalarını maksimize etmeleri anlamına gelmektedir. Bu da homo economicus' a karşılık gelmektedir (Schindler, 2007:21).

Homo economicus ise kısaca, bütün olası alternatifleri en iyi şekilde kullanır, bütün sonuçları anlar ve sadece bu sonuçları göz önünde bulundurur. Geleneksel finansal paradigmada karar verici bilişsel kapasite ve yetenek açısından sınırlandırılmamıştır. Karar verici süper bir zihne sahiptir, yüksek derecede sayısal yetenekleri vardır, karmaşık problemleri çözecek kapasiteye sahiptir. Yeni bir bilgi

ortaya çıkarsa inanışlarını doğru bir şekilde günceller, Bayes kurallarını² kullanır. Homo economicus, sadece paraya ve harcamaya değer verir ve kararları kendi çıkarlarını maksimize edecek şekilde verir. Pişmanlık, korku gibi duygusal faktörlerden etkilenmez (Baltussen, 2009:5).

Russel'a göre (2013:47) ise rasyonalist, insanların rasyonel olmasını isteyen kişidir. Sert eleştirilere uğrayan rasyonelliğin ne anlama geldiğini bilmek, bilinmesi durumunda da insanların onu elde edip edemeyeceklerini kestirmek zordur. Rasyonel bir kişi, kesinliğin olanaklı olmadığı durumlarda olasılığı en yüksek görüşe en büyük ağırlığı vermektedir, yabana atılmayacak ölçüde olasılığı olan görüşleri de varsayım olarak aklında tutmaktadır, çünkü bunların tercih edilmesini gerektiren bazı kanıtlar sonradan ortaya çıkabilir ihtimalini bulundurmaktadır.

Rasyonel davranış geniş anlamda, tutarlı, mantıklı, planlı anlamında kullanılmakta olup, rasyonel davranışın kişisel çıkar sayesinde ekonomik pazarlarda en iyi davranışı sağladığına inanılmaktadır. Rasyonalitenin özellikle tüketici taleplerini mükemmelleştiren klasik teori için özel bir anlamı vardır (McFadden, 1996:1-8).

Geleneksel finasta insanlar rasyoneldir. Buna göre yatırımcılar, bilişsel hatalardan etkilenmez, pişmanlık acısını bilmez, çerçeveler karşısında yanılığa düşmez ve kendini kontrol etmekte zorlanmaz (Statman, 1995:2). Geleneksel finansa göre insan davranışı modeli üç gerçekçi özellik içermektedir: sınırsız rasyonellik, sınırsız irade ve sınırsız bencillik. Sınırsız bilgi işleme yeteneğini eleştiren, Nobel ödülü kazanan Herbert Simon insanların sınırsız beyin gücüne veya zamana sahip olsa bile zor problemleri çözemeyebileceğini bu yüzden insanların sınırlı rasyonel olduklarını öne sürmektedir. İnsanlar sınırsız iradeye de sahip değildir, hatta bunu kendileri de bilmektedir. Çünkü çoğu insan para harcamada, yemek yemede veya alkol, sigara gibi zararlı şeyleri kullanmada iradelerini kullanamaz. Bu yüzden diyet programları uygular, sigarayı veya alkolü bırakmaya çalışır. Geleneksel finans alturizmi reddetse de insanların sınırsız bencil olmadığını kanıtlayan "Ültimat Oyunu" gibi birçok çalışma gerçekleştirilmiştir (Thaler ve Mullainathan, 2013).

²**Bayes Teoremi:** Sonuç belli iken geriye doğru analiz yapma imkanı sağlayan, bir olayın meydana gelme olasılığının, olaya yönelik yeni bir bilgi edinildiğinde nasıl değişeceğini gösteren teoremdir (Sınıksaran'dan aktaran, Yaşar, 2008:14).

Geleneksel finansta birey, tam bilgi sahibi, önyargısız, olasılıkları hesaplayan, risk ve kar tercihleriyle ilgili mantıklı bir şekilde davranarak doğru kararlar alan şekilde görülmektedir. Davranışsal finansta ise insanlar psikolojik faktörler ve zihinsel faktörler yüzünden daha az rasyonel davranmaktadır (Eaton, 2000:2).

Geleneksel finansta, rasyonalite iki anlama gelmektedir. Birincisi, bireyler yeni bir bilgi aldıklarında Bayes kuralında tanımlandığı gibi inanışlarını tam bir şekilde güncellerler. İkinci olarak da Leonard Jimmie Savage tarafından öne sürülen Subjektif beklenen fayda teorisiyle tutarlı bir şekilde diğer bir ifade ile normatif bir şekilde optimum kararlar verirler (Barberis ve Thaler, 2002:3). Davranışsal finans da insanların Bayes kuralından ve beklenen fayda teorisinin maksimizasyonundan nasıl saptıklarını göstermektedir (Schindler, 2007:18).

Sutherland (2011:4) rasyonellik ile iki şekilde karşılaşılabileceğini öne sürmektedir. Rasyonel düşünce, kişinin sahip olduğu bilgiler doğrultusunda doğru olma ihtimali en yüksek sonucu hedeflemektedir. Rasyonel kararlar ise daha karmaşıktır. Çünkü bir karar ancak amacının bilinmesine ve kişinin ne bildiğine göre değerlendirilebilmektedir. Astronomi hakkında biraz fikri olan birinin aya ulaşması için ağaca tırmanması mantıklı olmazken aynı hareketi bir çocuğun yapması tamamen rasyonel değerlendirilebilmektedir.

Bir başka rasyonalite tanımına göre rasyonalite, insanların mevcut şartlar altında yapabileceklerinin en iyisini yapmaya çalıştıkları anlamına gelmektedir. Fakat bu tanım, insanların sözkonusu şartları nasıl yorumladıkları veya en iyi hedefi nasıl tanımladıkları konusunda bir açıklama getirmemektedir. Dolayısıyla her insanın şartları ve hedefleri farklı olmaktadır (Hodgson, 2012:95).

Yılmaz (2012:19) ise rasyonalite ile arz-talep arasında ilişki kurarak rasyonalitenin ekonomik analizlerde kullanılmasının nedenini şu şekilde açıklamaktadır:

“Ekonomi biliminde genel anlamda arz-talep eşitliği diye tanımlanan piyasa denge kavramı merkezi öneme sahip bir kavramdır. Bu kavramın teorik çekiciliği, denge durumunda hiç kimsenin herhangi bir dışsal faktör olmadan davranışını değiştirme gibi bir eğilim içinde olmamasından kaynaklanır. Davranıştaki bu değişmeme veya düzenlilik hali günlük hayatta da karar alırken tahminlerimizin temelini oluşturur.

İnsanların davranışlarındaki düzenlilikleri, stratejik yapıların tahmini için de kullanırız. Bunun için de genel olarak insanların rasyonel oldukları yani kendi faydalarını düşündüklerini ve diğer insanların davranışlarındaki düzenliliklerden de haberli olduklarını düşünürüz. Standart arz-talep yapısında olduğu gibi, stratejik yapılarda da rasyonel olarak sürdürülen davranış düzenliliğine denge diyoruz”.

Buğra ise (2013:121), René Descartes’in “düşünüyorum, o halde varım” cümlesinin rasyonalizmi ifade ettiğini belirtmektedir. Buna göre insan, içinde yaşadığı dünyayla ilgili bilgisinin kaynağını doğrudan doğruya aklından ve mantık yürütme yeteneğinden almaktadır. Böylece akıl, insan bilgisinin tek dayanağı hale getirilmekte, akıl ve mantıkla cevap verilemeyecek sorular bilim alanının dışına itilerek bilimin sınırları çizilmiş olmaktadır. Dolayısıyla bilim alanının merkezinde rasyonel ekonomik birey tipi yer almaktadır. Ayrıca Buğra (2013:41) Klasik ekonominin homo economicus ile ilgili temel varsayımlarının piyasa davranışlarından kaynaklandığını ifade etmektedir. Buna göre, ekonomi kendi kurallarına göre işleyen bir dizi piyasadan oluşmakta, insan davranışlarının çıkar maksimizasyonuna yönelik olduğu varsayılmakta ve insanların çıkarlarını maksimize etmek için gerekli bütün verilere sahip olarak hareket ettiği düşünülmekte ve ilgili değişkenlerle ilgili belirsizlik olmadığının varsayıldığını belirtmektedir.

İnsanların rasyonel bir şekilde davrandığını savunan teoriye “Rational Choice Theory” (Rasyonel Seçim Teorisi) denmektedir. Rasyonel seçim teorisi, neoklasik ekonomi teorisinin birçok ilkesini açıklamada ve akademi literatürünün oluşturulmasında merkezi bir rol oynamaktadır (Hooker, 2011:1). Rasyonel seçim teorisi, disiplinlerarası bir teoridir. Çünkü sosyologların, felsefecilerin, psikologların, siyaset bilimcilerin ve ekonomistlerin katkılarıyla gelişmiş bir teoridir. Diğer taraftan rasyonel seçim teorisinin farklı dillerde ve farklı disiplinlerde ifade edilmesi onun ne olduğu konusunda bir engel de oluşturmaktadır (Cook ve Levi, 1990:1-5).

Ekonomistler matematiksel formüllere önem vermektedir. Çünkü bu formüller onlara göre fikir iletişimi kurmak için kesin bir dil sağlamak ve kalitatif ve kantitatif tahminler oluşturmaktadır. Bu tür tahminler de modellerin test edilmesi için kullanışlı olmaktadır. Rasyonel seçim modeli de genellenebilir bir modeldir. İnsanların yaptıkları hataların sistematik olmadığını öne sürmektedir. Buna karşılık psikoloji ise her şeyi kapsayan, içine alan bir model değildir (Laibson ve Zeckhauser,

1998; Gilovich ve Griffin, 2002:1). Davranışsal finasta ise insanların yapmış oldukları hataların sistematik olduğu kabul edilmektedir.

Rasyonel seçim teorisi, ekonomide beklenen fayda teorisinden türemiştir (Akers, 1990:653). Beklenen fayda teorisi temel olarak insanların rasyonel kararlar aldıklarını, faydalarını ve karlarını maksimize etmeye çalıştıklarını, kayıplarını ise minimize etmeye çalıştıklarını varsaymaktadır. Rasyonel seçim teorisi, karar vericilerin gelecekte ortaya çıkabilecek ve şimdiki eylemlerini etkileyecek her tür alternatifin etkisini dikkate aldıklarını varsaymaktadır. Rasyonel seçim teorisinin kurulu olduğu varsayım bir kararın nasıl olduğundan ziyade nasıl olması gerektiği üzerinedir (Seyhan, 2013:159). Diğer bir ifade ile rasyonel seçim modeli normatif ve tanımlayıcı model olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Normatif seçim modeline göre rasyonel davranışlar insanların hedeflerine ulaşmasını sağlamakta sonra da verilen amaçlar için en iyi kurumsal düzenlemelerin ne olması gerektiğine dair sonuçlar ortaya konmaktadır. Rasyonel seçimin tanımlayıcı yaklaşımı ise gözlenen seçim ilişkisine odaklanmaktadır. Buna göre insanların rasyonel olduğu kabul edilmekte alternatif tercih seti dahilinde eylemlerinin sonuçlarının tahmin edilebileceği varsayılmaktadır (Cook ve Levi, 1990:1-5). Kısaca normatif model, insanların nasıl rasyonel davranması gerektiğini ifade ederken; tanımlayıcı model insanların gerçekte nasıl davrandıklarını ifade etmektedir (Ackert ve Deaves, 2010:6). Dolayısıyla tam rasyonel insan varsayımı, gerçek bir insanın olması istenen tüm niteliklere sahip olduğu varsayımına dayanmaktadır. Fakat, bu durum gerçek hayatta olandan ziyade olması istenen durumu ifade etmektedir (Demir, 2013:49-68).

Rasyonalite ekonomik analizlerde hüküm sürerken ekonomistler arasında rasyonalitenin davranışsal geçerliliğini sorgulayan ve buna yönelik alternatiflerin arandığı uzun bir geçmişi de bulunmaktadır. Rasyonalite modeli ekonomik analizlerde o kadar iç içe geçmiş ve makul olarak kabul edilmiştir ki birçok ekonomist için rasyonalitenin başarısızlıklarını ve bunun ekonomik kararlardaki etkisini görmek zorlaşmaktadır. Amos Tversky ve Daniel Kahneman'ın insanların rasyonaliteden saptıklarını gösteren çalışmaları ekonomistleri hem hayran etmiş hem de dehşete düşürmüştür. Çalışmada insanların bilgiyi işleme ve algılamalarında hatalar olduğu, insanların tercihlerini maksimize etmede başarısız olduğu ortaya konmaktadır (McFadden, 1996:1-8).

Bu anlamda tartışmaların odak noktasını standart rasyonelitenin ne olduğu oluşturmaktadır. Rasyonel seçim teorisyenleri Herbert Simon (1957) ve Leon Festinger (1957) gibi bilişsel teorisyenleri göz ardı etmektedir (Cook ve Levi, 1990:1-5). Nobel ödülü sahibi Herbert Simon, insanların sınırsız bilgi işleme kapasitesine sahip olduğu düşüncesini ilk eleştirenlerden biridir (Thaler ve Mullainathan, 2013). Herbert Simon 1955'te homo economicus'u ekonominin gerçekdışı bir unsuru olarak tanımlamıştır (Fromlet, 2001:64). Simon, daha gerçekçi bir kavram olan "sınırlı rasyonellik" terimini önermiştir (Thaler ve Mullainathan, 2013). Simon ve takipçileri bireylerin sayısal yeteneklerinde bilişsel kısıtların olduğunu savunmaktadır. Bilişsel teorisyenler maksimizasyona karşı sınırlı rasyonellik varsayımını öne sürmektedir. Maksimizasyon modelinde edinilen bilgi rasyoneliteyi artırmakta ve bilgi eksiliği de tercihlerde irrasyonel davranışlara neden olmaktadır. Simon'a göre ise bilgi kolaylıkla edinilse bile psikolojik kısıtlamalar seçimleri etkileyecektir. Kahneman ve Tversky çerçeveleme ve tercihlerin geçişliliğinin, kararları etkilediğini ve seçimlerin varsayılan rasyoneliteden sapmalara neden olduğunu göstermektedir (Cook ve Levi, 1990:1-5).

Nitekim rasyonellik kavramı, ekonomik analizlerin temelini oluşturmakla birlikte zamanla yararlı bir açıklama olmaktan çıkmış ve zayıf bir hipoteze dönüşmüştür fakat bu tam anlamıyla totoloji haline geldiği anlamına gelmemektedir (Arrow, 1982:1). Rasyonelliğin zayıf bir hipoteze dönüşmesinin bir nedeni kendi çıkarları peşinde koşan insanın, ekonomik olmayan güdülerle de hareket ettiğini göz ardı etmesinden kaynaklanmaktadır (Eroğlu, 2011:16).

1.1.2.2. Beklenen Fayda Teorisi

Fayda teorisi, tercihleri tanımlamada kullanılmaktadır (Ackert ve Deaves, 2010:4). Karar verme üzerine çalışan ekonomistler, faydayı parasal değer açısından düşünmektedir. Buna göre iyi bir karar verme sürecinin hedefi, parasal açıdan kazançla sonuçlanacak seçimler yapmaktan geçmektedir (Goldstein, 2013:634). Beklenen fayda teorisi de, faydanın ölçülebileceği varsayımına dayanarak faydayı sayısallaştırmakta ve belirsizlik halinde insan davranışlarını açıklamaya çalışmaktadır (Barak, 2008:71). Belirsizlik altında karar alma teorileri ve özellikle portföy seçim teorisi beklenen fayda maksimizasyonu temel almaktadır (Levy ve Wiener, 2002:1). Teori, bireylerin riskli seçimler arasından faydalarını maksimize

etmeye çalıştığını, bireylerin faydalarını olasılıklara bağlı olarak ağırlıklandırıldığını ve en yüksek ağırlık toplamını veren seçeneği tercih ettiğini varsaymakta ve bireylerin genellikle riskten kaçan olduğunu ileri sürmektedir. Karar vericinin riske karşı tutumu, marjinal fayda aracılığıyla tanımlanmakta ve buna göre de fayda fonksiyonunun şekli belirlenmektedir. Eğer fayda fonksiyonu konkav ise karar verici riskten kaçınan davranış sergilemekte, fayda fonksiyonu lineer ise karar verici riske karşı kayıtsız davranış sergilemekte, fayda fonksiyonu konveks ise karar verici riski seven şeklinde davranış sergilemektedir. Faydası kesin olan bir seçenekle beklenen faydası eşit olan bir piyango veya kumar seçeneği arasında riskten kaçınan kişi faydası kesin olan seçeneği tercih ederken, riski seven piyangoyu ya da kumarı seçmektedir (Levy, 1992:173; Prast, 2004:6).

Beklenen fayda teorisi ve beklenti teorisi, farklı bakış açılarından iki karar verme yaklaşımı olarak kabul edilmektedir. Buna göre davranışsal finansın varsayımlarından olan beklenti teorisi, yatırımcıların değer sistemleri tarafından etkilenen öznel karar verme üzerine odaklanırken; geleneksel finansın varsayımlarından olan beklenen fayda teorisi yatırımcıların rasyonel beklentilerine odaklanmaktadır (Filbeck, Hatfield ve Horvath'dan aktaran Luong ve Thi Thu Ha, 2011:19). Davranışsal finansa göre yatırımcılar, tüm bilgiye sahip oldukları mükemmel ortamlarda bile hatalı kararlar alabilmektedir. Özellikle borsa gibi zorlayıcı bir karar alma ortamında insanlar sonuçlara ilişkin boyut ve olasılıkları hesaplarırken sistematik hatalar yapmaktadır (Peterson, 2012:238).

Beklenen fayda teorisi, İkinci Dünya Savaşı'ndan beri karar almada en büyük paradigmalardan biri olarak görülmektedir. Teori, yönetim biliminde (özellikle karar analizlerinde), finasta ve ekonomide, tanımlayıcı olarak psikolojide yoğun bir şekilde kullanılmaktadır (Schoemaker, 1982:529). Beklenen fayda teorisi ekonomide tanımlayıcı bir teori olarak sigorta satın alma, harcama ve tasarruf arasındaki ilişki gibi çeşitli fenomenleri açıklamak için kullanılmaktadır. Fayda teorisi aynı zamanda normatif bir teori olarak karar alma analizlerinde optimal karar ve politikaları belirlemede önemli bir rol oynamaktadır. Fayda teorisinin önermeleri belirsizlik altında rasyonel davranış ilkeleri olarak kabul edilmektedir. Buna karşılık önermelerin tanımlayıcı geçerliliği daha az kabul görmektedir (Tversky, 1975:163).

Beklenen fayda teorisi bu sebeple teorik ve deneysel araştırmaların odak noktasını oluşturmaktadır. Beklenen fayda teorisinin matematik formu Gabriel Cramer (1728) ve St. Petersburg paradoksunu açıklamaya alışan Daniel Bernoulli'ye (1738) kadar uzanmaktadır (Schoemaker, 1982:529-530). Matematikçi John von Neumann ve ekonomist Oskar Morgenstern 1944'te yayınladıkları "Oyun Teorisi ve Ekonomik Davranış" (Theory of Games and Economic Behavior) adlı kitapta tam bilgi durumu altında optimal ekonomik karar alma teorisi geliştirerek beklenen fayda teorisine katkıda bulunmuştur (Hanson ve Kysar, 2008:110-111). Neumann ve Morgenstern'in beklenen fayda yaklaşımı ekonomide ve finansta uzun yıllar risk görüşüne temel oluşturmuştur. Ayrıca beklenen fayda maksimizasyonu, karar vermede tek faktör olarak kabul edilmiştir (Thomas ve Rajendran, 2012:116). Daha sonra beklenen fayda teorisi, teoriye subjektif olasılık kavramını katan Savage (1954) tarafından geliştirilmiştir (Tversky, 1975:163).

Beklenen fayda teorisi insanların tercihleriyle ilgili bir dizi önermelere dayanmaktadır. Matematiksel kanıtlara dayanan fayda teorisinin özü, eğer bir kişinin tercihleri önermelere uyuyorsa o zaman bunun iki sonucu olacağını göstermektedir. Birincisi, bir insanın verdiği değer (fayda fonksiyonu) onun yapmış olduğu tercihler gözlenerek anlaşılabilmektedir. İkincisi bu insanın tercihleri beklenen fayda maksimizasyonu karar kuralını (beklenen burada olasılık teorisindeki ağırlıklı ortalama olasılığı belirlemek anlamında kullanılmaktadır) takip etmektedir (Frisch ve Clemen, 1994:46).

Fayda teorisine göre insanların rasyonelliğinin koşulu tam bilgiye sahip olmalarına ve belirsizliğin olmamasına bağlıdır. Teorinin beklenen sonuca ulaşması için insanların tutarlı olması gerekmektedir. Tutarlılık da aynı koşullarda tekrar tekrar aynı seçimi yapmaktır, dolayısıyla kararların değişmemesi gerekmektedir. Çünkü rasyonel insan zaten en iyi seçimi yapmaktadır. Petersburg paradoksu insanların tercihlerinde tutarsız olduğunu ortaya koymaktadır. Petersburg paradoksu bir yazı tura oyununu içermektedir. Oyunda, beklenen getiri yüklenilecek maliyetin çok üstünde olmasına rağmen insanlar oyuna katılmak istememektedir. Halbuki çoğu aza tercih eden rasyonel insanın bu oyunu oynaması gerekmektedir. Ortaya konulan ödül büyütülse bile insanların oyuna katılmak istemedikleri görülmüştür. Petersburg paradoksu işte bu çelişkiyi ortaya koymaktadır (Abaan, 1998:78-82).

Bernoulli Petersburg Paradoksu'nda insanların neden sonsuz matematiksel beklentili bir oyun için küçük bir miktar ödediklerini araştırmıştır. Bernoulli, insanlara beklenen faydadan ziyade beklenen parasal değeri maksimize etmelerini önermiştir (Schoemaker, 1982:530-531). Bernoulli belli bir miktardaki paranın fakir bir insan için zengin bir insana göre daha değerli olduğunu bu yüzden marjinal faydanın zenginlik arttıkça azaldığını ortaya koymuştur. Bu da fayda fonksiyonun içbükey (konkav) olmasına neden olmaktadır (Trepel, Fox ve Poldrack, 2005:35).

Bernoulli'ye göre faydanın artışı servetin artışıyla ilgilidir ve fayda başlangıçtaki servet ile ters orantılıdır. Ona göre zenginler satmak için, fakirler de sigorta satın almak için davranırlar. Zenginlerin ve fakirlerin risk tutumları farklılık göstermektedir ve risk, servetin beklenen faydasını maksimize etmek için alınmalıdır. Fayda, kayıp ve kazançlardan ziyade servet düzeyine göre belirlenmektedir (Kahneman, 2002:460). Bernoulli, daha zengin olma yönündeki riskli bir fırsatın değerini mevcut varlık düzeyinin belirlediğine inanmaktadır. Bernoulli'ye göre her küçük artıştan sağlanan fayda, daha önceden sahip olunan malların miktarıyla ters orantılıdır (Bernstein, 2011:308).

Diğer taraftan, Bernoulli faydanın nasıl ölçüleceği konusunu ele almamıştır. Ayrıca, beklenen fayda maksimizasyonu John Neumann ve Oskar Morgenstern' a (1944) kadar, rasyonel seçim kriteri olarak kanıtlanmamıştır. Neumann ve Morgenstern faydayı sayısallaştırarak risk altında rasyonel davranışların tanımını yapmışlardır. Böylece Neumann ve Morgenstern insanların tercihlerini temsili tercihler olarak kullanırken neoklasik ekonomi deterministik tercihler olarak kullanmaktadır (Schoemaker, 1982:531-532).

Karar alma teorisini beklenen fayda maksimizasyonu ilkelerine oturtan Neumann ve Morgenstern, rasyonel davranışları da beklenen fayda maksimizasyonu ile eş anlamlı olarak kullanılmaktadır. Buna göre eğer bir insanın 100\$ kazanma şansı %10 ise onun beklenen faydası $10 * \$100 = \10 'dur. Bu örnekten yola çıkarak Neumann ve Morgenstern belirsizlik altında optimal ekonomik karar alınabileceğini varsaymaktadırlar. Örneğin \$100 kazanma şansı %25 ve \$1000 kazanma şansı %10 ise birey, beklenen faydasını artırmak için ikinci seçeneği seçecektir. Çünkü bu seçenekte daha fazla kazanacaktır. Daniel Kahneman ve Amos Tversky de insanların gerçekten beklenen faydalarını maksimize edecek şekilde rasyonel davranıp

davranmadıklarını araştırmışlardır (Hanson ve Kysar, 2008:110-111). Bu amaçla Kahneman ve Tversky “Tercihler, Değerler ve Çerçeveler” (Choices, Values and Frames) adlı makaleyle bu durumun doğruluğunu sarsan deneyler gerçekleştirmişlerdir (Kahneman ve Tversky, 1984).

Neumann ve Morgenstern’in Beklenen fayda teorisinin varsayımları şu şekildedir (Hanson ve Kysar, 1999:641-642; Acar, 2007:1-12; Ackert ve Deaves, 2010:4):

Alternatiflerin Sıralanması: İki nesne arasında bir kişi ya ikisinden birini diğerine tercih edecek ya da ikisi arasında kayıtsız kalacaktır. Diğer bir ifade ile beklenen fayda varsayımı altında, elmalar ve portakallar karşılaştırmaya maruz kalmaktadır.

Geçişkenlik: Bir insan x , y , z gibi üç seçenikle karşılaştığında, eğer $x > y$ ve $y > z$ ise o zaman $x > z$ 'dir. Diğer bir ifade ile vanilyalı bir dondurma çikolataya, çikolata çileğe tercih ediliyorsa; vanilyalı dondurma çileğe tercih edilecektir. Eğer geçişkenlik gerçekleşmezse optimal veya en iyi seçimlere karar verilemez. Bu yüzden rasyonel tercihler geçişkendir.

Süreklilik: Getirisi en yüksek seçeneğin kazandırma olasılığı (%100'ün altında olmakla beraber yine de yüksek) iyiye, bu seçenek kesin (%100 olasılıklı) ama orta derecede yüksek getiriye sahip bir sonuca tercih edilmelidir. Bir kişinin A'yı B'ye, B'yi de C'ye tercih ettiği varsayıldığında, A'nın kazanma olasılığı p , C'nin kazanma olasılığı $1-p$ dir.

Bağımsızlık: İki nesne arasında bir kişinin tercihi değişmeden kalmalıdır. Eğer bir kişi A'yı B'ye tercih ediyorsa %50 kazanma şansı olan A'yı %50 kazanma şansı olan B'ye tercih etmelidir. Kişi diğer alternatif olasılıklara karşı kayıtsız kalmalıdır. Diğer bir ifade ile diğer olasılıklar kişinin alacağı kararı etkilememelidir ve karar ancak değişik olanlar göz önünde bulundurulduğunda verilmelidir.

Değişmezlik: Aynı problemin farklı sunumları aynı tercihleri sağlamalıdır. Tercihlerin nasıl sunulduğuna bakılmaksızın karar verici, her şekilde aynı tercihi yaparak tutarlı davranır.

Birçok çalışma fayda teorisinin önermelerinin ihlalini göstermektedir. Örneğin fayda teorisinin geçişlilik varsayımının ihlali Tversky (1969) ve Raiffa (1968) tarafından tanımlanmıştır. Dolayısıyla fayda teorisinin belirsizlik altında

bireylerin davranışlarına makul bir yaklaşım sağlayıp sağlayamadığı açık değildir (Tversky, 1975:163). Beklenen fayda teorisinin başarısızlığı psikolojik faktörleri dahil etmemesinden kaynaklanmaktadır (Schoemaker, 1982:548). Piyasalarda görülen anomalilerin açıklanamamasının nedeni, beklenen fayda teorisinin rasyonel insan varsayımından kaynaklanmaktadır (Tufan, 2008:6).

1.1.2.3. Etkin Piyasa Teorisi

Geleneksel finansta yatırımcıların rasyonel bir şekilde davrandığı, karar alma sürecinde mevcut tüm bilgiye sahip olduğu kabul edilmektedir. Bu nedenle de hisse senedi piyasası etkindir ve hisse senedi fiyatları gerçek değerini yansıtmaktadır (Kishore, 2001:2-3). Etkinlik, bazı yatırımcılar önyargılar ve çerçevelere bağlı olarak birtakım hatalar yapsalar bile her bir hisse senedinin fiyatının gerçek değerini yansıttığı anlamına gelmektedir (Baker ve Nofsinger, 2002:97).

Yatırımcıların yeni bilgiye hemen, gecikmeden tepki vermesiyle fiyatlar da güncellenmektedir. Yatırım piyasasında getirilerin rastgele bir seyir izlediğine inanılmaktadır. Bu yüzden de sözkonusu getirilerin tahmin edilemeyeceği varsayılmaktadır. Bütün bu varsayımların altında da arbitraj teorisi yatmaktadır. Arbitraj teorisine göre yatırımcılar, gerçek değerinden sapan fiyatları hemen telafi ederek piyasanın dengeye ulaşmasını sağlamaktadır (Kishore, 2001:2-3).

Literatürde etkin piyasa teorisinin kökeni 1950’li yıllara dayanmakta olup, teori 1960’lı yıllarda geliştirilmiş, 1970’te Eugene Fama’nın “Efficient Capital Markets: A Review of Empirical Work” adlı makalesiyle birlikte akademik çevrelerde egemenliğinin zirvesine ulaşmıştır (Shiller, 2003:83; Frankfurter ve McGoun, 2001:413). Etkin Piyasa teorisi, hisse senedi fiyatlarının, sıfır bilgi maliyeti koşulu altında mevcut tüm bilgiyi yansıttığı varsayımına dayanmaktadır. Teori, diğer bir ifadeyle, yatırımcıların aşırı kar elde etme olasılıklarının olmadığını ifade etmektedir. Etkin Piyasa Teorisinin teorik temelleri üç argümana dayanmaktadır. İlki, yatırımcıların rasyonel olduğu varsayıdır. İkincisi, bazı yatırımcılar rasyonel değildir, bunların hisse senedi alım satımları rastgeledir ve bu yüzden bunlar fiyatları etkilemeden piyasada birbirlerini dışlamaktadır. Üçüncüsü, yatırımcılar benzer şekilde irrasyoneldir ve irrasyonel yatırımcıların fiyatlar üzerindeki etkisi pazarda, rasyonel arbitrajcular tarafından elimine edilmektedir. İrrasyonel yatırımcılar sürekli yüksek değerlenmiş hisseleri almakta; düşük değerlenmiş hisseleri de satmaktadır.

Bunun sonucunda da irrasyonel yatırımcıların gelirleri azaltmakta ve pazardan çıkmak zorunda kalmaktadırlar (Feix, 2002:2-3). Dolayısıyla irrasyonel yatırımcılar, pazarı etkileyememektedir.

1.1.3. Davranışsal Finansın Başlıca Varsayımları

Davranışsal finans, geleneksel finansın rasyonalite varsayımına karşı irrasyonel; beklenen fayda teorisi varsayımına karşı beklenti teorisi, etkin piyasa teorisi varsayımına karşı da piyasaların etkin olmadığı varsayımını öne sürmektedir.

1.1.3.1. İrrasyonel

Geleneksel ekonomi teorilerinde rasyonel davranış varsayımı uzun zamandır kullanılmasına rağmen, ekonomistler arasında rasyonel kelimesinin anlamı üzerinde önemli bir şekilde anlaşmazlık söz konusudur. Ekonomi teorileri daha açık hale geldikçe ve kesin bir şekilde formüle edildikçe herkes az ya da çok rasyonelitenin basit bir şekilde fayda ya da kar maksimizasyonunu ifade ettiği konusunda hemfikirdir. Fakat hanehalkının ve firmaların maksimizasyon yapmadığı ve teorinin davranışları açıklamada kullanışlı olmadığı konusunda eleştiriler ortaya çıkmaktadır. Buna karşılık, bazı teorisyenler ise rekabetçi bir dünyada rasyonel davranışın en mantıklı davranış olduğunu savunmaktadır (Becker, 1962:1).

Bunun yanısıra homo economicus olarak adlandırılan bireyin, gerçek insanın hem önem hem de büyüklük açısından ne kadarını oluşturduğu, insan davranış ve tercihlerini açıklamada rasyonelliğe ne kadar yer vermek gerektiği, kişisel çıkarın sınırlarının nasıl belirleneceği, kişisel çıkarı tanımlamada kullanılan niteliklerin her zaman aynı ve her yerde geçerli olup olmadığı gibi konular ekonomi alanının sınırlarının çizilmesinde ortaya çıkan tartışma alanlarıdır. Bu bağlamda psikoloji ve davranış bilimlerinin yeni teorileri ile ekonomi yakınlaşmakta ve Davranışsal Finans ortaya çıkmaktadır (Demir, 2013:1-27). Bu anlamda, davranışsal finansın en büyük başarılarından biri, bir ekonomide irrasyonel ve rasyonel yatırımcılar arasındaki etkileşimi ve irrasyonelitenin fiyatlar üzerinde büyük ve önemli bir etkisini gösteren bir dizi teorik çalışmaları olmuştur (Barberis ve Thaler, 2003:2).

İrrasyonel kelimesi, Brockhaus Ansiklopedisine göre zihinle anlaşılabilen anlamına gelmektedir. Eğer bir eylem zihin tarafından anlaşılabilir değilse akla uygun ya da makul de değildir (Schindler, 2007:21). Diğer taraftan faydacılık

(pragmatizm) kanıların, psikanaliz de davranışların irrasyonel olduğunu vurgulamaktadır. Bu iki yaklaşım da çoğu insanda kanı ve davranışların olumlu bir şekilde uyum gösterecekleri ideal bir rasyonelliğin var olmadığı görüşüne yöneltmektedir. İrrasyonelizm, nesnel hakikati yadsımak, çoğunlukla hiçbir kanıtı olmayan bir şeyde ısrar etme; ya da çok sağlam kanıtları olan bir şeyi yadsıma arzusundan kaynaklanmaktadır (Russell, 2013:49). Rasyonellik kişinin ne bildiğine göre değerlendirilmekle birlikte, irrasyonellik ile cehaletin benzer olduğu söylenemez. İrrasyonellik ile hata da aynı kavramlar değildir. Çünkü irrasyonel olmak için düşünüp taşınmak gerekir. Oysa istem dışı hatalar, hatadırlar ama irrasyonel değildir. Diğer taraftan bir sonuca ulaşmanın rasyonel yolları vardır ama rasyonel sonuçları kesin değildir, hâlbuki irrasyonel sonuçlar kesindir (Sutherland, 2011:4-6).

İnsanlar, bilgisizlik, prestij, statü, gösteriş, bireysel ilişkiler gibi birçok sosyal faktörün etkisiyle ekonomik çıkarlarını maksimize edecek şekilde davranmamaktadır. Bu durum davranışların matematiksel modellere taşınabilecek yanlarının yanı sıra hiçbir şekilde sayısallaştırılmayacak yanlarının da olduğunu göstermektedir (Yangınözü, 2014).

Davranışsal psikologlar ve davranışsal ekonomistler, ekonomistlerin analitik methodlarıyla ilgili bir dizi hata bulmuşlardır. Psikologlar, insanların davranışlarında ve kararlarında bir dizi anomali olduğunu ortaya koyan araştırmalar ve deneyler gerçekleştirmişlerdir. Yaptıkları çalışmalarla ödüllendirilen, geniş bir kitle tarafından kitapları okunan ve best seller olan Richard Thaler ve Dan Ariely modern davranışsalcılar arasındadır. Davranışsal psikolog Daniel Kahneman da ekonomistlerin varsaydığı sınırsız rasyoneliteni çürüten varsayımlarıyla Nobel ödülü almıştır (McKenzie, 2010). Daniel Kahneman, insanların rasyonel olmadığını ortaya atan ilk sosyal bilimci olmamakla birlikte, irrasyonel davranışları deneylerle ölçülebilir hale getiren ve irrasyonel davranışları ekonomi modellerine katan ilk bilim adamıdır (Altıntaş ve diğerleri, 2008:138).

Bu psikologlara göre, gerçek dünyadaki kıtlık, insanları seçim yapmaya zorladığında mükemmel bir seçeneğe ulaşmak mümkün değildir. Mükemmel bir seçenek için hem zaman hem de mental bir enerji gereklidir. Herbert Simon'un da belirttiği gibi insan beyni yeterince güçlü değildir ve gerçek dünya da belirsizliklerle

doludur. İnsanların bilgiyi işleme ve hesaplama kapasiteleri üzerindeki zihinsel kısıtlar, rasyonelliklerini engellemektedir (McKenzie, 2010). Ünlü yatırım uzmanı Soros da, insan beyninin bilgi işleme kapasitesinin sınırlı olduğunu belirtmiştir. Ona göre insan beyni gerçeği doğrudan kavrayamaz. Çünkü insanlar gerçeğin bir parçasıdır ve bir parçanın, bütünü tam olarak kavraması mümkün değildir. Zihin genelleme, benzetme, alışkanlıklar, ritüeller diğer rutinler gibi çeşitli teknikler kullanarak elde edilebilir bilgiyi yönetilebilecek düzeye indirmekle yükümlüdür. Bu durum da insanların gerçeği doğrudan kavramalarına engel olmaktadır (Soros, 2009:48).

Duygusal baskı altında olma, sevinçli ya da üzüntülü olma gibi ya da gruptan dışlanma, başkaları tarafından beğenilme, takdir edilme gibi içinde bulunulan ortamın duygusal dinamikleri bireylerin rasyonel davranmasını engellemektedir. Bunun yanı sıra, zaman içinde bireyler daha önceki seçimleriyle uyuşmayan, istikrarsız, tutarsız kararlar verebilmekte ya da zaman içinde düşünce, inanç, ve zevkleri değişebilmekte bu da verilen kararlarda pişmanlığa neden olabilmektedir. Dolayısıyla duyulan pişmanlığın da rasyonel olmayan bir karar sonucu oluştuğu söylenebilmektedir (Demir, 2013:67-83). Fakat birçok yatırımcı, hatalarıyla ilgili yatkınlıkları konusunda farkındalığa sahip değildir. Aslında irrasyonel yatırımcı bir şekilde memnuniyetsiz yatırımcıdır. Fakat yatırımcılar kendilerini daha iyi anlayabilirlerse bu önyargıları düzeltme girişiminde bulunabilir ve disiplinli yatırım planları uygulayabilir (Pompian ve Longo, 2004:9). Diğer taraftan, insanlar, irrasyonelliklerinin farkında olmayacak kadar irrasyonel değildir, bazı irrasyonellikleri de zararsız buldukları için kabul etmekte, zararlı gördüklerinden de kurtulmak için çözüm yolları aramaktadırlar. Her bireyde, farklı ölçülerde eksik bilgi, eksik muhakeme, yanlış hafıza ve eksik irade sözkonusudur. Bu da insanların bir miktar irrasyonellikle yaşamak zorunda olduklarını göstermektedir. Öte yandan toplumun tümünün rasyonel olması beklenemez çünkü bireylerin büyük bir kısmının planları, başkalarının irrasyonelliklerinden kazanç sağlaması üzerine kuruludur (Demir, 2013:117-119).

Birey, bilgisi yetersiz olduğunda daha fazla kanıt ararsa rasyonel, mevcut kanıtları destekleyecek kanıtlar ararsa irrasyonel davranmış olmaktadır. İrrasyonelliğin temel nedenlerinden biri insanların hatalarını kendilerine itiraf

edememelerinden kaynaklanmaktadır. Stres, ödül, ceza ve güçlü heyecanlar, düşünce esnekliğini azaltmakta ve irrasyonel davranışlara neden olabilmektedir. Aynı şekilde korku da rasyonel düşünceyi engellemektedir. İrrasyonellik ancak rasyonellikle tanımlanabilmektedir. Diğer bir ifade ile irrasyonelliği tanımlamak için öncelikle rasyonelliği tanımlamak gerekmektedir (Sutherland, 2011:4-5). Bu anlamda tam rasyonel ve gerçek insan arasındaki farklar **Tablo 1'** de tanımlanmaktadır (Demir, 2013:68).

Tablo 1: Tam Rasyonel ve Gerçek İnsan Arasındaki Farklar

Tam Rasyonel İnsan	Gerçek İnsan
Tam bilgi sahibi	Eksik bilgi sahibi
Geleceği tam tahmin eden	Geleceği eksik tahmin eden
Her şeyi hatırlayan	Unutkan
Duygulara mesafeli	Duygusal
Yanılmayan	Yanılabilen
Değişimi öngörebilen	Değişimi öngöremeyen
Tam irade sahibi	Yetersiz irade sahibi

Kaynak: Demir, Ömer (2013). "Akıl ve Çıkar: Davranışsal İktisat Açısından Rasyonel Olmanın Rasyonelliği", Sentez Yayıncılık, Ankara.

Geleneksel finasta insanlar rasyoneldir; davranışsal finasta ise normaldir. Normal insanlar, bilişsel hatalardan etkilenmekte, çerçeveler sözkonusu olduğunda kafası karışmakta, pişmanlığın acısını bilmekte, kendini kontrol konusunda zorluk yaşamaktadır. Geleneksel finasta insanlar, kendini kontrol problemine karşı bağımsızlık geliştirmiştir. Buna göre, insanlar tasarruf ve diyet planlarına bağlı kalmakta, satın alma dürtüsüne yenilmemektedir. Davranışsal finasta ise yatırımcılar, baştan çıkmaya maruz kalmaktadır. Geleneksel finasta yatırımcılar, pişmanlık duygusuna karşı da bağımsızlık geliştirmiştir, bu yüzden hayal kırıklığı yaşamamaktadır; davranışsal finasta ise yatırımcılar gurur sevincini de pişmanlık acısını da bilmektedir (Statman, 1995:2).

Neoklasik ekonomide rasyonel davranış, belirsizliğin olmadığı, bilgi akışının mükemmel olduğu durumlarda sözkonusu iken irrasyonel davranış, bilginin sınırlı ve yüksek maliyetli olduğu, belirsiz durumlarda sözkonusudur (Guerrien, 1999:11). Neoklasik ekonominin tam bilgi varsayımı belirsizlik düşünülüğünde gerçekçi

gözükmemektedir. Belirsizliği şans veya kadere indirgeyen ve çözümü doğüstü güçlerde arayan toplumların irrasyonel tepkiler vermesi mümkündür (Alada, 2000:130).

Mevcut ekonomik krizlerin daha önce öngörülememesinin, bu krizlerin önüne geçmek için alınan tedbirlerin yetersiz olmasının nedeni, ekonomi teorilerinde yalnızca rasyonel güdülerin temel alınarak ve insanların kendilerine en yüksek faydayı sağlayacak şekilde davrandıkları varsayılarak ekonomik olayların açıklanması ve irrasyonel tepkiler ile ekonomik olmayan güdülerin ise göz ardı edilmesidir. Bu amaçla ekonomik krizlerin önüne geçebilmek ve ekonomiyi daha iyi anlayabilmek için ekonomi teorilerine irrasyonel davranışların ve ekonomik olmayan güdülerin dahil edilmesi gerekmektedir (Tacer, 2007:4 ve Akerlof ve Shiller, 2010:23).

Tarihsel açıdan bakıldığında 1500'lerin sonunda başlayan 1630'larda çöküşe neden olan Hollanda'da yaşanan "Lale Krizi", 1830'larda İngiltere'de yaşanan demiryolu ve ABD'de yaşanan arazi krizi, vb. krizler spekülasyonla başlayan, yapılan yatırımların değerinin artacağı beklentisi içinde hareket edip isabetli olmayan yatırım kararlarına neden olan, izdiham psikolojisiyle panikle sonuçlanan irrasyonel davranışlara örnektir (Özerol, 2009:39-47).

Daniel Kahneman, Amos Tversky ve Paul Slovic gibi deneysel psikologlar ve bilişsel bilimciler, muhakeme bozukluklarını araştırmak amacıyla "Muhakeme ve Karar Alma Derneği" (Society of Judgement and Decision Making) kurmuşlardır. Bu araştırmacılara göre insanların eylemleri "*Sistem 1*" ve "*Sistem 2*" olmak üzere ikiye ayrılmıştır (Taleb, 2011:113). Her iki sistem de sezgisel yargı hataları içermektedir. Sistem 1 hatayı oluşturmakta, Sistem 2 de bu hatayı tespit etmekte ve tamamlamada başarısız kalmaktadır (Kahneman, 2002:471). Fakat diğer taraftan, literatürdeki araştırmalarda davranışsal önyargıları azaltmak için en çok atıf yapılan ve faydalı görülen yol Sistem 2 bilişsel sürecin, Sistem 1 bilişsel sürecinden daha fazla kullanılmasıdır. İnsanların yaptıkları hataları ve bu hataları nasıl düzeltebileceklerini bilmeleri, tüm finansal pazar katılımcılarına dolaylı veya dolaysız bir şekilde katkıda bulunacaktır (McGuckian, 2013: 63-65).

"Sistem 1": Deneyseldir, çaba gerektirmez, otomatik, hızlı, muğlaktır, paralel işler ve hatalara açıktır. Sezgi olarak adlandırılan şeydir, süratinden dolayı

duygusaldır (Taleb, 2011:113). Sistem 1 evrimsel açıdan eskidir ve içgüdüsel davranışları içermektedir. Hayvanlarla insanların ortak özelliğidir (Evans, 2003:454).

“**Sistem 2**”: Bilişeldir, “düşünme” olarak adlandırılan şeydir, gayretli, gerekçeli, mantıklı, sıralı, özbilinçlidir. Deneysel sistemden daha az hata içermektedir (Taleb, 2011:114). Sistem 2 evrimsel açıdan yenidir ve insanlara özgüdür. Sistem 2’de düşünme yavaş, soyut ve sıralıdır (Evans, 2003:454) Muhakeme hatalarının çoğu insanlar tarafından Sistem 2’yi kullandıklarını sanırken Sistem 1’i kullanmalarından kaynaklanmaktadır (Taleb, 2011:114).

Örneğin insanlar, kendi dillerini konuşurken Sistem 1’i kullanırlar; yabancı bir dili konuşurken Sistem 2’yi kullanırlar. Beklenmedik bir anda top fırlatılınca hemen eğilinilmesi, uçak türbülansa girince endişelenilmesi, güzel bir köpek yavrusu görünce gülümsenmesi durumunda Sistem 1 kullanılırken; 411 ile 37 sayılarının çarpımlarının ne olduğunun cevaplanmasında veya insanların bir yolculukta hangi yolu seçeceği, hukuk veya işletme fakültelerinden hangisine gideceği gibi kararların verilmesinde Sistem 2 kullanılmaktadır (Thaler ve Sunstein, 2013:34-35).

Davranışsal finansçı George Loewenstein beynin büyük bir kısmının bilinçli düşünmekten çok, otomatik süreçlerin hakimiyeti altında olduğunu, beyinde gerçekleşen işlemlerin çoğunun bilişsel değil, duygusal olduğunu ifade etmiştir (Lindstrom, 2012:36). Freud’a göre akla uygun ve bilinçli davranışlarımız, tüm genel davranışlarımızın küçük bir bölümünü oluşturduğuna göre insanın bir bütün olarak değerlendirilmesi için bilinç dışı davranışlarının da incelenmesi gerekmektedir (Eroğlu, 2011:29). Yüksek zeka da insanları hata yapmaktan korumamaktadır (Sutherland, 2011:180). Akıl yürütme stratejileri mükemmel bir şekilde işlese bile kişisel ve sosyal sorunların karmaşıklığı ve belirsizliği engel olabilmektedir (Damasio, 2006:203). Üstün zekası ile bilinen Nobel fizik ödülü sahibi Isaac Newton, 1720 yılında yaşanan borsa krizinde önemli bir büyüklükte ekonomik kayıba uğramıştır (Zweig, 2007:13). Dolayısıyla Newton’un bilimsel sezgi ve zekasının yatırım kararlarını iyileştirmede etkisi olmadığı söylenebilir. Newton bu krizden sonra, “Gök cisimlerinin hareketini hesaplayabilirim, ama insanların çılgınlığını asla...” ünlü sözünü söylemiştir (Peterson, 2012:29). Aynı şekilde Harry M. Markowitz, risk ve kazanç arasında nasıl bir denge kurulacağını anlatan “Portfolio Selection” (Portföy Seçimi) makalesi ile 1990 yılında Nobel ödülü

almasına rağmen kendi portföyünü pişmanlıktan kaçınma davranışı göstererek en iyi bir şekilde değerlendirememiştir (Zweig, 2007:16).

Bunun yanı sıra Stanovich (2009) zeka testlerinden mantıklı düşünme değerlendirmelerine ulaşamayacağını bazı mantıklı düşünme becerilerinin zekadan tamamen bağımsız olduğunu öne sürmektedir. Ona göre zeka kadar bilişsel kapasiteler de önem taşımaktadır. Çünkü yeterli zekaya sahip bir insan, mantıklı davranmada ve düşünmede sistematik beceriksizlikler gösterebilmektedir. Dolayısıyla IQ testleri de mantıksal düşünmede bireysel farklılıkları yakalayamaz ve düşünce hataları zekadan çok mantıkla ilişkilidir.

Psikolojinin alt dallarından olan bilişsel psikolojide bireyin bilgiyi rasyonel bir şekilde yorumladığı ilkesi temel alınmaktadır. Bunun yanı sıra bilişsel psikolojide, birçok etkenin bireyin rasyonel bir şekilde davranmasına izin vermediği, bazı dürtülerin insan davranışlarını şekillendirmede etkili olduğu da kabul edilmektedir (Savaş, 2007:40). Bilim adamları, beyin görüntüleme teknikleri ile yatırımcıların yatırım yaparken kazançları nasıl değerlendirdiğine, riskleri nasıl algıladığına ve olasılıkları nasıl hesapladığına yönelik bulgular elde etmiştir. Ekonomi ve psikolojinin sentezi olan nöroekonomi bilim dalı sayesinde yatırımcıların ekonomik kararlarını neyin belirlediği, teorik ve pratik düzeyden ziyade biyolojik olarak açıklığa kavuşmuştur (Zweig, 2007:11).

İktisadi karar alma ve insan beyni arasındaki ilişkiyi laboratuvar ortamlarında inceleyen Nöroekonomi çalışmalarında ekonomik faydanın, teorideki gibi dış bükey fonksiyonlarla değil, bir çeşit kimyasal madde olan dopamin miktarlarının ölçülmesi ile hesaplanabildiği ortaya çıkmıştır. Aynı çalışmalarda, kaybetmenin beyin için kazanmaktan daha önemli olduğu, herhangi bir olayın kayıp olarak algılandığında amigdalanın kuvvetli sinyaller yaydığı görülmüştür (Soydal, 2010:114). Fonksiyonel Manyetik Rezonans Görüntüleme Teknikleri (fMRI) sayesinde, cömertlik, açgözlülük, korku ve refah gibi duyguların ekonomik kararların alınmasında nasıl etkili olduğu ortaya konmaktadır (Lindstrom, 2012:36). fMRI, 1990'lı yıllarda keşfedilmiştir. fMRI, kan dolaşımındaki çok hafif artma ve azalmalara bağlı değişimleri tespit ederek, beynin değişik yapılarındaki faaliyetlerin haritasını çıkarmaktadır. fMRI sayesinde çalışan beynin içinin ve dışının üç boyutlu bir resmi, beyindeki faaliyet düzeyinin bir milimetreye kadar inen çözünürlükteki haritası

çıkarılmaktadır (Mlodinow, 2013:15). Dolayısıyla bu cihazın kullanılmasının ekonomiye büyük katkıları olduğu söylenebilir.

1.1.3.2. Beklenti Teorisi

İnsanlar gerçek hayatta her zaman beklenen fayda gibi kaygılarla hareket etmemekte ve maliyet-fayda analizi yapmamaktadır. Bunun yerine bu hesabı duygusal beyne aktarmakta ve haz-acı miktarından hangisi görece daha fazla ise ona göre satınalma işlemini gerçekleştirmektedir. Çünkü “bilinçli beyin kendi zaaflarından habersizdir ve prefrontal korteksin dışında gerçekleşen tüm nöral faaliyetlere gözleri kapalıdır. İşte bu nedenle insanların duyguları vardır (Lehrer, 2009:266). Duygular bu anlamda beynin trafik lambaları işlevini görmektedir. Duygular risk almada (coşku), temkinli olmada (kaygı), geri çekilmede (korku) belirleyici olmaktadır (Peterson, 2012:72). Bu doğrultuda duyguların, bilinçdışına açılan bir pencere olduğu, işlenen ama algılanamayan tüm bilgilerin visseral³ temsilcileri olduğu söylenebilir. İnsanlık tarihinin önemli bir bölümünde duygular hor görülmüştür, çünkü duyguları analiz etmek zordur ve duygular beraberinde gerekçelerle, nedenlerle ya da açıklamalarla gelmemektedir (Lehrer, 2009:266). Bu anlamda davranışsal finans ekonomik analizlerde duyguların da katılmasını sağlayacak şekilde araştırmalar yapmaya çalışmaktadır. Yapılan araştırmalar da duyguların ve çeşitli bilişsel faktörlerin, alınan ekonomik kararlarda ne kadar önemli olduğunu göstermekte ve böylece geleneksel finansın eksik olan yönlerini tamamlamaya çalışmaktadır. Beklenti teorisi de bu açıdan önem taşımaktadır. Daniel Kahneman ve Amos Tversky 1979 yılında “*Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk*” adlı makaleyi yayınlamışlardır. 2002 yılında da Daniel Kahneman, psikolojiyi ekonomiye dahil ettiği için Nobel ekonomi ödülüne layık görülmüştür.

Kahneman ve Tversky, ekonomiye hakim olan teorilere meydan okumakta ve psikoloji biliminden yararlanarak ekonominin geleneksel karar alma teorilerine karşı irrasyonel davranış teorileri önermektedir. Davranışsal finans, psikolojinin teorik ve metodolojik yaklaşımlarını kullanarak bu faktörleri ekonomiye tanıtmaya girişimidir. Amaç, karar alma süreçlerinde kullanılan bilişsel faktörleri ve duygusal faktörleri hesaba katarak ekonomik modeller kurmaya çalışmaktır. Buna göre insanların bilgiyi

³ Visseral: İç organlarla ilgili, iç organlara ait

işleme süreçleri ve ürünlere değer atarken kullandıkları hevristikler modellenmeye çalışılmakta, riskten kaçınma, beklenen pişmanlık, adalet ve karışıklık algılamalarının kararları nasıl etkilediği araştırılmaktadır. Metodolojik olarak da bireysel davranışları, deneysel psikoloji modellerini kullanarak ekonomiye uyarlamaya çalışılmaktadır (Bruni ve Sugden, 2007:161).

Klasik ekonomi teorisi, beklenen fayda modelini diğer bir ifade ile bireylerin riskli kararlarda en yüksek faydayı hesaplayıp ona göre davrandığını öne sürerken, davranışsal finans psikolojik “değer” kavramını temel almaktadır. Buna göre bireyler bekledikleri faydaya göre değil, sözkonusu tercihe biçtikleri değere göre karar vermektedir. “Rasyonel fayda”, tamamen duygulardan arınmış, matematiksel aklıyla hareket eden homo economicus olarak nitelendirilen bireyi tanımlarken, “değer” kavramı insanların psikolojik yönüne temas etmektedir (Tacer, 2007:123). Davranışsal finans, bazı finansal modellerin bütünüyle rasyonel olmayan bazı aracı modeller tarafından anlaşılabilceğini savunmaktadır. Geleneksel finans ise, rasyonel modelleri kullanan finansal pazarları anlamaya çalışılmaktadır (Barberis ve Thaler, 2002:1).

Beklenti teorisi, insanların beklenen fayda teorisini sistematik olarak ihlal etmesi anlamına gelmektedir (De Bondt ve diğerleri, 2008:5). Kahneman ve Tversky (1979) tarafından formüle edildiğinden beri beklenti teorisi, risk altında karar alma teorisi olarak beklenen fayda teorisine başlıca alternatif oluşturmaktadır. Beklenti teorisi, insanların riski ve belirsizliği nasıl yönettiklerini gösteren teoridir (Kishore, 2004:4). Teori, insanların her zaman rasyonel bir şekilde davranmadığını, insanların belirsizlik altında seçimlerini etkileyen psikolojik faktörler tarafından tekrarlayan önyargı hataları yaptıklarını öne sürmektedir (Ricciardi ve Simon, 2000:5). Bilinçaltı düzeyindeki bazı önyargı ve taraflı düşünme eğilimleri insanların yatırım kararlarını zayıflatmakta, karlılıklarını da erozyona uğramaktadır (Peterson, 2012:37). Bu amaçla beklenti teorisiyle risk altındaki seçimlerle ilgili alternatif bir öneri sunulmaya çalışılmaktadır (Kahneman ve Tversky, 1979:263).

Beklenti teorisi, üç bölümden oluşmaktadır: düzeltme süreci, değer fonksiyonu ve ağırlıklı olasılık fonksiyonu. Düzeltme sürecinde insanlar bir şeyi değerlemeden önce düzenlerler. İnsanların doğasında görevleri kolaylaştırma eğilimi olduğu için, düzenleme süreci de değerlendirmeyi kolaylaştırmaktadır. Buna göre

kayıp ve kazançlar bir referans noktasına göre belirlenmekte ve seçimler de bu referans noktasına göre sapma göstermektedir (Liu, 1998:4; Levy, 1992:174-175).

Değer fonksiyonu da kazançların ve kayıpların farklı değerlendirilmesiyle ilgilidir (Liu, 1998:4). Beklenti teorisine göre insanlar her zaman riskten kaçınan davranış sergilememektedir (Kishore, 2001:4). Teoriye göre insanların risk tutumları çok boyutludur ve bir insanın risk tutumu, onun yakın tarihine bağlıdır. Kişi, yakın tarihte finansal açıdan kayıp yaşamışsa risk almaya daha az isteklidir veya kazanç sağlamışsa riskten kaçınma davranışı azalmaktadır. Dolayısıyla insanlar kayıp ve kazançlara göre olasılıkları değerlendirmektedir. Bu durum da hevristiklerin kullanılmasına yol açmaktadır (Prast, 2004:6). Tversky ve Kahneman beklenti teorisine bir seçeneğin çerçevesi kazanımlar bakımından çizildiğinde insanların riskten kaçınma stratejisini kullandığını diğer taraftan insanlara seçenekler kayıplar tarafından sunulduğunda ise risk alma stratejisine başvurduklarını öne sürmektedir (Goldstein, 2013:623-634). “*Çerçeveleme etkisi*” olarak adlandırılan bu durumda değer fonksiyonu kazanç alanında konkav (riskten kaçan), kayıp alanında konvektir (riski seven). Değer fonksiyonu ayrıca insanların kayıplara kazançlardan daha duyarlı olduklarını ifade etmektedir. Bu nedenle kayıp bölgesinin eğimi daha diktir (Liu, 1998:4). Bu durum beklenti teorisinde “*kayıptan kaçınma davranışı*” olarak ifade edilmektedir (Levy, 1992:171). Lehrer (2009:63) zihnin kaybetmenin duygusal acısını hissetmeden nasıl kazanacağını öğrenemeyeceğini, bu yüzden de insanlar için kaybetmenin kazanmaktan daha çok etkili olduğunu öne sürmektedir. Hasanoğlu’na (2014) göre ise alınan her karar başka bir şeyden vazgeçmek ve onu kaybetmek anlamına gelmektedir. Korkunun kendisi de bu noktada başlamaktadır. İnsanlar kazandıkları şeye odaklanmaktan ziyade kaybettiği ya da vazgeçtiği şeye odaklanmaktadır. Kaybetmekten hoşlanmama duygusu insanlarda çok güçlü hissedildiği için yanlış kararların alınmasına yol açmaktadır. Diğer taraftan insanlar sıkıntı, kaygı ve öfkelerden kaçınabilmek için kısa vadeli kararlar vermekte, geçici çözümler üreterek, o anki durumu kurtarıcı davranışlarda bulunmaktadır. Bu da onların acele ve yanlış karar almalarına, pişman olmalarına neden olmaktadır.

Örneğin kayıptan kaçınma davranışında yatırımcılar, kaybeden hisse senetlerini uzun süre elde tutarken, kazanan hisse senetlerini hemen satmaktadır (Odean, 1998). Shefrin ve Statman (1985) bu duruma “*yatkınlık etkisi*” (disposition

effect) demektir. Nöro bilim açıdan ise kayıptan kaçınmaya yönelik davranışsal önyargı eğilimi, hayal kırıklığı ve pişmanlık korkusundan kaynaklanmakta ve beyin bademciği olarak adlandırılan amigdalanın çalışmasından kaynaklanmaktadır. Diğer taraftan beynin tutku ve arzu merkezi Nükleus akkumbensin çok çalışması da insanları aşırı riskler almaya yönlendirmektedir (Peterson, 2012:68).

Kayıptan kaçınma, sahiplenme etkisi ile de ilgilidir. Thaler (1980:44) sahiplenme etkisini, sahip olunan bir şeyin vazgeçilmesi durumunda kayıp olarak algılandığı, aynı şeyin satın alındığı zaman kazanç olarak değerlendirildiği şeklinde açıklamaktadır. Diğer bir ifade ile insanlar sahip oldukları şeylere daha fazla değer yüklemektedir. Bu nedenle de hisse senetlerini satarken daha çok zorluk çekmektedirler. Peterson'a (2012:274) göre ise bunun nedeni, insanların alım kararlarını objektif bilgiye dayandırırken satış kararlarını genellikle duygularıyla vermelerinden kaynaklanmaktadır.

Bir kararın çerçevesi, karar vericinin probleme bakış açısından, problemin sunuluş tarzından, sorunun algılanışından etkilendiği kadar bireylerin karakteristik yapılarından da etkilenmektedir. Diğer taraftan bazen çerçeveler, yanıltıcı, anlaşılmaz olabilmektedir. Dolayısıyla çerçeve değişirse, verilecek olan karar da değişecektir. Bu durum beklenen fayda teorisini ihlal etmektedir. Çünkü beklenen fayda teorisi, insanların seçimlerinin sunum ne olursa olsun değişmeyeceği varsayımına dayanmaktadır (Ackert ve Devaes, 2010:14). Bunun yanı sıra çerçevenin sonuçları bireysel bilginin, istatistiksel kanıtlardan her zaman daha etkili olduğunu göstermektedir (Hanson ve Kysar, 2008:106).

Kahneman ve Tversky, Bernoulli'nin zenginlikteki her küçük artıştan sağlanan fayda, daha önceden sahip olunan malların miktarıyla ters orantılıdır görüşüne inanmamaktadır. Beklenti teorisi ile kararı etkileyen şeyin, o anda ne kadar zengin olunduğu değil; bu kararın insanları zenginleştirecek mi yoksa fakirleştirecek mi olduğu dikkate alınarak karar verildiği öne sürülmektedir. Beklenti teorisi ile Kahneman ve Tversky, beklenen fayda teorisinin varsayımlarından olan değişmezlik ilkesini de değişmezlik yanığı olarak açıklamışlardır. Çünkü problemin farklı çerçevelerde ortaya çıkması durumunda tutarsız tercihler söz konusu olabilmektedir (Bernstein, 2013:308).

Ağırlıklı olasılık fonksiyonu, insanların düşük olasılıklara fazla ağırlık verme, yüksek olasılıklara daha az ağırlık verme eğiliminde olmalarını ifade etmektedir (Liu, 1998:4). Beklenen fayda teorisinde belirsiz bir seçenek, sonuçların faydalarının ağırlıklı ortalaması ile değerlendirilmekte ve her biri olasılıkları ile ağırlıklandırılmaktadır (Kahneman ve Tversky, 1979:4). Beklenti teorisinde, tercihler “karar ağırlıkları” fonksiyonu olarak dikkate alınmaktadır ve bu ağırlıkların da her zaman olasılıkları yakalayamadığını varsaymaktadır (Ricciardi ve Simon, 2000:4). Kahneman ve Tversky, insanların kesin olduğu düşünülen sonuçlara, olasılığı düşük olan sonuçlara göre daha fazla ağırlık verdiğini savunmaktadır. Bu duruma da “*kesinlik etkisi*” adını vermektedirler (Kahneman ve Tversky, 1979:4).

Bununla ilgili yapılan deneysel çalışmada deneklerin %80’ i, 3000 dolar garantili kazancı, %80 olasılıkla 4000 dolar kazanma şansına tercih ederken, aynı olasılık negatif yönde sunulduğunda bireylerin %92’ si %80 olasılıkla 4000 dolar kaybetme şansını 3000 dolar kesin kayba tercih etmişlerdir. Dolayısıyla her iki durumda da denekler beklenen değeri düşük olan seçeneği seçmişlerdir (Levy, 1992:174-175). Kesin sonuçlar, belirsiz sonuçlara oranla daha fazla ağırlıklandırılmaktadır.

Beklenti teorisi karar almada çerçeveleme etkisi, kayıptan kaçınma, yatınlık etkisi gibi etkenlerin yanı sıra insanların finansal karar verirken zihinsel muhasebe hesabı kullandıklarını göstermektedir. “*Zihinsel muhasebe*”, farklı finansal kararları farklı zihinsel hesaplar altında sınıflandırma eğilimidir (Prast, 2004:8).

1.1.3.3. Etkin Piyasa Teorisinin Eleştirisi

Modern Portföy Teorisi (MPT), Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli (SVFM) ve Arbitraj Fiyatlama Teorisi (AFT), rasyonel beklentiler teorisini destekleyen niceliksel modellerdir. Etkin piyasa teorisi de rasyonalite üzerine kuruludur (Kishore, 2004:3-4). Etkin piyasa teorisine yönelik en temel eleştiri de teorinin rasyonel insan varsayımına yöneliktir. Yatırımcılar kararlarını her zaman rasyonel olarak veremedikleri için varlıkların değerlerini beklenen fayda teorisi ile belirleyemeyecek, piyasadan aldıkları bilgiyi de fiyatlara yansıtamayacaklardır. Özellikle bilgi asimetrisinin varlığı söz konusu olduğunda tam etkin piyasaların var olması imkansız gözükmektedir (Sefil ve Çilingiroğlu, 2011:251).

Finansal pazarlarda bilginin aşırı olması ve hızlı bir şekilde yayılması, hem yatırımcıların hem de varlık yöneticilerinin finansal kararlarını zorlaştırmaktadır (Fromlet, 2001:64). Bu durumda kişi bir karara varırken tarafsız bir şekilde muhakeme yürütmek yerine bir “önseziye” dayanarak seçim yapmaktadır (Peterson, 2012:73). Hevristik olarak adlandırılan bu durum, bilginin hızlı, seçici yorumlanması, kararların büyük ölçüde sezgilerle verilmesi anlamına gelmektedir. Hevristik örneği, özellikle ekonomistlerin ve hisse senedi alım satım yapanların gelen bilgiyi hızlı bir şekilde yorumlamak zorunda kaldıklarında ortaya çıkmaktadır (Fromlet, 2001:65). Finansal kararlar, yüksek karmaşıklık ve yüksek belirsizlik durumlarında verilmektedir. Bu durum karar vericilerin sezgilerini kullanmasını ve karmaşık kurallara güvenmesini zorlaştırmaktadır. Sezgiler bu doğrultuda birçok kararda önemli bir rol oynamaktadır (Kahneman ve Riepe, 1998). Dolayısıyla teori, sezgileriyle hareket edip karar alan insan varsayımıyla açıklanamamaktadır.

Davranışsal finans bu anlamda geleneksel paradigma tarafından karşılaşılan zorluklara cevap olarak ortaya çıkmıştır. Davranışsal finans, kurumların inanışlarını güncellemede başarısız olduklarını ve yatırım tercihlerinde normatif süreçten sistematik bir şekilde sapmalar olduğunu öne sürerek geleneksel finansın iki doktrinini eleştirmektedir. Davranışsal finans, yatırımcıların irrasyonel davranışlarının önemli bir büyüklükte olduğunu ve fiyatlar üzerinde de uzun süreli etkisi olduğunu öne sürerek arbitrajın sınırlı olduğunu savunmaktadırlar. Bunun için de davranışsal finans, yatırımcıların irrasyonel davranışlarını ve karar alma süreçlerini açıklığa kavuşturmak için bilişsel psikolojinin deneysel kanıtlarından yararlanmaktadır. Böylece psikoloji ve arbitraj sınırı, davranışsal finansın iki yapıtaşıdır (Barberis ve Thaler, 2002). Ayrıca, davranışsal finasta etkin piyasa teorisinin aksine, çok göz önünde olmayan hisse senetleri satın alındığında ve bu hisse senetleri uzun süre elde tutulduğunda, aşırı kazançlar elde edilebileceği varsayılmaktadır (De Bondt ve Thaler, 1994:11).

Etkin piyasa teorisi, bilgiye tüm yatırımcılar tarafından eşit bir şekilde erişildiğini ve tüm yatırımcıların bilgiyi rasyonel bir şekilde yorumladığı ve varlık fiyatlarının tüm bilgiyi içerdiği varsayımını kabul etmektedir. Yapılan araştırmalar, finansal pazarlarda sınırlı bilgi nedeniyle yatırımcıların sürü davranışı gösterdiği, mevcut bilgiyi işlemede başarısız olduklarını göstermektedir (Fernandez ve diğerleri,

2009). Bunun yanı sıra, aynı bilgiye sahip insanların tercihleriyle ilgili inanışlarının da birbirlerinden farklı olduğunu göstermektedir (Akerlof ve Dickens, 1982:309). İnsanların enformasyona verdiği tepki, sözkonusu enformasyonun mantıksal değerine, hangi çerçeveye oturttuklarına ve sosyal-duygusal sistemlerine nasıl kaydettiklerine bağlı olarak değişmektedir (Taleb, 2011:80).

Etkin piyasa teorisinin geçerliliği konusunda büyük şüpheler mevcuttur ve birçok yazar ve filozof tarafından eleştirilmektedir. Bu eleştirilerden bir tanesi de etkin piyasa teorisinde yatırımcıların benzer beklentilere sahip olduğudur. Fakat, eğer bütün yatırımcılar aynı beklentilere sahip olsaydı menkul kıymet piyasasının ve menkul kıymet ticaretinin ortaya çıkması mümkün olmazdı. Çünkü, satış pozisyonunda olan bir tarafın beklentisi fiyatların düşmesi olurken; alış pozisyonunda olan diğer taraf da fiyatların yükseleceği beklentisi içerisinde olmaktadır. Diğer taraftan etkin piyasa teorisi, menkul kıymet piyasasının gerçek hayatta hiçbir ilişkisi yokmuş izlenimini vermektedir. Halbuki, bu pazarlarda yapılan yatırım, gerçek dünyadaki şirketlerin işlemlerinde kullanılmaktadır (Kıyılar ve Acar, 2009:460).

Rasyonel bir dünyada fiyatlar, sadece yeni bir haber geldiğinde değişmektedir. Etkin bir pazarda, gelecekteki karlar mevcut bilgi temelinde tahmin edilemez. Otuz yıl önce, finans ekonomistleri, bu varsayımın doğruluğunu etkin pazar teorisinin temel varsayımı olarak kabul etmiştir. Şimdi ise hisse senedi fiyatlarının kısmen de tahmin edilebileceği öne sürülmektedir (Thaler, 1999:14).

Rasyonalistler, anomalilerin istatistik hatalarından veya yanlış risk ölçümünden kaynakladığını öne sürmektedir. Davranışçılar ise, pazarın her zaman etkin olmadığını gösteren deneysel ve aynı zamanda teorik olarak yeterli kanıtlar olduğuna inanmaktadır (Feix, 2002:2).

Geleneksel ekonomik anlayışa göre irrasyonel yatırımcılar “noise trader”⁴ “gürültü tacirleri” olarak bilinirken rasyonel yatırımcılar “arbitrajcı” olarak bilinmektedir. Arbitraj, risksiz yatırım stratejisidir. Arbitrajcı olarak bilinen rasyonel yatırımcılar için de yanlış fiyatlanmış varlıklar risksiz fırsat yaratmaktadır (Camerer ve diğerleri, 2002:3-4). Arbitrajcı hisse senedini düşük fiyattan almakta yüksek

⁴ **Noise Trader:** Mevcut bilgiyi yanlış yorumlayan veya herhangi bir bilgiye dayanmadan al-sat yapan yatırımcıyı ifade etmektedir (Barber ve diğerleri, 2005:2).

fiyattan satarak risksiz kar elde etmektedir. Arbitraj, menkul kıymet piyasalarının analizinde kritik bir rol oynamaktadır. Çünkü arbitraj yanlış fiyatlanmış hisse senetlerinin fiyatlarını temel değerlerine taşımakta ve pazarın etkinliğini korumaktadır (Shleifer ve Vishny, 1997:35). Davranışsal finans ise bunu doğru olarak kabul etmemektedir. Davranışsal finansa göre, varlık fiyatlarının bazı özellikleri temel değerlerinden sapma göstermektedir. Bu sapmalar, rasyonel olmayan yatırımcıların varlığından kaynaklanmaktadır. Davranışsal finansçılara göre yanlış fiyatlama değişmeden kalabilmektedir (Camerer ve diğerleri, 2002:3-4). Diğer taraftan arbitrajcılar her zaman pozisyonları likidite edemezler, bu da önemli kayıplara neden olabilmektedir. Ayrıca arbitraj maliyetlidir, yapılan işlemler komisyona tabidir (Baltussen, 2009:30-31).

Sonuç olarak davranışsal finansa göre, piyasalar teoride varsayıldığı gibi etkin değildir. Piyasaların etkin olmaması da ekonomideki kıt kaynakların en uygun bir şekilde dağıtılmadığını göstermektedir. Bu da ekonomik açıdan çözümlenmesi gereken bir problemdir (Bostancı, 2003:2).

1.1.4. Davranışsal Finansın Diğer Bilim Dalları İle İlişkisi

Bir bilim dalının ilerleyebilmesi, diğer bilim dallarının elde ettikleri kazanımlara bağlıdır. Bu sebeple bilim adamlarının farklı disiplinlerdeki gelişmeleri ve bilgi birikimlerini takip edip kendi alanlarında kullanmaları önem taşımaktadır (Eroğlu, 2011:1).

Bunu bir metafor ile açıklayacak olursak, Nisbett (2013:33) “Düşüncenin Coğrafyası” adlı kitabında Çinlilerin tıpta ameliyat konusunda neden isteksiz olduklarını şöyle açıklamaktadır. Sağlık, bedendeki güçler dengesine ve bedenin parçaları arasındaki ilişkilere bağlıdır ve pek çok Asyalı’ya göre bedenin her parçası neredeyse diğer her parçayla ilişki halindedir. Bunun için akupunkturcunun kulağın yüzeyi ile deri ve iskelet arasındaki ilişkiye dair görüşlerine bir göz atmak yeterlidir. Diğer bir örnek de kulak ile iç organlar arasındaki ilişki verilebilir. Dolayısıyla Çinliler, bedenin kötü çalışan veya hastalıklı kısmını, bedenin öteki parçalarıyla ilişkilerini göz önüne almadan çıkarıp atmanın yararlı olacağı fikrini hiç düşünmemişlerdir. Bu durum finans ve diğer bilim dalları için de geçerlidir. Ekonomi, psikoloji ve sosyoloji gibi bilim dallarından kopuk bir şekilde değerlendirilmemelidir.

Bilim tarihine bakıldığında, herhangi bir bilim dalındaki önemli kırılma noktalarının ve paradigma değişikliklerinin hemen hemen tüm anabilim dallarını zincirleme bir şekilde etkilediği ve sözkonusu bilim dallarına yeni bir bakış açısı getirdiği görülmektedir. Ekonomi biliminin, iktisadi aktörlerin tüm karmaşıklıklarını çözümleyerek açıklayabilmesi için psikoloji gibi sosyal bilimlerinin yanı sıra biyoloji, fizik, nöroloji gibi fen bilimleri ile disiplinler arası işbirliğine girerek eksikliklerini veya boşluk noktalarını sözkonusu bilimlerden sağlayacağı farklı yaklaşım noktalarıyla tamamlaması gerekmektedir. Deneysel araştırmalardan uzak olan ekonomi, değişen teknoloji, işgücü yapısı gibi mevcut konjektürü açıklamada yetersiz kalacağından bir bilim olarak gelişmesi de kısıtlı olacaktır (Soydal, 2010:9).

Ekonomistler, sosyologlar ve psikologlar yatırımcı davranışlarını çeşitli şekilde açıklamak için girişimlerde bulunmaktadır. Ekonomistler yatırımcı davranışlarını, rasyonel ve irrasyonel yatırım kararı alma süreci üzerine odaklanırken, sosyologlar yatırımcı davranışlarını yatırımcının sosyal çevresine üzerine odaklanarak açıklamakta, psikologlar da yatırımcıların karakteristik özelliklerine odaklanarak yatırımcı davranışlarını açıklamaya çalışmaktadır (Shafi, 2014:61).

1.1.4.1. Psikoloji

Psikoloji, davranışları ve zihinsel süreçleri sistematik ve bilimsel bir şekilde analiz eden bir bilim dalıdır (St Clements University, 2013:8). Ekonomi ise üretim ve tüketim faaliyetlerini analiz eden bir bilim dalıdır (Demir, 2013:27). Psikoloji gerçek insan davranışlarını tanımlarken, ekonomi ideal davranışları tanımlamaktadır. Fakat psikolojinin tanımlayıcı tutumuyla ekonominin normatif tutumunun kombinasyonu insanların optimalden nasıl ayrıldıklarını göstermekte yardımcı olmaktadır (Knutson ve Peterson, 2005:36).

Ekonomi ayrı bir çalışma alanı olarak tanımlandığında, psikoloji bir disiplin olarak ortaya çıkmamıştır. Psikoloji 20. yüzyılın başında ortaya çıktığında ise bilimsel olarak kabul görmemiştir. Hatta, bu dönemde birçok ekonomist, psikologluğu ikinci bir iş olarak yapmıştır. Ekonomistler, ekonomiye istikrarsız temel sağladığı gerekçesiyle aynı zamanda neoklasik devrimin de etkisiyle psikolojiyi çalışmalarına dahil etmemişlerdir (Camerer ve Loewenstein, 2002:4). Fakat borsada panik dönemleri, enflasyonla mücadele eden hükümetlerin güvenilirliği,

ekonomideki kötümser ve iyimser hava, ekonomi ve psikoloji arasındaki etkileşimleri göstermektedir (Günaydın, 2007:37).

Psikoloji, insanı, insan davranışlarını ve yargılarını sistematik bir şekilde araştırmayı kendisine konu edinmiştir (Rabin, 1998:11). Alternatifler arasından seçim yapmak olarak tanımlanan karar alma süreci, hem psikolojinin hem de ekonominin ortak ilgi alanıdır (Tufan, 2008:11). Ayrıca, tüm rasyonellik testleri psikologlar tarafından hazırlanmaktadır (Sutherland, 2011:284). Psikolojik açıdan bakıldığında davranış, her zaman çalışmaların ana amacını oluşturmaktadır ve psikologlar, deneysel ölçümler dikkatli bir şekilde kontrol edildikten sonra davranışların kökenleri konusunda çıkarımlarda bulunmaktadırlar. Buna karşılık ekonomistler ise, beklenen fayda maksimizasyonu gibi basit ilkelerden yola çıkarak davranış türetirler. Bu da, türetilen ekonomik davranışların deneysel olarak çürütülmesiyle sonuçlanmaktadır (Lo, 2005:22). Dolayısıyla ekonomi ve psikoloji insanı, insan davranışlarını ve insanın karar alma süreçlerini araştırmaları bakımından ortak paydada birleşmektedir. Bu durumda psikoloji olmadan yapılan ekonomik değerlendirmelerin eksik kalacağı söylenebilir.

Psikolojide radikal bir yaklaşım olan davranışçılık, 1913 yılında John D. Watson tarafından tanıtılmıştır. Watson psikolojide uyaran ve tepki gibi doğrudan gözlemlenebilen davranışlar üzerine araştırmalar yapmıştır. Watson, iç eğilimlerden ziyade çevrenin, davranışları belirlediğini savunmuştur. Davranışçılık daha sonra B. F. Skinner tarafından geliştirilmiştir. Skinner ve takipçileri “düşünceler”, “duygular”, “mizaç” ve “motivasyon” gibi bilişsel süreçlerle ilgili durumları reddetmiş, fareler ve güvercinler üzerinde yaptığı deneylerle bütün insanların davranışlarının koşullanma ile açıklanabileceğini öne sürmüştür. Daha sonra davranışçılık ABD’de akademik psikolojide yaygın ve hakim hale gelmiştir. Sonunda da deneysel psikolojideki bilişsel devrimle beraber davranışçılık birleşmiş ve zihinsel durumlar bilimsel araştırmanın amacını oluşturmuştur (Daniel ve diğerleri, 2001:140).

Psikolojinin alt dalı olan, zihnin bilimsel bir yoldan incelenmesi ile ilgilenen bilişsel psikolojide karar verme süreci, algılama, inançlar, hafıza ve duygular gibi çeşitli faktörlerin birbirlerini etkilediği karmaşık bir süreç olarak ele alınmaktadır (Özerol, 2011; Goldstein, 2013:34). 1960’ lı yılların başlarında, bilişsel psikolojinin hakim olmaya başlamasıyla karar verme, problem çözme ve hafıza gibi ihmal edilen

konular gündeme gelmiştir (Camerer ve Loewenstein, 2002:5). Rasyonel ve irrasyonel seçimlerin, bilişsel psikolojinin ilgi alanını oluşturması (Arrow, 1982:1) ve bilişsel psikolojinin insanların karar verme sürecini etkileyen önyargılara açıklama getirmesiyle birlikte, bilişsel psikoloji davranışsal finansın ana ilham kaynağını oluşturmuştur. Çünkü bu önyargılar, davranışsal finans tarafından finansal pazar davranışını karakterize eden anomalilerin önemli bir nedeni olarak görülmektedir (Witteloostuijn ve Muehlfeld, 2007). Bu doğrultuda yatırımcı davranışlarını psikolojik açıdan açıklamak için birçok çalışma yapılmıştır (Thomas ve Rajendran, 2012:116). Yapılan çalışmalar, insanların inanışlarının hatalı olduğunu ve birçok durumda bu problemin kaynağının bilişsel olduğunu göstermektedir. Diğer bir ifade ile sorun, insanların nasıl düşündüğü ile ilgilidir (De Bondt ve diğerleri, 2008:5).

Tıp bilimindeki teknolojik gelişmeler ve beyindeki nöronların ayrıntılı bir şekilde incelenmesi, insandan insana değişebilen tutum farklılıklarının açıklığa kavuşturulmasını sağlamaktadır (Eroğlu, 2011:45). Nöro bilimin yatırım faaliyetlerine uygulanmasına yönelik bir çalışma olan nöro finans, psikoloji, finans, ekonomi ve nörobilim gibi birkaç bilim dalını içermektedir. Nörobilim laboratuvarlarında beyin fonksiyonlarındaki değişimler üzerine yapılan çalışmalarla insanların parayla ilgili nasıl iyi ve kötü karar alabildikleri konusu, edinilen bilgilerle günışığına çıkmaktadır (Peterson, 2012:33).

Sonuç olarak psikolojinin ekonomiye dahil edilmesi homo economicus varsayımının ve bu varsayıma bağlı geleneksel kuramların sarsılmasına neden olmuştur (Soydal, 2010:90).

1.1.4.2. Sosyoloji

Bireyler kendi arzu ve yeteneklerine göre oluşturdukları davranışlar ile içinde buldukları grubun davranış biçimlerinin etkisi altında kaldığı sosyal bir etkileşim ortamında yaşamaktadır. Bu etkileşim ortamında taklit ve karşıtlık, moda ve alışkanlıklar, iyimser ya da kötümser psikolojik hava, bireysel davranışların bulaşıcılığı, sürü davranışı, belirsizliklerle dolu kaotik ortam gibi faktörler insan davranışlarını önemli oranda etkilemektedir. Bireysel hatalar bir süre sonra toplumsal hatalara dönüşebilmektedir. Özellikle rekabetçi ekonomilerde “taklit” yanılığının birbiri üzerine yığılmasına neden olmaktadır (Günaydın, 2007:31).

İnsan beyninin yapısı ile toplumsal yapı birbirine benzer özelliklere sahiptir. Toplumsal yapı da beyin yapısı kadar olmasa da karmaşık bir yapıya ve karmaşık bir etkileşim sistemine sahiptir (Soydal ve diğerleri, 2010:222). Finansal pazarlar da aslında varlık fiyatlarını ayarlamak için insanların etkileşim içinde olduğu sosyal düzenlemelerdir (Tuffler ve Tuckett, 2010:99).

İnsanlar karmaşık sosyal çevrede yaşamaktadır. Birçok önemli karar başkalarının seçimlerine bağlı olarak sosyal etkileşim ortamında verilmektedir. Bu sosyal durumlar karmaşık karar formlarına faydalı bir bakış açısı sağlamaktadır. Nöroekonomik yaklaşımın bir parçası olarak araştırmacılar sosyal kararların psikolojik ve sinirsel etkilerini araştırmaya başlamışlardır. Oyun Teorisi de bu araştırmalardan birisidir. Oyun teorisi gerçekte insanların daha az bencil ve stratejik olduklarını, eşitlik, hakkaniyet, karşılıklık gibi sosyal değerlere önem verdiklerini göstermektedir (Sanfey, 2007). Oyun teorisi 1980'lerin ortalarından beri sosyologlar arasında artan bir şekilde popüler hale gelmiş olup teoriyle ilgili birçok çalışma geliştirilmiştir (Swedberg, 2001:301).

Her insanın değişikliklere verdiği tepki, kazançlara ve kayıplara yüklediği kişisel anlamlarına bağlı olmaktadır. Bu kişisel anlamlar da insanların inanç ve beklentileriyle ilgilidir. Diğer taraftan insanların yaşam koşulları, doğuştan gelen karakter özellikleri, yakın geçmişte yaşadıkları, kültürü ve çevresi, olayları yorumlama biçimini etkilemektedir (Peterson, 2012:72).

Son yıllarda psikolojide kültür araştırmalarında yeniden bir doğuş yaşandığı görülmektedir. Özellikle sosyal psikolojide bencillik, motivasyon, karşıt kültür gibi konular üzerine araştırmalar yoğunlaşmıştır. Kültürel yapı, insanların sadece inanç ve değerlerini değil aynı zamanda onların düşünce biçimlerini ve dünyaya cevap verişlerini içeren bilişsel süreçlerini de etkilemektedir. Bu sebeple karar verme üzerine çalışan bilim adamları kültürel çeşitlilikleri çalışmalarına dâhil etmişlerdir. Kültürel çeşitlilik ve kültürlerarası iletişim, dünyada toplumların günlük yaşamlarını ifade etmektedir; bu anlamda kültürel çeşitliliğin bilişsel etkileri göz ardı edilmemelidir. Karar verme üzerine çalışan bilim adamları, kültürel çatışmaların bilişsel kökleri, karar verme ve insanların kültürel eylemleri üzerine araştırmalar yapmaktadırlar (Choi ve diğerleri, 2004:520).

Davranışsal finansın yapıtaşlarından biri de sürekli ihmal edilen sosyolojidir. Fakat sosyoloji ihmal edilmesine rağmen bireylerin finansal piyasalarda etkileşimi nedeniyle büyük önem taşımaktadır. Davranışsal finansa kadar bireylerin kararlarında hiçbir etkileşim olmadığı ve bireylerin diğer insanlardan etkilenmediği varsayılmaktadır. Fakat finansal pazarlardaki eylemler izole bir ortamda gerçekleşmemektedir (Schindler, 2007:18).

Yatırımcıların karar almaları üzerine gerçekleştirilen birçok davranışsal finans araştırması, yatırımcıların duygularına ve psikolojisine odaklanmaktadır. Fakat sosyal etkileşim bu duyguları etkilerken aynı zamanda yatırımcıların kararlarını da etkilemektedir. Kısaca insanlar, diğer insanlarla etkileşimde bulunarak öğrenmektedirler. Diğer bir ifade ile kendi inanışlarını yorumlamak için diğer insanların davranışlarını izlemektedirler (Baker ve Nofsinger, 2002:1009). Bireylerin ve toplumların gelişmesi de başkalarından bir şeyler öğrenmekle mümkün olabilmektedir (Thaler ve Sunstein, 2013:76).

Birçok çalışmada, bireysel yatırımcıların farklı davranışsal önyargılar tarafından etkilendiği kanıtlanmıştır. Sosyal bilimciler ve psikologlar, davranışsal önyargı eğilimlerinin değişik seviyelerde olmasına rağmen kültür tarafından beslenebileceğine inanmaktadır. Kültürel farklılık, hayat tecrübesi ve eğitim, davranışları etkileyebilmektedir. Dolayısıyla, davranışsal eğilimler, farklı kültürler arasında farklılık gösterebilmektedir.

Kültürün finansı etkilemesi üç şekilde gerçekleşmektedir. Birincisi bir ülkedeki veya gruptaki hâkim olan değerler o ülkenin ya da grubun kültürüne bağlıdır. Örneğin, faiz işletmek bir dinde günah iken başka bir dinde günah olarak kabul edilmeyebilir. Bununla birlikte bir ülkenin dini inançlarına göre faizi yasaklaması firmaların ve pazarın büyümesini, gelişmesini olumsuz bir şekilde etkileyebilmektedir. İkinci olarak kültür, kurumları da etkilemektedir. Bu durum kültürel değerlerin ve önceliklerin yasal sistemi etkilemesi şeklinde kendini göstermektedir. Üçüncü olarak kültür bir ekonomideki kaynak tahsisini etkilemektedir. Kiliselere harcama yapmayı destekleyen bir din sisteminde kaynaklar silah alımı yatırımlarında kullanılmayabilir (Williamson, 2010:633).

Filozoflar, insanların öz farkındalıklarını⁵ ve bakış açılarını toplumda kendilerinden beklendiği gibi şekillendirdiğini öne sürmektedir. Bu yüzden davranışsal finansın, insanların düşünce süreçlerinin gerçek içeriğini incelemesi gerekmektedir. Dolayısıyla bu konu, sosyal, kültürel, tarihsel faktörler olmadan çözülememektedir (De Bondt ve diğerleri, 2008:10). Çünkü toplumsal uygulamalar, düşünme alışkanlıklarını doğrudan doğruya etkilemektedir (Nisbett, 2013:3). Düşünme alışkanlıklarının farklı olması bireylerin farklı kişilik özellikleri göstermelerine, riski farklı algulamalarına ve farklı psikolojik önyargılara maruz kalabilmelerine yol açabilmektedir.

1.1.4.3. Antropoloji

Antropoloji, tüm sosyal bilimlerin en geniş olanıdır, insanı hem hayvanlar âleminin bir üyesi olarak hem de toplumun bir üyesi olarak incelemektedir. İnsanların biyolojik aynı zamanda kültürel gelişimlerini araştırmaktadır. Sosyoloji de bu anlamda antropolojiden yararlanmaktadır. Aile, evlilik, servet, din vb. sosyolojik konular antropoloji ışığı altında daha iyi anlaşılabilir. Sosyoloji antropolojiden, antropoloji sosyolojiden yararlanmaktadır. Dolayısıyla sosyoloji ve antropoloji birbirleriyle yakından ilişkilidir. Hatta birbirlerine o kadar yakındır ki ikisini birbirinden ayırmak zor olabilmektedir. Bu yüzden antropoloji ve sosyoloji birbirlerini tamamlayan ve destekleyen alanlardır (Bhatt, 2014).

Ekonomik antropoloji, 20. yüzyılda birbirine yakın iki akademik disiplinin ürünüdür. Küresel kapitalizmin egemen ideolojisinin etkisi altında kalan Neoklasik gelenekteki ekonomistler antropolojiyle nadir olarak ilgilenmiştir. Antropologlar ise, ekonomiyle ilgilendiklerinde kendilerini genellikle ana akım ekonominin bakış açısına cevap vermek zorunda hissetmişlerdir. Ekonomi bilimi kendini rekabetçi pazarda bireysel karar alma çalışmaları üzerine inşa ederken, antropologlar içinde insanın olduğu ekonomik bir anlayış üretmeye çalışmaktadır. Bu anlamda antropologlar, bir ekonomideki büyük ölçekli kurumların hakimiyeti altında olan çalışanlardan ve tüketicilerden, kendi kendine organize olan çiftçilere, tacirlere, hane yöneticilerine kadar ekonomik faaliyet gösteren insanların ne düşündüğünü ne

⁵ **Öz Farkındalık:** İç gözlem yapabilme yeteneği ve kendini çevre ile diğer bireylerden ayırıp bir birey olarak görebilme yeteneğidir.

yaptığını araştırmaktadır. Ayrıca insanlığın evrensel tarihini, dününü, bugününü, geleceğini inceleyerek tüm dünyadan örnekler elde etmektedir (Hart, 2007).

1.2. Psikolojik Önyargılar

Başarılı bir yatırımın anahtarı sadece finansal bilgiye dayanılarak verilen kararlara bağlı değildir. Başarılı bir yatırım finansal bilginin yanı sıra psikolojik önyargıların tanımlanmasına ve bunların azaltılmasına da bağlıdır (Jureviciene ve Jermakova, 2012:243). İnsanların önyargısız bir şekilde karar vermeleri mümkün değildir. Fakat bu önyargıların ne olduğunun anlaşılması ve yatırım kurallarının belirlenmesi önyargıların azalmasını sağlayabilir (Parker, 2014). Birçok insan para kaybetmekten korkmaktadır; bu sebeple pazardaki, manşetteki değişikliklere ve uzun vadeli yatırım hedeflerine cevap veren her finansal uzmanın düşüncesine karşı düşünmeden tepki vermekte ve yatırımları konusunda şüphe duymaya başlamaktadır. Verimsiz yatırımlara yol açan, kayıplara neden olan, insanların yatırım yapma isteğini azaltan birçok irrasyonel davranış bu tür durumlarda ortaya çıkmaktadır. Davranışsal finans da pazar katılımcılarının davranışlarını incelikle analiz eden bir bilim olarak yatırımcıların irrasyonel davranışlarını ortaya çıkarmakta, yatırım kararlarında bu davranışların etkisinin azalmasına ve yatırımcıların yatırım yapma isteklerinin artmasına yardımcı olmaktadır (Jureviciene ve Jermakova, 2012:242).

Sonuç olarak ekonomik faaliyetlerin temelinde insan davranışları yatmaktadır. Ekonomik bilgilerin eksik ve manipülatif olduğu, sürü psikolojisi gibi güdülerin eksik olmadığı bir ortamda insan davranışları, matematik modellerle açıklanamayacak kadar karmaşıktır. Bunun yanı sıra matematik modellerin iktisat biliminin ilerlemesine önemli katkı yaptığı inkâr edilemez. Fakat bu modeller ekonomik alanın karmaşık yapısı nedeniyle ister istemez basitleştirici varsayımlara dayanmak ve dar alanlara odaklanmak zorundaydılar (Gürsel, 2008). John Maynard Keynes'in de ifade ettiği gibi "*Spekülasyondan kaynaklanan istikrarsızlığın dışında bir de insan doğasından kaynaklanan istikrarsızlık vardır. Pozitif hareketlerimizin büyük bir bölümü matematik beklenti yerine ahlaki, hedonist ya da ekonomik anlık iyimserliklerimizden kaynaklanır.*" (Özerol: 2011: 101).

Literatür incelediğinde birçok psikolojik önyargının olduğu görülmektedir. Yine literatürde bu önyargıların duygusal ve bilişsel olmak üzere ikiye ayrıldığı belirtilmekle birlikte bu sınıflandırmaların farklı yapıldığı görülmektedir. Dolayısıyla

bu çalışmada bu tür bir sınıflandırmaya gidilmemiştir. Bu çalışmada araştırma kapsamı ve ilgililik açısından öncelikle üç hevristik Temsililik Hevristiki, Bulunabilirlik Hevristiki ve Demirleme Hevristiki tanımlanacak sonra Aşırı Güven, Aşırı İyimserlik, Pişman Olmaktan Kaçınma ve Sürü Davranışı üzerinde durulacaktır.

1.2.1. Hevristikler ve Önyargılar

Hevristik kelimesi Yunanca kökenli olup, bulmak veya keşfetmek anlamına gelmektedir. Albert Einstein, 1905 Nobel ödülü kazandığı zaman yaptığı konuşmada hevristik kelimesini kullanmıştır. Einstein, hevristik kelimesini bilginin sınırlı olmasından dolayı “tamamlanmamış” fakat “kullanışlı” anlamında ifade etmiştir (Gigerenzer, 2004:62). Davranışsal biyologlar tarafından ise hevristik, “başparmak kuralı” olarak adlandırılmaktadır (Hutchinson ve Gigerenzer, 2005:98). Tversky ve Kahneman’ın 1974 ve 1979 yıllarında insanlar nasıl düşünür, nasıl karar verir sorularına cevap aradıkları çalışmalarında hevristik ve önyargı (bias) kelimesi ön plana çıkmıştır (De Bondt ve diğerleri, 2008:2). Diğer bir ifade ile hevristik kelimesinin ekonomik açıdan kullanımının Tversky ve Kahneman tarafından yaygınlaştığı söylenebilir.

Kahneman ve Tversky, insanların olasılık ve ekonomik analiz içeren durumların analiz edilmesinde sıklıkla hatalar yaptıklarını düşünmektedirler. Bu tür durumlarda da insanların yargılamalarının bazı kısayollara veya hevristiklere dayandığını öne sürmektedirler (The Royal Swedish Academy of Sciences, 2002:13). Kimi zaman bilgi fazlalığı veya darlığında işe yarayacak bilgilere ulaşmak için kimi zaman da kolay yoldan bilgiyi işleyip bir yargı oluşturmak için İngilizce karşılığı “heuristic” olan kelimenin Türkçe karşılığı “kestirme” ya da “kısayol” şeklinde tanımlanmaktadır (Tacer, 2007:22).

Shah ve Oppenheimer’e göre (2008:2007-220), hevristik kelimesi araştırmacılar tarafından karar alma sürecini açıklamak amacıyla çok fazla kullanıldığı için anlamını yitirmiştir. Hevristik kelimesi, onlara göre neredeyse her şeyi tanımlamak için kullanılmaktadır. Fakat, çoğunlukla problem çözmede “zihinsel kestirme yol” veya “başparmak kuralı” şeklinde kullanılmaktadır. Hevristik kelimesi, tuhaf davranış veya yetersiz seçim anlamına gelmemelidir. Bunun yerine karar alma sürecinde görevle ilgili çabayı azaltma anlamında kullanılmalıdır. Hevristik ile ilgili

teoriler, bu kelimeyi insanların ne zaman zor görevlerle ve sınırlı kaynaklarla karşılaştığını açıklamada kullanmaktadır. Bu teoriler, nadir olarak bu sürecin istenen çabayı nasıl azalttığı üzerinde durmuştur. Buna göre hevristikler, beş yöntemle çabayı azaltmaktadır.

1. Daha az ipucu araştırılır.
2. İpucunun değerinin saklanmasıyla ve yeniden düzeltilmesiyle ilgili zorluk azaltılır.
3. Ağırlıklandırma prensibi kolaylaştırılır.
4. Daha az bilgi edinilir.
5. Daha az alternatif araştırılır.

Hevristikler, otomatik, hızlı ve makul güvenilirlikle karar verilmesini sağlamaktadır. Hevristikler sayesinde çok fazla zaman ve enerji kaybetmeden istenilen sonuçlara ulaşılmaktadır (Over, 2004:6). İyi bir hevristik, bilişsel yetenekler veya zaman sınırlı olduğunda hızlı, en iyiye yakın cevaplar verilmesini sağlamaktadır. Fakat hevristik aynı zamanda bazı durumlarda hatalara yol açabilmekte ve mantık ilkelerini ihmal edebilmektedir. Dolayısıyla hevristikin hem iyi bir şey hem de kötü bir şey olduğu ifade edilebilir (Camerer ve Loewenstein, 2002:11). Hevristikler, bulunabilirlik, çerçeveleme, para ilizyonu (nominal fiyatların algıları etkilemesi) ve zihinsel muhasebe gibi kanıtlanmış birçok farklı önyargıların açıklanmasına yardımcı olmaktadır (Daniel ve diğerleri, 2001:143). Hevristik örneği, özellikle ekonomistlerin ve hisse senedi alım satım yapanların gelen bilgiyi hızlı bir şekilde yorumlamak zorunda kaldıklarında ortaya çıkmaktadır. Amerika'da veya başka ülkelerde beş ya da altı ekonomik gösterge aynı zamanda yayımlandığında hangi bilginin daha önemli olduğunu saptamak zor olmaktadır (Fromlet, 2001:65).

Birey olarak bizler, iç çatışmalarımızı azaltmak için iki girişimde bulunuruz. Birincisi, geçmiş duygularımızı, düşüncelerimizi ve değerlerimizi değiştiririz. İkincisi seçimlerimizi rasyonalize ederiz. Bunu yaparken de kendi kişisel değer ve bakış açımızı doğal bir şekilde takip ediyormuş gibi gözükürüz. Hisse senedi piyasasında işlem yapan yatırımcılar ve traderler da tutarsız davranışlarını rasyonalize etme girişiminde bulunurlar (Ricciardi ve Simon, 2000:4). Dolayısıyla yatırımcılar, optimal kararlar almaya çalışmazlar; sadece kendilerini tatmin edici kararlar almaya çalışmaktadırlar (Eisenberg, 1995:214).

Her bir hevristik, bir dizi önyargı (bias) ile ilişkilidir (Gilovich ve Griffin, 2002:3). Önyargılar iki anlamda kullanılmaktadır. Birincisi, normdan sapmaları tanımlamak için kullanılmaktadır. İkincisinde ise bir davranış tarzındaki eğimin diğer davranış tarzındaki eğime göre daha fazla olması anlamına gelmektedir. Örneğin günlük dilde pozitif önyargı kavramı, bir insanın algısında olumsuz değerlendirmelerden ziyade pozitif üstünlüğü tanımlamak için kullanılmaktadır. Önyargılar, strateji belirlemede, algının organize edilmesinde karşılaşılan bilişsel kısıtların sonuçlarıdır (Keren ve Teigen, 2004:90-92). Birçok karar alımı, bellekteki mevcut bilgiye dayanmaktadır Fakat, bellekteki bu bilgiye nasıl ulaşıldığı bilinmemektedir (Hutchinson ve Gigerenzer, 2005:105). Diğer bir tanıma göre önyargı, bakış açısı veya mizaç eğilimidir, akla dayanmayan yargılamadır (Ricciardi, Simon, 2000:7).

Duygular, motivasyonlar, bilişsel önyargı eğilimleri ve duygusal savunma mekanizmaları bilinçaltında yer almakla birlikte her biri hakkında bilgi edinmek farkındalık sağlayarak insanların zayıf olduğu yanlarını düzeltmelerine ve güçlü yönlerini de geliştirmelerine katkı sağlayabilmektedir (Peterson, 2012:433). Bunun yanı sıra aynı bireyin, duruma göre farklı hevristikler kullandığını da göz önünde bulundurulmalıdır (Payne ve Bettman, 2004:129).

Hevristikler, aşırı karmaşık sorunlara olağanüstü cevaplar vermezler. Fakat tahmin, olasılık gibi basit sorulara normal sezgisel cevaplar verirler. Tversky ve Kahneman, hevristikleri ve önyargıları negatif ve pozitif olmak üzere ikiye ayırmışlardır. Buna göre pozitif bir hevristik ve önyargı, dünya ile ilgili zor ve önemli çeşitli yargılamaları aydınlatan bir süreçtir. Bir şirketin büyüme hızı devam eder mi? Ekvator da mı yoksa Endenozya'da mı devrim daha muhtemeldir? Böylece, temsililik, bulunabilirlik, demirleme ve doğrulama gibi hevristikler bu tür yargısal problemlere karşı çözümler üretmektedir. Negatif hevristikler ise sezgisel yargıların olasılık kurallarından ayrılma olasılığını diğer bir ifade ile günlük kararların önyargılı olma olasılığını ifade etmektedir. Tversky ve Kahneman insanların örnek büyüklüğüne verdikleri ağırlıklandırmalarda başarısız olduklarını, tahmin yaparken temel oranlardan yararlanmada başarısız olduklarını, regresyon analizini tahmin etmede başarısız olduklarını öne sürmektedirler. Bu hevristikler de insanların ne

zaman ve niçin bu tür hatalara düştükleri sorularına cevap vermektedir (Gilovich ve Griffin, 2002:3-4).

Davranışsal önyargılar iki gruba ayrılmaktadır: Bilişsel ve duygusal. Her ikisi de irrasyonel davranışlara neden olmaktadır. Bilişsel önyargılar muhakeme hatalarından kaynaklanırken; duygusal önyargılar dürtüsel veya sezgisel hislerden kaynaklanmaktadır. Bilişsel önyargılar, bilgi edinme ile veya öneriler ile tamamlanabilirken, duygusal önyargıları düzeltmek daha zor olmaktadır. Bilişsel önyargılar demirleme, bulunabilirlik, aşırı güven, seçici hafıza ve temsililik şeklinde ortaya çıkarken; duygusal önyargılar pişmanlık, kayıptan kaçınma, inkar, özdenetim şeklinde meydana gelmektedir (Pompian ve Longo, 2005:5).

Tversky ve Kahneman'ın hevristik ve önyargılar üzerine olan çalışmalarıyla, çerçeveleme ve beklenti teorisi üzerine olan çalışmaları, ekonomik rasyonelitenin sistematik bir şekilde ihlal edildiğini ve karar verme hatalarının yaygın ve tahmin edilebilir olduğunu göstermektedir. 1970'lerin başlarında Tversky ve Kahneman'ın yenilikçi bir dizi çalışması, belirsiz olayların olasılığı hakkındaki yargılamalar üzerine odaklanmıştır. Sosyal bilimler alanında büyük yankı uyandıran bu çalışma 1974 Bilim makalesinde "Judgement Under Uncertainty: Heuristic and Biases" adı altında özetlenmiştir. Kahneman ve Tversky, insanların karmaşık yargılarını basitleştirmek için sınırlı sayıdaki hevristiklere güvendiklerini öne sürmektedir. Bu araştırmalar, üç hevristik üzerine odaklanmaktadır. Temsililik, bulunabilirlik ve demirleme. Temsililik, bulunabilirlik ve demirleme gibi hevristiklerin matematiksel biçimleri yoktur. Tversky ve Kahneman tarafından modellenen hevristikler sözel modeller içermekte olup ekonomistlerin matematiksel dillerine ya da sihirli eğriler olarak adlandırılan arz ve talep eğrilerine çevrilemezler (Laibson ve Zeckhauser, 1998:9-24).

1.2.1.1. Temsililik Hevristiki

Temsililik hevristiki (representativeness), bir olay veya nesne, hangi olay ve nesne sınıfına benziyorsa ona göre olasılıkların değerlendirildiği varsayımına dayanmaktadır. Temsililik kelimesi, "benzemek", "benzeri", "gibi görünmek" anlamlarına gelmekte olup benzerlik derecesini ifade etmektedir (Laibson ve Zeckhauser, 1998:10). Temsililik hevristiki, temel bilgilerin ihmal edilmesine yol açarak insanların olasılıklarla benzerlikler arasında korelasyon kurduklarını

göstermektedir (Lagnado ve Sloman, 2004:160). A'nın özelliklerinin B kümesi ile ilişkilendirilen özelliklerle benzerliği üzerinden, A'nın B kümesinin üyesi olma olasılığının belirlenmesi şeklinde de ifade edilebilir (Goldstein, 2013:628). Temsililik hevristik, Benartzi'ye göre (2001) neden insanların emeklilik birikimlerinin büyük bir kısmını kendi çalıştıkları şirkete yatırdıklarına cevap vermektedir (Baltussen, 2009:15).

Yüksek kalitedeki ürünlerin pahalı olduğunun düşünülmesi temsililik hevristikine örnek olarak gösterilebilir. Çünkü eğer bir şey pahalıysa o şeyin iyi olduğu sonucu çıkarılmaktadır. Eğer rafta iki şişe kırmızı şarap varsa ve birinin fiyatı daha pahalıysa, pahalı olanının daha iyi olduğu düşünülmektedir. Bu durumda üzüm, şarap dükkanı, şarabın yetiştiği bölge, şarabın yaşı gibi faktörler arasından sadece bir tanesi yani fiyatı dikkate alınmış olmakta ve buna göre karar verilmektedir. Dolayısıyla yüksek fiyat, her zaman yüksek kalite anlamına gelmemektedir. Temsililik hevristik, aynı zamanda diğer insanlar hakkındaki izlenimlerde ve yargılamalarda da kullanılmaktadır. Bir insan hakkındaki ilk izlenim, cinsiyet, ırk, fiziksel çekicilik ve sosyal statü gibi özellikler, genellikle insanların düşüncelerine ve davranışlarına rehberlik etmektedir. Birçok insanın, güzel kişilerin daha az çekici olan insanlara göre daha başarılı, duyarlı, sıcak olduğunu düşünmesi temsililik hevristikine örnek olarak verilebilir (Aronson, 2002:136-138).

Temsililik hevristikinde insanlar, uzun vadeli ortalamaları düşük ağırlıklandırırken, son deneyimlere aşırı değer verme ve ortalama uzun dönem oranlarını ihmal etme eğilimindedirler (Ritter, 2003:4). Yatırımcılar bu hatayı geçmişteki hisse senetlerinin getirilerini değerlendirirken de yapmaktadır. Eğer hisse senedi geçmiş 3-5 yıl arasında kötü (iyi) bir performans sergilemişse o hisse senedinin gelecekte de kaybettireceği (kazandıracığı) beklenmektedir. Çünkü hisse senedi artık onlar için kaybettiren (kazandıran) hisse senedini temsil etmektedir. Bu nedenle yatırımcılar geçmişte kazandıran hisse senetlerini almak istemektedirler. Çünkü geçmişteki fiyat trendinin gelecekteki fiyat trendini temsil ettiğini düşünmektedirler. Böylece bu yatırımcılar geçmişte kazanan hisse senetlerine karşı oldukça iyimser, kaybettiren hisse senetlerine karşı da oldukça kötümser olma eğilimi göstermektedirler (Baker ve Nofsinger, 2002:100). Bu nedenle temsililik

hevristikinin aynı zamanda hafıza önyargısı olduğu söylenebilir (Peterson, 2102:351).

Bunun yanı sıra yatırımcıların, çevresel duyarlılığı olan firmaları, finansal açıdan iyi ve gelecek vaat eden firmalar olarak algılamaları da temsililik hevristikine yol açmaktadır. Geçmişte üst üste kar eden firmaların, takip eden dönemlerde de benzer şekilde kar edeceklerini düşünmeleri temsililik hevristikine örnek olarak gösterilebilir. Hâlbuki yüksek net karlılığının nedeni şirketin gayrimenkul satışı sonucu muhasebe kayıtlarındaki işlemlerden kaynaklanabilir. Dolayısıyla bu yatırımcıların, açıklanan net karın operasyonel bazlı somut bir nedenden kaynaklanıp kaynaklanmadığını öğrenmeleri gerekmektedir. Çünkü açıklanan net karlar gerçeği yansıtmayıp temelsiz beklentilere neden olabilmektedir (Bayrak, 2012:11).

Bunun gibi yüksek dereceye sahip fon yöneticileri başarılı bir yönetici olarak algılanmakta ya da tam tersi şanslı olarak görülmektedir. Diğer taraftan eğer bir fon yöneticisi başarılı birkaç yıla sahipse bu yöneticinin başarısının devam edeceği düşünülmektedir, fakat çoğunlukla devam etmez (Statman, 2011:72).

Temsililik, yardımcı bir hevristikdir, fakat bazı ciddi önyargılar üretebilmektedir. Bunlardan bir tanesi temel oranı ihmal etmedir. Bu durum Kahneman ve Tversky tarafından Linda isimli bir kişinin tanımlanması örneğinde görülebilir.

“Linda 31 yaşında, bekar, açıksözlü ve zeki biridir. Linda felsefe alanında ihtisas yapmıştır. Bir öğrenci olarak, ayrımcılık ve sosyal adalet konularıyla yoğun bir şekilde ilgilenmektedir ve aynı zamanda nükleer karşıtı gösterilere katılmıştır.”

Seçenekler arasında Linda'nın bir banka memuru (A durumu) ve Linda'nın banka memuru ve aktif bir feminist (B durumu) olması seçeneklerinden birinin seçilmesi istediğinde; B durumu olasılığının daha yüksek değerlendirildiği ortaya çıkmıştır. Linda'nın tanımı deneklere bir feminist açıklaması gibi gelmektedir (Barberis ve Thaler, 2003). Aslında bu bir mantık hatasıdır. Hatanın nedeni temsililik anlayışının kullanılmasıdır. Çünkü Linda'nın “feminist bir veznedar” olmasından ziyade “veznedar” olması ihtimali daha yüksektir (Thaler ve Sunstein, 2013:43). Buradaki hata Linda'nın tarifinin feminist tarifini temsil etmesinden kaynaklanmaktadır. Denekler iki olasılığı çarpınak yerine ortalamasını almışlardır. Linda'nın iki kategoriye ait olabileceği olasılığı daha yüksek algılanmıştır. Hâlbuki

Linda'nın feminist olma olasılığı 0,7, banka memuru olma olasılığı da 0,1 ise feminist bir banka memuru olma olasılığı 0,4 değil 0,07'dir. Bu soru karşısında olasılık kuramı veya istatistik eğitimi almış kişilerin bile aynı hataya düştükleri görülmüştür (Sutherland, 2001:175).

Temsililik hevristikleri aynı zamanda örnek büyüklüğü önyargısına da neden olmaktadır. İnsanlar, örnek büyüklüğünü dikkate almakta başarısızdır. Küçük bir örnek, büyük bir örnek kadar temsili olabilmektedir. Örnek büyüklüğü ihmali, insanların veri işleme sürecini ilk başta bilmediği durumları ifade etmektedir. İnsanlar, çok az veri temelinde hemen sonuç çıkarma eğilimindedirler. Sıcak el fenomeninde sporseverler, bir basketbol oyuncusu arka arkaya üç basket atmışsa bundan sonra yine aynı skoru gerçekleştireceği varsayımına inanmaktadır. Fakat sıcak el fenomeni bir kanıta dayalı değildir (Barberis ve Thaler, 2003). Hatta sıcak el fenomeninin bir "mit" olduğu anlaşılmıştır. Son birkaç atışını sayıya çeviren oyuncuların daha sonraki atışlarının da sayı olması olasılığı çok yüksek değildir (Thaler ve Sunstein, 2013:47).

Temsililik, kalıplaşmış yargılara bağımlılıktır. Küçük sayılar kanunu, temsililik önyargısı ile ilgilidir. Küçük sayılar kanununda insanlar, küçük örneklerin istatistiksel özelliklerinin büyük örneklerin özellikleri ile bir olduğu yanılgısına kapılmaktadır. Kumarcı yanılgısı da temsililik hevristikleri ile ilgilidir (De Bondt ve diğerleri, 2008:5). Küçük sayılar kanunu, olasılık teorisindeki büyük sayılar kanununun ihlal edilerek, küçük ve büyük örneklerin ortalama değerine aynı olasılık dağılımını atfetmektir (The Royal Swedish Academy of Sciences, 2002:14). Büyük sayılar kanunu, örneklem ne kadar büyükse içindeki olayların sıklığının gerçek sıklığa yaklaşma olasılığının daha muhtemel olması anlamına gelmektedir (Sutherland, 2011:183).Tversky ve Kahneman'ın küçük sayılar kanuna ilişkin yaptıkları deneyde lisans öğrencilerine şu soruyu yöneltmiştir (Hanson ve Kysar, 2008:136).

"İki hastanesi olan bir kasabada, hastanelerden biri büyük diğeri küçüktür. Büyük olan hastanede günde yaklaşık 45 bebek dünyaya gelmektedir. Küçük hastanede ise yaklaşık 15 bebek dünyaya gelmektedir. Bebeklerin %50'sinin erkek olduğu bilinmektedir. Fakat, bu oran günden güne değişmektedir. Bu oran bazen %50'den daha yüksek bazen de daha düşüktür. Bir yıllık süre içerisinde iki hastanenin kayıtlarına bakıldığında hastanelerden birinde erkek doğan bebek sayısı

%60 daha fazladır. Hangi hastanede bu sayı daha fazladır?”. Bu soruya cevap verenlerin %22’ isı küçük hastane diyerek doğru cevabı vermiştir. Fakat %78 ise büyük hastane diyerek yanlış cevap vermiştir

Kumarcı yanılığında birçok birey, çekilişler istatistiksel açıdan bağımsız olmasına rağmen rastgele bir mekanizmanın ikinci çekilişinin birinci çekilişten farklı olacağını, birinci çekilişle negatif bir korelasyon olacağını beklemektedir (The Royal Swedish Academy of Sciences, 2002:14). Diğer bir ifade ile yazı tura oyununda para üç kez atıldığında, her seferinde tura gelirse bir gariplik olduğu düşünülür, ama para birçok kez atılırsa ve üç kez arka arkaya tura gelirse bu durum anormal görülmez (Thaler ve Sunstein, 2013:44).

Temsililik hevristikinde insanlar ilgili bilginin altyapısını ihmal ederken spesifik detaylara daha fazla önem vermektedir. Kahneman ve Tversky, insanlara hiçbir özel kanıt verilmediğinde ve önemsiz bir kanıt verildiğinde onların farklı cevaplar verdiklerini öne sürmüşlerdir. Buna göre hiçbir kanıt verilmediğinde ilk olasılıklar dikkate alınırken; önemsiz bir kanıt verildiğinde ise ilk olasılıklar dikkate alınmamaktadır (Hanson ve Kysar, 2008:133).

1.2.1.2. Bulunabilirlik Hevristiki

Bilişsel psikolojide, tanıdık olmayan bir bilgi ile tanıdık olan bir bilgi karşılaştırıldığında, hafızada tanıdık bilgiye daha kolay ulaşılabilir olduğuna ve tanıdık bilginin daha gerçek bulunduğu dair bulgular tespit edilmiştir. Aşinalık ve bulunabilirlik (availability) böylece doğruluk ve ilgililik için aynı ipuçlarına hizmet etmektedir (The Royal Swedish Academy of Sciences, 2002:15).

Bulunabilirlik, yargısal bir hevristiktir (Murgea, 2010:9). Bulunabilirlik önyargısı, olayların gerçekleşme sıklığı ile ilgili iken temsililik önyargısı, insanların çoğu zaman bir olayın diğer olaya ne kadar benzediğine dayanarak yaptıkları değerlendirmelerle ilgilidir (Goldstein, 2013:628). Bulunabilirlik hevristiki, insanların bir olayın olasılığını o olayın olma oranına, örneklerin veya olayların akla getirilebilir, kolayca ulaşılabilir olmasına bağlamalarıdır (Laibson ve Zeckhauser, 1998:10). Diğer taraftan bir olayın nedeniyle birlikte sunulması, o olayın akılda daha fazla kalmasına ve daha olası sanılmasına neden olmaktadır. Örneğin insanlara akciğer kanserinin meydana gelme olasılığı sorusu ile sigara nedeniyle akciğer kanserinin meydana gelme olasılığı sorusu sorulduğunda, insanlar ikincisine daha

yüksek bir rakam vereceklerdir çünkü sigaranın yol açtığı kanser, hiçbir nedenin atfedilmediği bir kanserden daha olası görülmektedir. Diğer bir ifade ile belirtilmemiş bir neden, hiçbir neden olmaması anlamına gelmektedir (Taleb, 2011:107).

Bulunabilirlik hevristikindeki temel problem, bazen kolayca akla getirilen şeylerin resmin tamamını temsil etmemesidir. Bu da insanları hatalı çıkarımlarda bulunmasına neden olmaktadır (Aronson, 2002:139). Çünkü örnekler veya ilişkiler kolaylıkla akla geldiğinde insanlar bu olayın olma olasılığını veya sıklığını aşırı tahmin etme eğilimi içerisine girmektedir. Örneğin insanlar boşanmış arkadaşlarından yola çıkarak boşanma oranlarını aşırı tahmin etme eğilimi içerisine girebilmektedir (Kishore, 2004:7). İnsanlar, kısa bir süre önce deprem yaşamışlarsa, deprem sigortalarında artış yaşanabilmektedir. Zaman geçtikçe de deprem korkusu azalmakta ve deprem sigortası satışları da azalmaktadır. Benzer bir şekilde yakın bir geçmişte sel felaketi yaşanmamışsa sel felaketi olma olasılığı yüksek olan yerlerde yaşayanlar sigorta yaptırmazlar, fakat sel felaketine tanık olan kişiler sel ihtimali büyük olmasa bile sigorta yaptırabilmektedir (Thaler ve Sunstein, 2013:42). Dolayısıyla çarpıcı olaylar ve deneyimlenen olaylar insanın üzerinde daha fazla etki bırakmaktadır. Bir insanın yanan bir evi görmesiyle yerel bir gazetede yangın haberini okuması o kişide aynı derecede etki bırakmayacaktır (Tversky ve Kahneman, 1974:1127).

Dış faktörler de bulunabilirlik önyargısının çıkmasına sebep olmaktadır. İnsanlara cinayetin mi yoksa intiharın mı daha yaygın olduğu sorulduğunda, çoğu insan intihar olayının yaygın olmasına karşılık, basın tarafından çok işlenen cinayetin daha yaygın olduğunu söylemişlerdir (Thaler, 2005:117). Çünkü insanların, medya tarafından çok üzerinde durulan konuları hatırlama olasılıkları daha yüksek olmaktadır (De Bondt ve diğerleri, 2008:5).

Gerçek hayatta bunun bir örneği de çekilişlerde ve kumarhanelerde görülmektedir. Çekiliş düzenleyenlerin tüm reklamlarda önce talihlilere yer vermesi, ikramiye kazananlardan bahsetmemesi bulunabilirlik hatalarına yol açmaktadır. Böylece kazanma fikri potansiyel alıcıların akıllarına sokulur ve kazanma ihtimallerinin gerçekte olduğundan daha yüksek olduğu düşünceleri sağlanır. Benzer şekilde kumarhanelerdeki kollu makinelerden dökülen bozuk paraların şıkırtısı,

makinenin kaybettirirken çit çıkarmaması insanların dikkatini para kazanma ihtimaline çekmeyi amaçlamaktadır (Sutherland, 2011:18).

Diğer taraftan bireyler açık bir şekilde finansal tavsiye aramasalar bile, tesadüf bir şekilde ekonomik bir bilgi edineceklerdir. Herhangi bir haber programı, radyo konuşması, gazete veya magazin, hemen hemen bireysel finansla ilgili temel konulara değinmektedir; hatta arkadaşlarla veya aileyle olan bir akşam yemeği bile ekonomiyle ilgili referansları içermektedir. Bulunabilirlik hevristikleri, tekrar edilen durumların daha geçerli yargılanmasına neden olmaktadır (Knoll, 2010). Böylece ister istemez her insan bulunabilirlik önyargısı içinde olmaktadır.

Belirsiz gelecek olaylar hakkında karar verirken insanların istatistiksel verileri gözden kaçırma eğilimi vardır. İnsanlar bulunabilirlik hevristiklerini yalnızca bilgi eksikliğinde değil, bilgi olsa bile bilişsel iradenin eksik olduğu durumlarda kullanmaktadır (Hanson ve Kysar, 2008:132). Gerçek hayatta da birçok irrasyonel kararların kaynağı bulunabilirlik önyargısıdır. Diğer önyargıların çoğu bulunabilirlik önyargısının türevleridir (Sutherland, 2011:14).

Tversky ve Kahneman bulunabilirlik hevristiklerini belirledikleri araştırmada deneklere İngilizce’de “r” harfinin kelimenin başında mı yoksa kelimenin üçüncü harfi olarak mı daha çok kullanıldığını sormuşlardır. Deneklerin büyük çoğunlu “r” harfinin kelimenin başında daha çok kullanıldığını söylemişlerdir. Çünkü “r” harfini kelimenin başında hatırlamak kelimenin üçüncü yerinde hatırlamaktan daha kolay olmaktadır (Hanson ve Kysar, 2008:133).

Dobelli (2014:33) “Hatasız Düşünme Sanatı” adlı kitabında bulunabilirlik ile ilgili şu örneği vermiştir:

“Black Scholes formülünün finansal yan ürünlerin fiyatlarının belirlenmesinde bir işe yaramadığı 10 yıldır biliniyor. Ama elimizde başka bir formül yok. Böylece, hiç formül uygulamamaktansa yanlış bir formülü uyguluyoruz. Aynı şey volatilité için de geçerli. Onu finansal bir ürünün risk ölçütü olarak almak yanlış, ama hesaplaması kolaydır. Böylelikle onu bütün finansal modellerde kullanırız. Ulaşılabilirlik önyargısı bu şekilde bankalara milyarlık zararlar verdi.”

Bunun gibi insanların hatalı olarak bazı riskleri yüksek, bazı riskleri düşük olarak algulamaları hükümetlerin politikalarını da yanlış bir şekilde etkileyebilmektedir. Çünkü hükümetler kaynaklarını, ihtimali büyük olan tehlike

yerine, halkın korkularına uygun bir şekilde kullanarak yanlış yatırım yapabilirler (Thaler ve Sunstein, 2013:42). Dolayısıyla hevristiklerin anlaşılması ve belirlenmesi hükümetlerin yapacakları yatırımlar için de önem taşımaktadır.

1.2.1.3. Demirleme Hevristiki

Demirleme (anchoring), bilişsel psikolojide 1970' li yıllardan itibaren üzerinde çalışılan kavramlardan biridir. Fakat bilimsel açıdan ilk kez 2002 yılında Daniel Kahneman tarafından kanıtlanmıştır (Bayrak, 2012:11). Demirleme, beynin kullanmış olduğu kestirme yolun psikolojik terimidir. Beyin, karmaşık problemleri çözmek için kendisine bir başlangıç (anchor:çıpa) seçer ve ek olarak küçük değişiklikler yaparak bilgiyi alır ve işler (Van Eaton, 2000:4).

İnsanların çıpa atmalarının nedeni belirsizlikten ve bir şeyi bilmemekten hoşlanmamalarından ileri gelmektedir. Böylece belirsizlikten kurtulmaya çalışırlar. İnsanlar ellerinde yeterince veri yoksa belirsizliği azaltacak ilk veriyle karşılaştıklarında bu veriye önem verirler. Çünkü bu durum, belirsizliği azaltacak ve insanın zihnini rahatlatacaktır. Dolayısıyla doğru varsayılan bilginin gerçekte doğru olması veya soruyla ilgisi olması gerekmez, önemli olan zihindeki belirsizliği yok etmesidir (Tacer, 2007:50). Bu durum, insanların bir önermeden ayrılmaya isteksiz olmalarından da kaynaklanabilmektedir. Dolayısıyla bir sayı seçerken insanlar kendilerine ilk sunulmuş sayıyı ya da bir ölçek sözkonusu ise orta nokta ya da ona yakın bir sayıyı seçme eğiliminde olup başlangıç veya bitiş noktalarından uzaklaşmak istemezler. Örneğin bir grup denekten Türkiye nüfusunun 5 milyondan az; diğer denek grubuna da 65 milyondan az olma olasılığını değerlendirmeleri istenmiş daha sonra da iki grubun da gerçek nüfusa dair bir tahminde bulunmaları talep edilmiştir. İlk grup 17 milyon; ikinci grup da 35 milyon diyerek başlangıçtaki rakamdan çok fazla uzaklaşmaya çekinmişlerdir (Sutherland, 2011:201).

Dolayısıyla ilk başta mevcut olan küçük bir bilgi daha sonradan düzeltilmez. Bu nedenle demirleme muhafazakarlıkla da yakından ilgilidir. Muhafazakarlık yatırımcıların geçmiş bilgiye yeni gelen bilgiye göre daha fazla ağırlık vermeleriyle gerçekleşmektedir (De Bondt ve diğerleri, 2008:5). Böylece bugünün fiyatları sık sık geçmişteki fiyatlar tarafından belirlenmektedir. Demirleme hevristikinin, temsililik hevristiki ile de bağlantısı vardır. Çünkü demirlemede de insanlar son yaşanan deneyimlere odaklanmakta ve pazarda fiyatlar yükseldiğinde optimist, düştüğünde de

pesimist olmaktadır (Waweru'dan aktaran Luong ve Thi Thu Ha, 2011:18). Dolayısıyla demirleme yalnızca başlangıç noktalarından kaynaklanmaz aynı zamanda bazı eksik hesaplama sonuçlarının tahmin edilmesinde de ortaya çıkmaktadır. Tversky ve Kahneman (1974) yaptıkları deneyde deneklerden sezgisel olarak verilen numaraların hesaplanmasını istemişlerdir. Bir gruba çok kısa bir süre içerisinde:

8*7*6*5*4*3*2*1 işleminin sonucunun hesaplanmasını; diğer gruba ise

1*2*3*4*5*6*7*8 işleminin sonucunun tahmin edilmesini istemişlerdir.

Deney sonucunda çarpım sonuçları aynı olmasına rağmen ilk gruptaki denekler çarpım sonucunu sağdan sola değerlendirdikleri için daha yüksek, ikinci gruptakiler ise daha düşük tahmin etmişlerdir.

Demirlemeyi özellikle satış temsilcileri pazarlık yaparken kullanmaktadır. Bu nedenle yüksek fiyatla başlarlar ki son fiyat yüksekte kalsın isterler. Araştırmalar, ev fiyatlarının listelenmesinin onun değerini etkilediğini göstermektedir. Fiyat listesi, evin değeri hakkında gerekli bilgiyi içermese de bir çıpa olarak alınır. Aynı şekilde son fiyatlar veya en son elde edilen kazançlar da benzer bir psikolojik çıpa olarak algılanmaktadır. Karar alma sürecinde demirlemenin rolünü anlamak, bazı yatırım tuzaklarından kaçınılmasına yardımcı olmaktadır (Van Eaton, 2000:4).

İlgisiz demirlemeler bile karar verme sürecini farkında olmadan etkileyebilmektedir. Bağış toplayan kurumları bağış miktarlarını 100, 200, 1.000, 5.000 dolarlık seçenekler şeklinde kullanmaları rastgele değildir. Çünkü seçenekler, bağış yapacakları miktarlar konusunda insanları etkilemektedir. Seçenekler, 50, 75, 100 ve 150 dolar şeklinde olsaydı daha düşük miktarlarda bağış yapılacaktı (Thaler ve Sunstein, 2013:40).

Diğer taraftan bu tür hatalar, resmi daireler ve reklam ajansları tarafından yanıltıcı istatistikler üretmek üzere kullanılabilir. Örneğin insanlardan Margaret Thatcher'den veya George W. Bush'tan ne kadar memnun olduklarına ilişkin aşağıda yer alan ifadelerden birinin işaretlemelerini istemek anlamsız kalabilmektedir (Sutherland, 2011:201):

Memnun Değilim | Memnunum | Çok Memnunum | Aşırı Memnunum

Demirlemeye diğer bir örnek ise bir kişi başka bir kişinin verimliliğini yargılamak zorunda kaldığında ortaya çıkabilmektedir. Çünkü bu durumda kişi,

referans noktasını kendi verimlilik seviyesi ile belirleyebilmektedir. Bu durumda kişi kendi verimlilik seviyesine göre karşıdaki kişinin verimlilik seviyesini aşırı veya düşük tahmin etme yanılığına kapılabilmektedir (Kishore, 2004:7).

Demirleme hevristiki, fazladan tek bir olgunun bile akıl yürütme sürecini sistematik olarak nasıl çarpıtılabileceğini göstermektedir. Bu durum insanların bilgiye erişim olanağının arttığı, her taraftan bilginin yağdığı modern çağ ile beraber daha da ilerlemiştir. İnsan beyni bu bilgi bolluğu ile başa çıkacak şekilde tasarlanmadığından bilgi taşkınlığı karar vermeyi zorlaştırmaktadır (Lehrer, 2009:175).

1.2.1.4. Aşırı Güven

Özgüven duygusu olmadığı takdirde insanlar zorlukların ve riskli çabaların üstesinden gelemeyizler. Fakat özgüven ile ilgili sorun, özgüvenin aşırıya kaçmasından kaynaklanmaktadır (Peterson, 2012:160). Aşırı güven, insanların yargılarının doğruluğu konusunda kendilerine aşırı güvenmeleri fakat yargılarının düşündükleri kadar doğru olmadığı anlamına gelmektedir (Ricciardi ve Simon, 2000:8). Dolayısıyla kişinin aklına, sezgilerine, kararlarına yersiz inancıdır. İnsanların kendilerini olduklarından daha zeki görmeleri veya daha iyi bilgiye sahip olduklarını düşünmelerinden kaynaklanmaktadır (Siddiqui ve Singh, 2009:97). Dobelli (2014:8) bu durumu, insanların gerçekten bildikleri ile bildiklerini sandıkları arasındaki farkın ölçüsü olarak tanımlamaktadır.

Aşırı güven, finansal piyasalarda performansı önemli ölçüde olumsuz etkilemektedir. Bunun yanı sıra bazı insanlar aşırı güvene biyolojik olarak eğilimliken (özellikle genç erkekler) bazı insanlar da bunu zaman içinde öğrenmektedir (Peterson, 2012:160). Birçok psikolojik çalışma, erkeklerin kadınlara oranla kendilerine daha fazla güvendiğini göstermektedir (Van Eaton, 2000:3).

Genel olarak aşırı güven şeklinde tanımlanan duygunun üç varyasyonu bulunmaktadır. Birincisi: “ortalamanın üstünde” etkisidir (Peterson, 2012:160). Yapılan bir araştırmada katılımcılara sürüş yeteneklerinin diğer sürücülerle karşılaştırıldığında nasıl olduğu sorulduğunda (ortalama, ortalama üstü ve ortalama altı) birçok sürücünün kendilerini ortalamanın üstünde bulduğunu tespit edilmiştir (Kıyılar ve Acar, 2009). Büyük bir üniversitede hocaların yaklaşık %94’ü, vasat bir öğretim görevlisinden üstün olduğunu düşünmektedir ve bu aşırı güvenin de genelde

bütün hocalarda olduğunu düşündüren gerekçeler bulunmaktadır (Thaler ve Sunstein, 2013:49).

Bir diğer görüşe göre aşırı güven ilk başta bireysel önyargı şeklinde gözükse de aslında kişinin kendini diğer insanlarla karşılaştırdığı durumlarla ilgilidir. Bir sınıfa ait katılımcıların kendilerini diğerlerine göre daha iyi sürücü, aşçı olarak değerlendirmesi, finansal pazarlarda da benzer şekilde yatırımcıların ve danışmanların kendilerini diğer yatırımcı ve danışmanlarla karşılaştırması sonucu aşırı güven ortaya çıkmaktadır (McAuley, 2010:8).

Aşırı güven, finansal piyasalarda yatırımcıların riski hafife almalarına neden olmaktadır. Bu durum insanların pazarı yenmek için yeteneklerini abartmalarından kaynaklanmaktadır. Aşırı güven, aynı zamanda aşırı alım-satım neden olmaktadır (De Bondt ve diğerleri, 2008:5). Hatta yatırımcılar, alım satım gerektirmeyen durumlarda dahi işlem yapmaktadır (Bayrak, 2012:11). Aşırı güven, çeşitli şekillerde kendisini gösterir. Diğer bir örnek de bu kişilerin çok az çeşitlendirme yapmaları (Ritter, 2003:3). ve sürü davranışını azaltması şeklinde görülmektedir (Fernandez ve diğerleri, 2009).

İkinci varyasyonu “yanlış ölçüm”dür. Herhangi bir CEO’dan şirketin yıllık kazancını yaklaşık olarak söylemeleri istendiğinde, bu CEO’ların 10’ da dokuzunun yanıtı %90 güven aralığı içinde kalmaktadır. Yanlış ölçüm yapan CEO, çok dar bir kazanç aralığı verecek, mevcut kazanç rakamı çoğu kez %90’lık güven aralığının dışına düşecektir (Peterson, 2012:160). Bunun gibi öngörüldüğünden daha çabuk ve ucuza gerçekleşen proje görülmemesinin iki nedeni bulunmaktadır, aşırı güven ve projeden doğrudan çıkarları olan kişilerin giderleri eksik değerlendirmesi (Dobelli, 2014:8).

Üçüncü varyasyon ise “denetim yanılması” ile ilgilidir. Birçok insan rastgele olayları denetleyebileceğine, öngörebileceğine veya bir şekilde etkileyebileceğine inanmaktadır. Bir boğa piyasasında yatırım yapmaya başlayan amatörler çok kısa zamanda hisse seçiminde özel bir beceri veya yeteneğe sahip olduklarına inanmaya başlamaktadır. Bu sebeple Wall Street bilgelere arasındaki ünlü bir söz söylenmektedir “*Boğa piyasasında herkes dahidir*” (Peterson, 2012:161).

Aşırı güvenen kişiler, gelecekte meydana gelecek olayları kontrol edebileceklerine ve geleceği önceden bilebileceklerine dair yetenekleri olduğuna

inanma eğilimi göstermektedir. Bir diğer davranış da tarihsel bilginin düzeltilebileceği eğiliminin gösterilmesidir. Bu eğilim, psikolojik temelde geçmişin koşulları verildiğinde tarihsel olayların tahmin edilebileceği anlamına gelen “tarihsel determinizm” olarak adlandırılmaktadır (Van Eaton, 2000:3).

İnsanlar, aşırı güven durumunda geçmişteki başarılarını başarısızlıklarına göre daha fazla hatırlama eğilimi içerisine girmektedir (Kishore, 2004:5). Dolayısıyla aşırı güven insanların hafızalarını dahi değiştirebilmektedir. Kişilerin önceden yaşadıkları olaylara ilişkin hatıraları, aşırı güvenlerini destekleyecek şekilde önyargılı ve taraflı bakma eğilimi yaratabilmektedir. Bu durumda insanlar, kayıp ve kazançlardan daha çok kazançlarını hatırlama eğilimi içerisine girmektedir (Peterson, 2012:162). Yatırımcı olarak insanların doğasında, kötü bir yatırım veya kötü bir finansal karar gibi geçmiş hatalardan ders almama ve bu hataları unutma gibi alışkanlıklar vardır. Bu alışkanlıklar da insanları aşırı güven çıkmazına sokmaktadır ve katkıda bulunmaktadır (Ricciardi ve Simon, 2000:4).

Psikologların yapmış oldukları araştırmalar, insanların başarılı oldukları zaman bunun şanstın veya dışsal faktörlerden ziyade kendi yeteneklerinden kaynaklandığını düşünme eğilimi içerisinde olduklarını; başarısız olduklarında ise başarısızlıklarının nedenini kendi yeteneklerinden ziyade şans veya dışsal faktörlere bağladıklarını göstermektedir (Gervais ve Odean, 2001:4).

Aşırı güven, Kahneman tarafından “pembe tahminlerde” bulunma eğilimi olarak tanımlanmıştır. Aşırı güvenin borsada nasıl yaygın olduğunu görmek kolaydır. İlk etapta para yöneticilerine ve danışmanlarına uzmanlıkları ve onların süper yetenekleri için ödeme yapılır. Ne yazık ki bu uzmanların sadece yarısı ortalamanın üzerinde kazanç sağlamaktadır. Yatırımcı cephesinde ise aşırı güven, “bu defa farklı olacak şekilde” kendini göstermektedir (Murgea, 2010:8). Bunun yanı sıra kendi yeteneklerine aşırı güvenen insanlar vadesi geldiğinde borçlarını ödeyebilmek için yoğun bir şekilde kredi kartı kullanmaktadır. Yoğun bir şekilde kredi kartı kullananlar da bu seviyede kart kullanmayanlara oranla daha fazla iflaslarla karşılaşmaktadır (Epstein, 2006:125).

Bazı faktörler de aşırı güvene katkıda bulunmaktadır. Bunlardan bir tanesi de “bilgi ilizyonu”dur. Bilgi ilizyonu, aşırı bilgiye sahibi olmaktır. Fakat bilgi seviyesinin artması mükemmel bilgiye ulaşıldığı anlamına gelmemektedir. Çünkü

birçok yatırımcı bu bilgiyi yorumlayacak eğitime, yeteneğe ve tecrübeye sahip değildir (Baker ve Nofsinger, 2002:103). Bunun yanı sıra uzmanlar, uzman olmayanlara oranla aşırı güven psikolojik önyargısından daha fazla etkilenmektedir. Bir ekonomi profesörü beş yıllık petrol fiyatlarını tahmin etmede ekonomist olmayan biri kadar yanlış yerde durabilmektedir (Dobelli, 2014:8)

Doğru ölçüde özgüvene sahip insanlar mütevazı ve gerçekçi davranmakla beraber tedbirli hareket etmekte ve kendilerini güvence altına almaktadırlar. Kendilerine aşırı güvenenler ise benmerkezci ve narsist davranmaktadırlar. Hatalarından dolayı başkalarını sorumlu tutmakta, şans yardımı ile elde ettikleri başarıları da kendilerine mal etmektedirler. Bu durumda özgüven ile aşırı özgüven arasındaki farkı tanımlayan en iyi sözcük egodur (Peterson, 2012:169).

Son olarak aşırı güven etkisinin tersi bir etkisi yoktur, diğer bir ifade ile yetersiz güven etkisi yoktur. Bunun yanı sıra aşırı güven etkisinden sadece iyimserler değil aynı zamanda kötümserler de iyimserlere oranla daha az olmakla birlikte muzdarip kalabilmektedir (Dobelli, 2014:9).

1.2.1.5. Aşırı İyimserlik

Aşırı iyimserlik, aşırı güven ile ilgilidir fakat ikisi, iki farklı psikolojik önyargıdır (Dowling ve Lucey, 2010:320). Aşırı güven ve aşırı iyimserlik önyargısı benzer olsa da aynı şey değildir. Aşırı iyimser bir insan kendi yeteneklerine güven duymayabilir. İyimserlik, eylemlerin sonuçlarının pozitif olacağını düşünülmesidir. Aşırı güvene sahip kişi ise, kendi yetenekleri ve olayların sonuçları konusunda her ne kadar olumlu veya olumsuz sonuçlanmasını göz önünde bulundurmasa da emindir (Manglik, 2006:5).

Aşırı güven kişinin kendi özel bilgisinin doğruluğuna ve bireysel yeteneklerine olan aşırı inancıyla ilgilidir. Aşırı iyimserlik ise aşırı güveni takip etmekle birlikte gelecekte meydana gelecek olayların gerçekten daha iyi olacağına olan inançtır (Dowling ve Lucey, 2010:321).

İyimserler, kontrol sahibi olmadıkları kötü olayların olma olasılığını düşük tahmin etmektedirler. Örneğin birçok üniversiteli kendilerinin kansere yakalanma ihtimallerinin oda arkadaşlarının yakalanma ihtimalinden daha düşük olduğuna inanmakta veya elli yaşından önce kalp krizi geçirme ihtimallerinin düşük olduğunu düşünmektedirler (Kahneman ve Riepe, 1998:4). Benzer şekilde çoğu aşırı iyimser

yatırımcı, kötü yatırımların kendi başlarına gelmeyeceğine, sadece diğer insanların üzüleceğine inanmaktadır. Bu tür bir yanılsama da yatırım kararlarında başarısızlıkla sonuçlanabilmektedir (Pompian, 2006:163).

Aşırı iyimser yatırımcılar, yaptıkları yatırımın performansı konusunda, ekonomi konusunda ve pazar konusunda aşırı bir iyimserliğe sahiptirler. Bu önyargıya sahip yatırımcılar genellikle çalıştıkları firmanın hisse senetlerini satın alırlar. Portföylerini çalıştıkları firmaya ya da sektörlere göre oluştururlar (Tiwari, 2009:46). Çünkü kendi firmalarının hisse senetlerinin diğer firmaların hisse senetlerine oranla daha az riskli olduklarına inanmakta, herhangi bir ekonomik şansızlıktan etkilenmeyeceklerini düşünmektedirler. Benzer şekilde yine coğrafi açıdan kendi bölgelerine yakın yerlere yatırım yaparlar çünkü kendi bölgeleriyle ilgili beklentileri konusunda gereğinden fazla iyimserdirler (Pomipian, 2006:165).

Gervais, Heaton ve Odean'ın (2002) yapmış oldukları araştırmada güven ve iyimserliğin yöneticilerin alacağı kararlardaki etkisini incelemişlerdir. Yapılan araştırmada ılımlı seviyede kendine güvenen ve iyimser yöneticilerin firma değerini artırdıkları ortaya çıkarken riskten kaçan rasyonel yöneticilerin daha iyi yatırımları bekledikleri için kararlarını erteledikleri ortaya çıkmıştır. İlimli seviyede güvene ve iyimserliğe sahip yöneticilerin ise projelerin potansiyel riskini düşük tahmin ettikleri için kararlarını ertelemedikleri, rasyonel yöneticilere göre daha iyi kararlar aldıkları ortaya çıkmıştır. Bunun yanı sıra aşırı güvene ve iyimserliğe sahip yöneticilerin ise firmaya zarar verdikleri saptanmıştır.

Shepperd ve diğerleri (2002) aşırı iyimserliği dört sebebe bağlamışlardır. Buna göre aşırı iyimserlik olması istenen sonuçlardan, bilişsel süreçlerden, insanların diğerlerine karşı kendi haklarında sahip oldukları bilgiden, genel ruh halinden kaynaklanmaktadır.

1.2.1.6. Pişmanlıktan Kaçınma

Karar almayı etkileyen bir diğer zihinsel hata da kötü ya da zayıf bir karar alındığında hissedilen pişmanlık duygusuna fazla odaklanılması şeklinde görülmektedir. Bu tür bir hata, yanlış yaptıklarını kabul etmekten hoşlanmayan birçok yatırımcıda görülmektedir. Yapılan hatadan dolayı hissedilen sıkıntı, hatanın boyutuyla ve doğasıyla orantısızdır. Psikologlar bu duruma "pişmanlık acısı" demektedir. Pişmanlık korkusu, kararların ertelenmesine yol açmaktadır. Yapılan

çalışmalar, insanların yeni bir bilgi geleceği beklentisiyle ki bu yeni bilgi gelse bile kararları değişmeyecektir, kararlarını ertelediklerini göstermektedir. Yatırım kararlarında pişmanlık korkusu önemli bir rol oynamaktadır. Hisse senedi işlemlerinde pişmanlıktan kaçınmak, kaybeden hisseleri hiçbir beklenti olmamasına rağmen uzun süre elde tutma şeklinde kendini göstermektedir (Van Eaton, 2000:3). Yatırımcılar, kaybeden hisseleri ellerinde tutmaya devam ederler çünkü hatalarını kabul etmekten kaçınırlar. Diğer taraftan pişmanlıktan kaçınma sadece kayıplarda değil kazançlarda da önemli bir rol oynamaktadır. Satın aldıkları hisse senedinin fiyatı arttığında yatırımcılar o hisse senedini hemen satarlar. Çünkü daha sonra hisse senedinin değeri düştüğünde elden çıkarmadıkları için pişman olmaktan korkarlar (Pompian, 2006:227-228). Yatırımcıların değeri düşen hisse senetlerini satmak için uzun süre bekleme, kazananları ise çok çabuk elden çıkarma eğilimine “*Yatkınlık etkisi*” denmekte olup, bu eğilim pişmanlık teorisi ile açıklanmaktadır (Döm, 2003:90).

Pişmanlık, geçmişte daha iyi sonuçlanacak bir karar alma fırsatı varken bunun seçilmeyip kötü bir karar alınmasından kaynaklanmaktadır (Michenaud ve Solnik, 2008:1). Pişmanlık, seçimlerin olumsuz sonuçları için sorumluluk duygusu barındıran, bir bilişsel zenginleştirilmiş duygudur. Bu, beklenmedik negatif sonuçlarla ilişkili olan hayal kırıklığı ile karıştırılmamalıdır, çünkü hayal kırıklığında bireysel sorumluluk duygusu yoktur (Coricelli ve diğerleri, 2005:1255). Bu sebeple hayal kırıklığında suçluluk duygusu da yoktur (Pompian,2006:229).

Pişmanlık, bir kararın kötü sonuçlanması sonucu hissedilen vicdan azabıdır. Pişmanlık, teorisyenlerin eğer karar verici, pişman olmaktan kaçınmak için adım atarsa ilgilerini çekmektedir. Örneğin bir kararın sorumluluğunu başkasının üzerine atmak, pişmanlıktan kaçınmak için atılan adımlardan biridir. Beklenen pişmanlığı azaltmak için kullanılan diğer bir yol da ihtiyatlı karar vermeyi sağlayan standart sosyal ve yasal normlardır (De Bondt, 1998:8-9). Kaybetmenin acısını yaşayan yatırımcı daha çekingen davranarak irrasyonel bir şekilde daha güvenilir görünen şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapacaktır. Örneğin riskleri ve kazançları aynı olan bir büyük bir de orta büyüklükteki bir şirketten daha büyük olanı seçerek kendini daha rahat hissedecektir. Büyük şirketin hisse senedi değer kaybettiğinde yatırımcı, kararını rasyonalize ederek çok fazla pişman olmayacak ve kendini suçlu

ve yalnız hissetmeyecektir; çünkü büyük şirketin birçok akıllı ya da tecrübeli yatırımcısı vardır. Diğer taraftan orta büyüklükteki bir şirketin hissesi değer kaybettiğinde daha çok pişman olacaktır. Çünkü bu şirkete çok fazla yatırım yapan yoktur (Pompian, 2006:229-230). Dolayısıyla pişmanlıktan kaçan kişi, aldığı kararların sorumluluğunu tek başına yüklenmeyeceği seçenekleri tercih eder ve böylece kendini bir şekilde sorumluluktan kurtarmaya çalışır.

İnsanlar acı çekmeye eğilimlidir, aynı zamanda yaptıkları hatalar konusunda pişman olmaktan korkmaktadır. İnsanlar bu yüzden pişman olmanın acısından kaçınmak için davranışlarını değiştirme eğilimi içerisine girmektedirler. Bu durum da bazen irrasyonel davranışlara neden olmaktadır. Pişmanlık korkusu bilişsel uyumsuzluk ile bağlantılıdır. Bilişsel uyumsuzluk, insanların inanışlarının yanlış olduğunu gösteren kanıtlarla karşılaştıklarında yaşadıkları zihinsel acıdır (Kishore, 2004:5).

Pişmanlıktan kaçınma iki şekilde ortaya çıkmaktadır: Birincisinde yatırımcı bir kayıp yaşamıştır ve aldığı karardan pişmandır, ikincisinde ise yatırımcı daha sonra değer kazanacak bir yatırım fırsatını kaçırmıştır (Pompian, 2006:229). Birçok insan, yaptıkları şeyden yapmadıklarına şeye göre daha fazla pişmanlık duymaktadır. Kahneman ve Thaler'in yapmış oldukları yayınlanmamış bir araştırmada yüzden fazla varlıklı yatırımcılara en çok pişman oldukları finansal kararı sormuşlardır ve onlardan yaptıkları şeyden mi yoksa yapmadıkları şeyden mi daha çok pişman olduklarını cevaplamalarını istemişlerdir. Yatırımcıların çoğunluğu, en pişman oldukları şeyin yaptıkları eylemlerden kaynaklandığını söylemişlerdir (Kahneman ve Riepe, 1998:19).

Diğer bir ifade ile yatırımcı bir yatırım yaptığında kayba uğrarsa, yatırım yapmayıp bir fırsatı kaçırmaktan daha çok pişman olmaktadır. Çünkü kaybetmenin acısı beklenti teorisinin varsayımlarında olduğu gibi daha fazla hissedilmektedir (Pompian, 2006:229). Bunun yanı sıra yapılan çalışmada, fırsatları kaçırmaktan pişman olan kişilerin, başarısız olup pişman olan kişilere göre daha fazla risk alma eğiliminde oldukları belirlenmiştir (Kahneman ve Riepe, 1998:19).

Pişmanlık, acı ve öfkeyi içeren çok güçlü bir negatif duygudur, bu duygunun gelecekte ortaya çıkma olasılığı insanların yetersiz karar almalarına yol açmakta ve beklenen fayda teorisinden sapmalar gösteren rasyonel olmayan kararlara neden

olmaktadır. Ekonomik pişmanlık teorisi, David E. Bell, Graham Loomes ve Robert Sugden (1982) tarafından öne sürülmüştür. Bell, Loomes ve Sugden, belirsizlik altında normatif seçim modeli önermektedir. Buna göre pişmanlık teorisi, beklenen fayda teorisinin önermelerini ihlal etmektedir. Pişmanlık teorisi, kurumların rasyonel olduğunu kabul etmektedir fakat, bu kurumların kararlarının sadece beklenen değere göre değil; beklenen pişmanlığa göre de belirlendiğini öne sürmektedirler. Yatırımcılar beklenen değerlerini maksimize edecek şekilde karar almaktadırlar ve bu da yatırımcıların yatırım kararlarında pişmanlığı hesaba kattıklarını göstermektedir. Dolayısıyla iki tür risk vardır, birincisi geleneksel risk ikincisi de pişmanlık riskidir (Michenaud ve Solnik, 2008:1).

Benzer şekilde Loomes ve Sugden de (1982:820) pişmanlık teorisini, iki temel varsayıma dayandırmaktadır. İlkinde, birçok insan pişmanlık ve sevinç gibi duyguları deneyimlemektedir. İkincisi ise belirsizlik altında karar verirken insanlar bu duyguları dikkate almakta ve tahmin etmektedir. İlk varsayımda, pişmanlık ve sevinç gibi psikolojik deneyimlerin rasyonellik kavramıyla tanımlanamayacağı gözükmektedir. Bir seçim rasyonel veya irrasyonel olabilir, fakat bir deneyim sadece deneyimdir. İkinci varsayımda ise eğer bir kişi bu tür duyguları deneyimlese, bu duyguları sürekli dikkate aldığı için irrasyonel de değerlendirilememektedir.

1.2.1.7. Sürü Davranışı

Biyolojik anlamda sürü davranışı, bazı hayvan türlerinin toplu halde güvenlik aramasını tanımlamaktadır. Benzer şekilde insanlar da gerek tehdit algıladıklarında gerekse aralarından birinin bir fırsat bulduklarını hissettiklerinde sürü halinde hareket etmektedirler (Peterson, 2012:304). Taklitçilik ve benzetme insanların temel içgüdüleri arasındadır (Devenow ve Welch, 1996:603). Bireyler hayatları boyunca, bilincine varmış olsunlar veya olmasınlar, diğer insanların kendileri için önceden hazırlamış oldukları belirli davranış şekillerini takip etmek zorunda kalmaktadır (Zel, 2011:13). Sürü davranışı, herkesin kendi bilgileri farklı olsa bile diğerleri ne yapıyorsa onu yapması durumudur (Banerjee, 1992:798). İnsanların bir kitle hareketini veya bir stratejiyi takip etmeleri veya kopyalamalarıdır (Siddiqui ve Singh, 2009:97).

Sürü davranışı, ekonomistler arasında da görülmektedir. Sürü davranışının evrensel olduğu finansal bir gerçektir. Fakat sürü davranışını tam bir şekilde

tanımlamak zordur. Sürü davranışı koordinasyon mekanizması gerektirmektedir. Bu mekanizma ya bazı sinyallere dayalı yaygın kurallara dayanmaktadır ya da diğerlerinin aldığı kararları izleme kabiliyetine dayanmaktadır (Devenow ve Welch, 1996:603-604).

Sürü davranışı “grup düşünme” (toplu düşünme) ile aynı şey değildir. Grup düşünme, homojen gruplarda üyelerin aynı sonuca varma eğilimidir. Kitle veya sürü davranışı ise kalabalıktan birinin ani eylemlerinin bulaşıcı niteliğini ifade etmektedir. Bu durum da genellikle panik ve şiddet şeklinde kendini göstermektedir. 1998 yılında Rusya borçlarını ödeyemeyeceğini açıkladığında ve rubleyi devalüe ettiğinde Moskova’da bankalara hücum edilmesi bu türden bir kitle davranışına örnek olarak gösterilebilir (Peterson, 2012:304).

Sürü davranışı, bir grup yatırımcının bir süre boyunca aynı yönde al-sat yapmasıdır. Sürü davranışında cahil, bilgisiz, duygularıyla işlem yapan bireyler aynı segmenttedir (Nofsinger ve Sias, 1999:2265). Bireylerin kişilikleri, sürü davranışı gösterme eğilimlerini etkilemektedir. Özellikle anksiyete ve sürü davranışı arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır. Anksiyete kişilik özelliğe sahip yatırımcılar genellikle arkadaşlarının yatırım önerilerini takip etmekte veya profesyonellerin danışmanlıklarını almaktadır (Lin, 2012:774). Sürü davranışı eğiliminde olan yatırımcılar, genellikle düşük özgüvene sahiptirler ve yatırım kararlarındaki profesyonel yetkinliklerini artırmak için pazardaki sinyalleri dikkate almakta ve profesyonel yatırımcıların kararlarından yararlanmaktadırlar (Lin, 2011:145). Sürü davranışı ancak ilk hareket edenlerden olunursa zenginlik getirebilmektedir. Aksi takdirde zamanlama zayıf ise para kaybettirebilmektedir (Peterson, 2012:304).

Bazı yatırımcılar, kendi özel bilgilerini göz ardı edip diğer insanların yatırım kararlarını gözlemleyerek karar verebilmektedir. Dolayısıyla bireylerin tercihleri diğer insanların eylem ve seçimlerine bağlı olabilmektedir. Zenginlik ve tüketim, toplumda diğer insanların zenginliğine ve tüketimine göre ölçülebilmektedir. Sosyal etkileşim yatırımcının zenginliği üzerinde pozitif veya negatif etkiye sahiptir. Meslektaşları para biriktiren bireylerin emeklilik için para biriktirme olasılığı daha yüksek olmaktadır (Seasholes, 2010:647). Bireylerin ve toplumların gelişmesi başkalarından bir şey öğrenmekle mümkün olmaktadır. Fakat sosyal etkiler, insanlarda yanlış ya da önyargılı inançlara neden olabilmektedir (Thaler ve Sunstein,

2013:76). Grup içindeki insanların benzer şekilde düşünme ve davranma eğilimleri bazı irrasyonel davranışlara neden olabilmektedir (Shiller, 1995:1).

Finansal pazarlarda yatırımcıların sürü davranışı, sınırlı bilgiden kaynaklanmaktadır: Yatırımcı, ya eksik bilgiye sahiptir ya da mevcut bilgiyi işlemede başarısızdır. Yatırımcı belirsizlik duygusunu, bilgisinden şüphe ettiğinde duymaktadır. Dolayısıyla, belirsiz bir ortamda yatırımcı, pazardaki diğer yatırımcıların finansal kararlarını gözlemleyerek bilgiyi sağlamaya çalışır. Yatırımcının belirsizlik seviyesi ne kadar yüksekse, diğerlerinin kararlarını taklit etme eğilimi de yüksek olmaktadır. Sürü davranışı iki şekilde gözükmektedir. Bilinçli sürü davranışı ve sahte sürü davranışı. Bilinçli sürü davranışında yatırımcı, diğer yatırımcıların kararlarını bilinçli olarak takip etmektedir. Sahte sürü davranışında ise yatırımcılar benzer bilgi ve problemlerle karşılaştıklarında diğerlerini gözlemlemeye gerek duymadan aynı kararları almaktadır (Fernandez ve diğerleri, 2009).

Sürü davranışı, yatırımcılarda hem rasyonel hem de irrasyonel bir şekilde gözükabilir (Chang ve diğerleri, 2000:1652). İrrasyonel sürü davranışı, yatırımcının psikolojisini temel almakta ve yatırımcıların körü körüne başkalarını takip ettiklerini ifade etmektedir. Rasyonel sürü davranışı ise dış etkenlere odaklanmakta ve optimal karar almanın bilgiye erişimin zor olmasından veya teşvik edici bazı konuların varlığından dolayı sapmalara uğradığını ifade etmektedir (Devenow ve Welch, 1996:603-604). Mesela, belirli koşullar altında yöneticiler kendi özel bilgilerini dikkate almadan başka yöneticilerin yatırım kararlarını taklit etmektedir. Bu davranış sosyal açıdan verimsiz olsa da işgücü piyasasında kendi ünlerini düşünen yöneticiler açısından rasyonel olabilmektedir (Scharfstein ve Stein, 1990:466).

Literatürde “sürü etkisi”, çoğunlukla finansal varlıkların fiyatlarındaki büyük dalgalanmalarla ilişkilendirilmektedir. Yapılan birçok çalışmada, taklitçi davranışın, finansal pazarlarda gözlenen aşırı dalgalanmaların, ani değişikliklerin vb. birçok finansal olayın açıklaması olarak görülmektedir (Cont ve Bouchaud, 2000:174; Nofsinger ve Sias, 1999).

Firmalar da benzer şekilde yatırım kararlarında, kendi finansman kararlarında sürü davranışı gösterebilmektedir. Popüler yatırım kararlarını benimseyebilmekte, yeni gelen haberlerin etkisiyle sürü davranışı gösterebilmektedir. Bu nedenle

firmaların da kendilerini sürü davranışına karşı korumaları gerekmektedir. Çünkü bir bireyin düşünceleri, duyguları ve eylemleri, diğer bireylerin kullanmış olduğu kelimeler, aldıkları eylemler ve bu eylemlerin sonuçlarının gözlenmesi sonucu etki altında kalmaktadır (Hirshleifer ve Teoh, 2001:2).

Bunun yanı sıra para akışlarını takip eden ve medyanın nerelere odaklandıklarını izleyen yatırımcıların sürünün yöneldiği yönü görmeleri kolayken; bir karar alma organı içinde bir yatırım komitesinde veya yönetim kurulunda sürü davranışını önlemek zor olmaktadır. Otoriter veya karizmatik liderlerin varlığı, uzlaşmazlıkları ve fikir ayrılıklarını bastırmakta ve sürü davranışına yol açabilmektedir (Peterson, 2012:305).

Sürü davranışı, yatırımcıların bilinçli bir şekilde karar aldıklarını ve yatırımcıların sermaye varlıkları fiyatlama modelinde olduğu gibi beklenen getirilerini denge modeline göre belirlediklerini öngören etkin piyasa teorisine karşı meydana okuyan, bir tür davranışsal anomalidir. Ekin piyasa teorisine göre tüm menkul kıymetler doğru bir şekilde fiyatlandırılmıştır. Fakat sürü davranışı durumunda, yatırımcılar kalabalığın davranışlarını taklit etmekte ve bu da menkul kıymetlerin yanlış fiyatlandırılmasına neden olmaktadır. Bu durum da spekülative balonlardan oluşan, etkin olmayan pazar durumlarına yol açmaktadır. Bu, iki nedenden kaynaklanmaktadır. Birincisi sosyal baskıdan, ikincisi de kalabalıkların yanlış yapmayacağı ve kalabalıkların bireysel yatırımcılardan daha iyi bildikleri düşüncesinden kaynaklanmaktadır (Prosad ve diğerleri, 2012:154).

Benzer davranışlar nadir olarak şans eseri meydana gelmektedir çünkü yatırımcılar aynı bilgi kaynaklarına erişip, bilgiyi benzer şekilde yorumlayabilmektedirler (Hachicha, 2014:1). Bu durum, yatırımcıların diğerlerinden etkilendiği anlamına gelmemektedir. Çünkü yatırımcıların bağımsız bir şekilde benzer bir bilgiden veya faktörden etkilenmeleri sonucu beraber hareket etmeleri sözkonusu olmuştur. Sonuç olarak rasyonel veya irrasyonel sürü davranışı, hatalara veya yanlış fiyatlandırmalara yol açabilmektedir. Sürü davranışının seviyesini ölçmek veya araştırmak, aşırı dalgalanmaları, “spekülative balonları”⁶ açıklamada yardımcı olabilir (Lobao ve Serra, 2002:3).

⁶ **Spekülative Balon:** Gerçek değerlerinden çok fazla fiyat değişimi gösteren malların ticaretini yapmaktır. Diğer bir deyişle şişkin fiyatları olan mallar ve varlıklarla ticaret yapmaktır. Bazı ekonomistler balonların varolmadığını

BÖLÜM II

DAVRANIŞSAL AÇIDAN FİNANSAL RİSK VE FİNANSAL KİŞİLİK

Bu bölümde davranışsal finans açısından risk birkaç boyutta incelenecektir. Bu doğrultuda öncelikle riskin tanımı yapıp geleneksel finans açısından ve davranışsal finans açısından risk incelenecek daha sonra riskin beyin, kişilik, kültür ve demografik özelliklerle olan ilişkisi üzerinde durulacaktır.

2.1. Riskin Tanımı ve Geleneksel Finans Açısından Riske Bakış

Risk kelimesi 16. ve 17. yüzyıllarda batılı araştırmacılar tarafından geliştirilen bir kavramdır. İspanyolca ve Portekizce’de “keşfedilmemiş sulara yelken açmak” anlamına gelen risk kelimesi İngilizce’de asimile olmuştur (Giddens’tan Aktaran: Denney, 2005:9). Yunanca’da sarp kayalık, taş ya da kaya parçası olarak adlandırılan somut bir kelime olan “rhiza”’dan türeyen ortaçağda “denizde zorluklardan kaçınma” anlamında kullanılan (rhizikon) risk kelimesi, zamanla “bir işi yapmaya cesaret, “bir işi yapmayı taahhüt etmek “ anlamında sigortacılık ve finansal işlemlerde kullanılan soyut bir kelimeye dönüşmüştür. Diğer bir ifade ile risk kelimesinin mekansal anlamı zamandaki bir anlama dönüşmüştür (Dinçer, 2010).

Risk, gelecekte beklenmeyen bir durumun ortaya çıkma olasılığı, yaralanma, incinme ve zarara uğrama olasılığı olarak tanımlanmaktadır (Aydın ve diğerleri, 2010:310). Risk, sonucun ne olacağının belirsiz olmasıdır, herhangi bir kararda olası sonuçlardan en az biri konusunda şüphe olması durumunda ortaya çıkmaktadır (Roszkowski ve Davey, 2010:43). Risk, tüm yatırım seçeneklerinin doğal bir özelliğidir (Sachse, 2012:3). Yatırım ve karar almanın bir ayağı risk kavramına dayanmaktadır. Geleneksel teoride risk, hem ortalama kazançlardan sapma hem de bu sapmaların olasılığı anlamında kullanılmaktadır (Murgea, 2010:3-4). Diğer bir ifade ile finansal açıdan risk, beklenen getirinin gerçekleşen getiriden sapma olasılığıdır. Yatırımcının yapmış olduğu yatırımda elde edeceği getirinin beklenen getirinin altına düşme veya üstüne çıkma olasılığı vardır. Bu olasılık yatırımcının yapmış olduğu yatırımın riskini oluşturmaktadır (Korkmaz ve Ceylan, 2006:472). Geleneksel finans, riski objektif olarak görmekte olup beta, standart sapma, riske

savunsa da, fiyatların gerçek değerlerden sıkça sapma gösterdiğini savunanlar balonların sebebini açıklamakla uğraşırlar.

maruz değer (VAR) ve sermaye varlıklarını fiyatlama modeli (SVFM) gibi ölçümlerle riski ölçmeye çalışmaktadır (Taffler ve Tuckett, 2010:101).

Risk kelimesi ile ilgili ilk değerlendirme yapılırken insanların aklına daha çok negatif bir durum veya zarar gelmektedir. Risk kelimesi her ne kadar zararı çağırırsa da risk tercihlerini doğru olarak yapmak, istenilen risk şemsiyesi doğrultusunda alternatif getiri fırsatları elde etmeyi sağlamaktadır. Yüksek riskin tercih edilmesi getiri beklentisini artırmakta iken getirinin dalgalanma olasılığı da artacağı için riskin yükseldiği bir durum ortaya çıkmaktadır. Dalgalanma artınca kazanç olasılığı arttığı gibi kayıp ihtimali de artacak bu da riskin yüksek olmasına yol açacaktır. Düşük risk şemsiyesi altında yapılan yatırımlarda kar da zarar da çok dalgalanma göstermeyeceğinden ortalama bir getiri söz konusu olacaktır. Hangi risk şemsiyesi altında yatırım yapılacağı ise kişilere göre değişiklik göstermektedir (Öztürkkal, 2011:293).

Diğer taraftan risk kavramı ile belirsiz kavramı birbirinden farklıdır. Riskte olasılıklar bilinirken; belirsizlikte çeşitli sonuçlarla ilgili olasılıklar bilinmemektedir (Roszkowski ve Davey, 2010:43). Diğer bir ayrıma göre ise bir durumun gerçekleşme ihtimali istatistiksel olarak ifade edilebiliyorsa risk, edilemiyorsa belirsizlik olarak kabul edilmektedir (Bayrakdaroğlu, 2012:282). Belirsizlik ve risk kavramları birbirinden farklı anlamlar içerse de genellikle birbirlerinin yerine kullanılmaktadır (Karabıyık ve Anbar, 2010:260).

Geleneksel finasta bir yatırımcının riske karşı tutumu riskten kaçan, risk arayan ve riske karşı kayıtsız şekilde karakterize edilmektedir (Murgea, 2010:3-4). Fakat davranışsal finansla ilgili yapılan araştırmalar insanların riskle ilişkisinin bu kadar basit ve rasyonel olmadığını; insanın risk ile ilişkisinin tamamen öznel olduğunu göstermektedir. Buna göre gerçekte riskin ne olduğu değil; insanların onu nasıl algıladığı önemlidir (Tacer, 2007:115). Dolayısıyla insanların riske karşı tutumları bilişsel ve duygusal faktörler ile demografik faktörler gibi çeşitli faktörler tarafından etkilenmektedir (Murgea, 2010:3-4).

Yatırımcıların farklı riskler karşısında hep aynı hassasiyeti göstereceğine ilişkin geleneksel yaklaşım doğru değildir. Çünkü insanların geçmiş tecrübelerine ait anılarına, yalnız başlarına veya bir grupla hareket etmelerine, riskin onlara tanıdık gelip gelmemelerine, riskin ne kadar kontrol edilebilir gözüktüğüne, riskin ne şekilde

tarif edildiğine, riskle karşılaştıkları zamanki ruh haline göre yatırım risklerini algılama biçimleri sürekli değişim göstermektedir. Bu unsurlar arasında oluşabilecek en küçük bir değişiklik yatırımcıların her seferinde farklı hareket etmelerine yol açmaktadır (Zweig, 2011:178).

2.2. Davranışsal Finans Açısından Riske Bakış

Davranışsal finasta bireysel yatırımcıların risk tutumlarını belirleyen faktörler üzerine yapılan araştırmalar yoğun bir şekilde ilgi görmektedir. Riskin bireysel yatırımcıların finansal ve yatırım kararlarını şekillendiren bir etken olduğu birçok kez belgelenmiştir. Dolayısıyla, bireysel yatırımcıların yatırım kararlarını anlamak için risk tutumlarını etkileyen faktörleri anlamak zorunlu olmaktadır. Davranışsal finans bu bağlamda geleneksel finanstan farklı olarak bireysel tutumlara, psikolojik faktörlere odaklanmaktadır (Prabhakaran ve Karthika, 2014:12; Lin, 2012).

Literatürde de, yatırımcıların risk seçimlerine ilişkin iki yaklaşım ağır basmaktadır. Bir grup araştırmacı yatırım yönetimi kararlarını cinsiyet, yaş, gelir, etnik köken, servet ve diğer faktörler gibi demografik özellikleri kullanarak açıklarken; diğer grup yatırım kararlarıyla ilgili seçimleri açıklamak için yatırımcıların psikolojik karakteristiklerini kullanarak psikolojik bulgulardan yararlanmaktadır (Thomas ve Rajendran, 2012:116).

Risk, modern dünyada üç temel şekilde ele alınmaktadır. Duygular açısından risk, insanların tehlike karşısında hızlı, içgüdüsel ve sezgisel reaksiyonlarını ifade etmektedir. Analiz (rasyonel) açısından risk, tehlikeli yönetimin üstesinden gelmek için mantık, neden ve bilimsel düşünmeyi gerektirmektedir. İnsanların eski içgüdüsel davranışlarıyla modern bilimsel analizleri çatıştığında da üçüncü risk türü politik açıdan risk ortaya çıkmaktadır (Slovic ve diğerleri, 2003:2).

Literatür “risk toleransı”, “risk tutumu”, “risk profili”, “risk eğilimi”, “risk arzusu”, “risk üstlenme” gibi terimlerle doludur. Bu terimlerin hepsi benzer temel fikirle ilgilidir. Garantisi olmayan bir eylem tarzını üstlenmek için istekli olunup olunmamasını ifade etmektedir (Roszkowski ve Davey, 2010:43). Bu çalışmada risk algısı ve risk toleransı aynı anlamda kullanılacaktır.

Roszkowski ve Davey’ e göre (2010:43) risk algısı, bilişsel bir eylemi ifade ederken, risk toleransı kişilik özelliği ile ilgilidir. Peterson (2012:418), risk algısını

korkunun finans dilindeki en iyi karşılığı şeklinde tanımlamaktadır. Ayrıca önyargılı ve taraflı düşünme eğilimlerinin, risk algısının gerçek riskten sapmasına yol açtığını ve risk algısının yüksek olmasının risk primini yükselttiğini ifade etmektedir.

Finansal risk toleransı, belirsizliğin maksimum olması durumunda bireylerin finansal karar vermeyi kabul etmeye olan istekliliğidir (Prabhakaran ve Karthika, 2014:12). Risk toleransı, bir kişinin riske karşı tutumunu yansıtan, karmaşık psikolojik bir kavramdır (Hallahan ve diğerleri, 2004:59). Risk toleransı bir bakış açısına göre kan grubu gibi sabit bir karakteristiğe sabittir, bir insanın hayatı boyunca hep aynı kalır ve bir kez karar verildi mi tekrar değerlendirilmesine gerek kalmaz. Karşı bakış açısına göre ise risk toleransı ruh hali gibi geçicidir, bu yüzden herhangi bir yatırım planını bu karakteristiğe göre temellendirmek faydasızdır (Roszkowski ve Davey, 2010:42). Yüksek risk toleransına sahip kişiler değişken, istikrarsız olayları kabul ederken, düşük risk toleransına sahip kişiler kesinliği tercih etmektedir (Grable ve Lytton, 1998:64).

Risk algısını ölçmek, disiplinler arasında farklılık göstermektedir ve üzerinde uzlaşmış genel bir risk ölçüsü tanımı yoktur. Bunun gibi risk algısının karakteristik yapısı da disiplinler arası farklılık göstermektedir (Decker, 1995:2). Yatırım risk algısı, çeşitli şekillerde araştırılmasına rağmen sonuçlar tek bir noktada birleşmektedir. Buna göre algılanan yatırım riski, çeşitli yönlerden oluşan karmaşık bir yapıdır. Finansal parametrelerin yanı sıra (potansiyel kayıplar, volatilité) niteliksel özellikler (bilgi, endişe) yatırım riski hakkında karar verilirken önemli bir rol oynamaktadır (Sachse ve diğerleri, 2012:8).

Risk algısı araştırmaları, bilişsel psikolojinin de konusunu da oluşturmaktadır (Slovic ve diğerleri, 1982:84). Bazı bilişsel önyargılar daha önce Peterson'un da ifade ettiği gibi riskin yüksek algılanmasına yol açarken bazı bilişsel önyargılar da riskin düşük algılanmasına yol açabilmektedir. Bu doğrultuda Simon ve diğerlerinin (1999), yapmış olduğu araştırma bulguları risk algısının farklılık gösterdiğini çünkü karar vermede kullanılan bilişsel önyargıların insanların riski daha düşük algılamasına yol açtığını göstermektedir. Araştırmacılar bilişsel önyargılardan özellikle üç önyargının aşırı güvenin, kontrol yanlısamasının ve küçük sayılar kanununun bireylerin riski daha düşük algılamasına neden olup olduğunu öne sürmektedirler. Ayrıca araştırma bulguları girişimciliğe yeni başlayan bireylerin

yüksek seviyedeki riski bilerek kabul etmediklerini, bilişsel önyargılardan etkilenerak riski düşük algıladıklarını göstermektedir. Araştırmada risk algısı risk almayı etkiliyorsa risk algısını etkileyen faktörlerin neler olduğunu belirlemenin önemli olduğu belirtilmektedir.

Busenitz ve Barney'in (1997) girişimciler ve büyük firmalarda çalışan yöneticiler arasındaki bireysel farklılıklar üzerine yaptıkları araştırmada, karar almada girişimcilerin aşırı güven ve temsililik gibi önyargılara yöneticilere oranla daha fazla maruz kaldıklarını göstermektedir. Bu durumun da girişimcilerin riski düşük algılamalarına neden olduğunu öne sürmüşlerdir.

Diğer taraftan Sachse ve diğerleri (2012), yapmış oldukları çalışmada Alman bireysel yatırımcıların finansal risk algısını ölçmek için iki anket düzenlemişlerdir. Birinci ankette yatırımcılardan farklı yatırım ürünlerinin riskini ölçmeleri istenmiştir. İkinci ankette ise yatırımcıların risk algısı üzerindeki karakteristik özelliklerinin (yaş, cinsiyet, yatırım tecrübesi, finansal okur-yazarlık gibi) etkisini araştırmışlardır. Araştırma sonucunda yatırım türleri ile risk algısı arasında küçük bir farklılık ortaya çıkmıştır. Aynı şekilde bireysel farklılıklarla risk algısı arasında da küçük bir farklılık olduğu tespit edilmiştir.

Dorn ve Huberman'ın (2007) Almanya'da yapmış olduğu araştırmada, bireysel yatırımcıların riskten kaçınmalarıyla orantılı bir şekilde dalgalanma gösteren hisse senetlerini seçtiklerini, diğer bir ifade ile daha az dalgalanma gösteren hisse senetlerini elde tuttuklarını belirlemişlerdir. Aynı zamanda dalgalanma açısından birbirine benzer hisse senetlerini seçtiklerini hatta bu hisse senetlerini sattıktan sonra da yerlerine yine benzer dalgalanma gösteren hisse senetlerini aldıklarını belirlemişlerdir. Bunun yanı sıra araştırmada, riskten kaçınan yatırımcıların daha çok yatırım fonlarına yatırım yaptıkları belirlenmiştir.

2.2.1. Risk ve Beyin

Davranışsal finans çalışmaları piyasadaki fiyat anomalilerini ve bireylerin karar önyargılarını tanımlamasına rağmen davranışların nedenlerini açıklamada genelleyleyici veya tanımlayıcı modellere sahip değildir. Nöroekonomi bu bağlamda irrasyonel davranışların, bireysel önyargıların ve kolektif alım satım kararlarının altında yatan temel biyolojik ve psikolojik mekanizmaları araştırmaktadır. Nöroekonomi, nörobilim dalından aldığı araç ve teknikleri araştırmalarında

kullanarak kapsamlı bir ekonomik davranış ve karar alma modeli oluşturmaya çalışmaktadır. Davranışsal finasta tanımlanan birçok önyargının beynin biyolojik yapısından kaynaklandığı söylenebilir (Peterson, 2010:73-74). Diğer bir ifade ile nöroekonomi insanların beynindeki aktivitelerle aldıkları ekonomik kararlar arasında bir bağlantı olduğunu ortaya koymuştur (Chen ve diğerleri, 2006:521).

William Jevons, 1871 yılında beynin kapalı bir kutu olduğunu, bu yüzden ekonomik teorinin temelini beyin faaliyetlerinin bilinemeyeceği üzerine kurulu olduğunu öne sürmektedir. Ekonomistler duyguların ölçülemeyeceği için ekonomiye duyguları dahil etmenin faydasız olacağını düşünmüşlerdir. Fakat nörobilimde yaşanan gelişmeler Jevons'un varsayımlarının yanlış olduğunu kanıtlamıştır. Beyin ve sinir sistemi üzerine yapılan çalışmalarla duyguların ve düşüncelerin doğrudan ölçülebileceği ortaya çıkmıştır (Camerer ve diğerleri, 2005:10). Örneğin kan basıncı, terleme, kalp atışı gibi biyolojik faktörlerin anksiyete, zihinsel konsantrasyon ve diğer motivasyonel durumlarla paralel bir şekilde hareket ettiği gözlenmiştir (Levenson'dan aktaran: Camerer ve diğerleri, 2004:557). Öfke hissedildiğinde kalp atışının hızlanması, adrenalin hormonunun salgılanması, kan akışının ellere yönelmesi, korku hissedilmesi durumunda kan akışının bacaklara yönelmesi ve yüzdeki kanın çekilmesi gibi her duygu bedende farklı tepkilere yol açmaktadır (Goleman, 2012:33). Bu ölçümler zihin ve eylem arasındaki ilişkiyi anlamaya yardımcı olmuş ve yeni teorik yapının kurulmasını sağlamıştır (Camerer ve diğerleri, 2005:10).

Yıllar önce, Leonardo da Vinci zamanından beri, beyin ile ilgili araştırmalar sadece ölen kişi üzerinde yasal olmayan otopsi tekniğiyle gerçekleştirilirken, teknolojinin ilerlemesiyle artık bir kişinin müzik dinlerken, şarkı söylerken bile beyin faaliyetleri görülebilmektedir. Diğer bir ifade ile teknoloji sayesinde bireyler çeşitli zihinsel aktivitelerle meşgulken bile beynin hangi bölgelerinin faaliyette olduğu görülebilmektedir. Bu bilgilerin elde edilmesinde, beyin dokusu yara almış, Alzheimer hastalığına yakalanmış hastalar üzerinde aynı zamanda hayvanlar üzerinde yapılan çalışmalar etkili olmuştur. Fonksiyonel manyetik rezonans görüntüleme tekniği (fMRI) ile hem beynin yapısı hem de sinirsel aktiviteler görünür hale gelmiştir (Wolfe, 2010:3-4).

Beynin finansla olan ilişkisini anlayabilmek için öncelikle beyin hakkında kısa bir bilgi verilmesi önem taşımaktadır. Beyin, insanların sahip olduğu en

karmaşık organ olup yaklaşık ağırlığı 1,4 kilogramdır. Yetişkin bir insan beyinde yaklaşık 100 milyar nöron olduğu düşünülmektedir (Duman, 2009:71). Dıştan beyin en temel özelliği bükümleri ve kıvrımlarıdır. Bu kıvrımlar serebral korteksin (beyin kabuğu) parçasıdır. Serebral korteks portakal kabuğu kalınlığındadır. Eğer bu kıvrımlar düz bir şekilde olsaydı, günlük bir gazetenin tek sayfası boyutunda olurdu (Jensen, 2005:8).

Duyguları yaratan ve onların farkında olunmasını sağlayan beyindir. Hafızanın, düşüncelerin, bilişin ve zeka olarak adlandırılan şeyin kaynağıdır. Konuşma yeteneği ve diğerlerinin konuşmalarını anlama beyin sayesinde gerçekleşmektedir. Bağışıklık sistemi, kalp atışı, solunum, hormon salgılaması gibi fonksiyonlar beyin tarafından otomatik olarak ve bilinçsiz bir şekilde gerçekleştirilmektedir (Wolfe, 2010:2). Corr (2006) beyin ve zihin ilişkisini bilgisayarlardaki yazılım ve donanıma benzetmektedir. Buna göre beyin donanım olarak zihin de yazılım olarak görülebilir.

Beyin sağ ve sol olmak üzere iki yarımküreden oluşmaktadır. Sağ yarımküre duygusal, özgür, etkileyici ve öznel düşünme özelliklerine sahiptir. Sol yarımküre ise akılcı, mantıklı, nesnel düşünme özelliklerine sahiptir. Beynin iki yarım küresini korpus kallosum adı verilen bir sinir ağı birbirine bağlamaktadır. Korpus kollosum beynin bir tarafındaki bilgiyi diğer tarafa aktararak iki yarım küre arasındaki iletişimi sağlamaktadır (Senemoğlu, 2012:360-362). Beyin yarımküreleri dört loba ayrılmaktadır: Frontal (ön) lob, parietal (yan) lob, occipital (arka) lob ve temporal (şakak) lob (Corr, 2006). Paul Mcclean ise, 1960'larda evrimsel gelişime göre beyni üç bölüme ayırmıştır (Sousa, Brendtro ve Longhurst'tan aktaran Duman, 2009:120-128):

1. **Sürünge sistem (orta beyin) ya da yaşamsal beyin:** Yaşamı sürdürmeyi, kalp atışlarını, nefes alıp vermeyi ve vücudu kontrol etmeyi sağlayan alt beyin ya da beyin sapı olarak adlandırılmaktadır.
2. **Limbik sistem, duygusal beyin:** Beynin bu bölümü duygularla ilgilidir. Duyguları, uykuyu, hormonları, yeme içmeyi kontrol etmektedir. Limbik sistem beyin sapının üzerindedir ve limbik sistemdeki yapı her iki yarımkürede de yer almaktadır.

3. **Neokorteks (Prefrontal korteks) düşünen beyin:** Mantıksal beyin olarak değerlendirilmektedir. Okuma, planlama, analiz etme, problem çözme, duyguların kontrolünü sağlama gibi işlevleri görmektedir. Amigdala ve diğer limbik alanları yumuşatarak daha analitik ve uygun tepkiler verilmesini sağlar (Goleman, 2012:53). Frontal ve Prefrontal loblar bütün insanlarda aynı düzeyde gelişmemiştir. Bu yüzden her insan akıllıca karar verme konusunda aynı ölçüde beceriye sahip değildir (Restak, 2014:64).

Limbik sistem Talamus, hipotalamus, hipokampus, amigdala ve nükleus akkumbens ve diğer yapıları içermektedir (Coalition for Juvenile Justice, 2006:6). Talamus, duyu organları ile korteks arasındaki iletişimi sağlamaktadır. Hipotalamus, organizmada normal şartların devamlılığını sağlamaktadır. Örneğin, vücut ısısı çok yükseldiğinde terleme ile cevap verirken vücut ısısı normalin altına düştüğünde de kılcal damarların kasılması ile yavaşlatılır. Hipokampus ise bellekten sorumludur. Kısa süreli ve uzun süreli hafızayı yönetmektedir (Wolfe, 2010:29-30). Amigdala, Yunanca badem anlamına gelen ve badem şeklinde olan bir kütledir. Amigdala duygusal belleğin ve anlamın deposudur. Tüm tutkular amigdalaya bağlıdır. Amigdala her durumu ve algıyı sorgular. Amigdala bunu en ilkel bir soru şekliyle yapar. “Bu benim nefret ettiğim bir şey mi? Bana zarar verir mi? Benim korktuğum bir şey mi? gibi sorulara evet cevabı alırsa bir kriz var mesajını beynin geri kalan kısımlarına iletir. Bu durumda amigdala akılcı zihin de dahil olmak üzere beynin büyük bir bölümünün kontrolünü eline alır ve yönlendirir (Goleman, 2012:41-44). Korku durumunda en çok aktive olan alanlar amigdala ve thalamus’dur (TÜBİTAK, 2014).

Limbik sistem girdilerini görme, dokunma, işitme, tat ve koku olmak üzere tüm duyuusal sistemlerden almaktadır. Limbik sisteme dair elde edilen bilgilerin çoğu beynin bu bölgesinde epilepsi nöbetleri geçirmiş hastalardan elde edilmiştir. Bu nöbetlerin birkaç saniye sürmesine rağmen hastanın kişiliğini kalıcı olarak değiştirebildiği görülmüştür (Ramachandran ve Blakeslee, 2013:209-210).

Limbik sistemin yatırımıyla ilgili iki önemli bölümü ödülün peşinden gitme ve kayıptan kaçınma devreleri oluşturmaktadır (Peterson, 2012:67). Beyinde en güçlü ödül merkezi hipotalamusun bazı bölgeleridir, ikincil olarak septum, amigdala, talamusun bazı bölgeleri de ödül merkezi olarak düşünülmektedir (Guyton’dan

aktaran: Senemoğlu, 2012:358). Beynin kayıptan kaçınma sisteminin anatomisi ödül sistemi kadar iyi tanımlanmamıştır. Kayıp sisteminin önadacık/ön insula, amigdala, hipokampus ve hipotalamustan oluştuğu düşünülmektedir (Peterson, 2012:60). İnsanlarda ceza bölgesi uyarıldığında kaygı ve panik gözlenmektedir. Ayrıca ceza merkezinin uyarılması ödül merkezini de etkisiz hale getirmektedir. Ceza ve korku, haz ve ödüle baskın gelmektedir (Senemoğlu, 2012:359). Bazı biyolojik nedenlerle insan beyni eğlenceden ziyade acı ve üzüntüyü daha uzun deneyimleme üzerine ayarlanmıştır (Jensen, 2005:76). Bu durum beklenti teorisinde de ifade edildiği gibi insanların kayıplara kazançlardan daha fazla duygusal davrandıklarını ortaya koymaktadır.

İnsanlar paraya, paranın satın alabileceği şeyler için değer vermektedir. Diğer bir ifade ile gelirin faydası dolaylıdır. Para ile satın alınabilecek ürünlerin faydası direktir. Para, doğrudan ödül ile ilgili iken paranın kaybı acıyla ilgilidir. Bundan dolayı ödeme acısı insanları para harcama konusunda isteksiz yapmakta diğer taraftan işkolikler ya da varlıklı insanlar emekli olabilecekken ya da işi bırakabilecekken çalışmaya devam etmektedir (Camerer ve diğerleri, 2004:565). Eisenstein (2012:173), insanların parayı benlikleriyle ilişkilendirdiklerini, “benim” sözcüğünün ifade ettiği gibi paranın da benliklerin bir uzantısı olarak görüldüğünü, bu yüzden insanların parası alındığında kendilerini soyulmuş gibi hissettiklerini ifade etmektedir.

Zweig (2011:227) ise paranın niteliği gereği sürekli arzulanan bir nesne durumuna geldiğini, toplumsal baskıların ve geleneklerin insanları parayı güvenlik ve konfor ile eşdeğer tutmaya yönlendirdiğini, bu sebepten de mali kayıpların veya gelirdeki azalmanın, ilkel bir korkuyu da beraber getirerek insanlar tarafından acı verici bir ceza gibi algılandığını belirtmiştir. Peterson ve Murtha'nın da (2010:2) ifadesiyle çok az şey para kadar duygusaldır. Çünkü para insanların hayatının kalitesini belirlemektedir.

Finansla ilgili birçok önyargı eğiliminin temelinde de ödül sistemi bulunmaktadır. Çünkü ödül sisteminin fazla çalışması iyimserliğe, aşırı güvene ve aşırı düzeyde risk almaya neden olabilmektedir. Bunun yanı sıra ödül sisteminin en önemli bölgelerinden olan nükleus akkumbens beynin tutku ve arzu merkezini oluşturmaktadır. Para kazanma dürtüsü nükleus akkumbensi harekete geçirmektedir.

Nükleus akkumbensin (ödül sisteminin parçası) çok çalışması da aşırı riskler almaya neden olmaktadır. Diğer taraftan beynin kayıp sisteminin çalışması da stres, sıkıntı, bıkkınlık, acı hatta panikle sonuçlanmaktadır. Kayıptan kaçınmaya yönelik davranışsal önyargı eğilimi, hayal kırıklığı ve pişmanlık korkusu şeklinde kendisini göstermektedir. Bu durumda beynin amigdala çalışmaktadır (Peterson, 2012:67-68).

Görüntüleme cihazlarıyla yapılan araştırmalar, beynin insula bölgesinin, hoş olmayan bir şey görüldüğünde veya işitildiğinde parladığını belirlemiştir (Baumeister ve Tierney, 2012:153). Paulus ve diğerlerinin (2003) araştırma bulguları da risk almanın insular korteks ile ilişkili olduğunu göstermektedir. Fonksiyonel manyetik görüntüleme tekniği ile sağ insuladaki aktivitenin riskli seçimler ve cezalandırma sözkonusu olduğunda güçlendiği görülmektedir. Ayrıca insulanın aktivasyonun zarardan kaçınmak ve beş faktör kişilik özelliklerinden olan nevroitik kişilik özelliği ile de bağlantılı olduğu bulguları elde edilmiştir.

Knutson ve diğerleri (2006) yaptıkları araştırmada bireylerin satın alma kararlarında hangi sinirsel devrelerin aktive olduğunu araştırmışlardır. Bu doğrultuda fMRI kullanarak yaptıkları araştırmada kazanç beklentisinin beynin nükleus akumbensi aktive ettiği; kayıp beklentisinin, aşırı fiyatın beynin insula bölgesini aktive ettiği ve orta prefrontal korteksi de etkisiz hale getirmekte olduğu bulgusu ortaya çıkmıştır. Beynin kazanç ve kayıplar ile ilgili hangi bölgelerin aktive olduğunun bulunması ile satın alma kararlarının önceden tahmin edilebileceğini belirtmişlerdir. Bu bulgular beklenti teorisiyle tutarlılık göstermektedir.

Martino ve diğerleri (2006) fMRI ile çerçeveleme etkisini nörobiyolojik açıdan araştırmışlar ve çerçeveleme etkisinin amigdala ile bağlantılı olduğunu, bireyler arasında orbital ve medial prefrontal korteksin çerçeveleme etkisinin duyarlılığını azalttığını öne sürmektedirler.

Paranın üç özelliği deneylerin yapılmasına teşvik etmektedir. Birincisi para, zorlayıcı bir teşvik edicidir. Birçok insan onun için çalışmak zorundadır. İkincisi para, ölçeklenebilir bir teşvik edicidir, yani miktarı azaltılabilir veya artırılabilir. Üçüncüsü para, iki taraflıdır, verilebilir ve alınabilir, böylece pozitif ve negatif bir değer edinilebilir. Paranın özellikle iki taraflı olması insan araştırmalarında önemli

bir özelliktir. Çünkü araştırmacılara aynı uyaranlara karşı pozitif ve negatif teşvikleri karşılaştırabilmelerine olanak sağlamaktadır (Knutson ve Peterson, 2005:308).

Sonuç olarak parasal kayıp veya kazanç sadece finansal veya psikolojik bir sonuç değildir, aynı zamanda beyin üzerinde derin etkiler yaratan biyolojik bir değişimdir (Zweig, 2011:18).

2.2.2. Risk ve Kişilik

Literatürde risk eğilimiyle ilgili iki temel konu bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, risk almanın referans noktasına göre asimetrik olduğunu ve insanların kazançlar sözkonusu konusunu olduğunda riskten kaçan; kayıplar sözkonusu olduğunda ise risk arayan şeklinde davrandıklarını öne süren beklenti teorisiyle ilgilidir. İkincisi ise, risk almayı etkileyen bireysel farklılıklarla ilgilidir (Nicholson ve diğerleri, 2014:3-4).

Yapılan araştırmalar, bireylerin karakteristik özelliklerinin onların risk algısını ve riski üstlenme istekliliğini etkilediğini göstermektedir (Thomas ve Rajendran, 2012:116). Karar alma sürecinde belirgin bir rol oynayan duyguların da, bireylerin karakteristiklerine bağlı olduğu bilinmektedir (Slovic ve diğerleri, 2003:6). Yatırımın kendisi, her ne kadar bireysel yatırımcılar profesyonel olsa bile, güçlü duygusal tepkilere neden olan bir eylemdir (Lin, 2012:773). Bu durumda yatırımcılar o anki ruh haline göre risk alabilmektedir. İnsanların beş dakika sonra hatta birkaç saniye sonra bile duyguları değişebilmektedir. Duygularla birlikte risk alma isteği de değişmektedir. Riskler karşısındaki insanların tavrının, duygulardan neden bu kadar etkilendiği beyin üzerine yapılan çalışmalarla ortaya konmaktadır (Zweig, 2011:181).

Kişilerin değişik konularda aldıkları risk tutumlarının birbiri ile benzerlik göstermediği yine yapılan araştırmalarla ortaya konmaktadır. Buna göre bir paraşütle atlamayı göze alan biri, yatırım kararlarında son derece konservatif davranabilmektedir. Dolayısıyla insanların farklı boyutlardaki risk algılarının ve tercihlerinin değişim gösteriyor olması, risk tercihlerinin analiz edilmesini de karmaşık hale getirmektedir (Öztürk, 2011:293).

Bu doğrultuda risk alma, kişisel tercihlerin bir niteliği veya özelliği olarak, hem psikolojik hem de ekonomik açıdan geniş ölçüde araştırılmaktadır. Psikologlar, risk eğiliminin istikrarlı bir kişilik eğilimi olup olmadığını ve risk almanın sosyal ve

kişisel hayatın farklı alanları karşısında kendisini nasıl gösterdiğini araştırmaktadır. Bu nedenle risk alımı ve kişiliğin biyolojik temelleri arasında sürekli bir bağlantı belirlenmeye çalışılmaktadır (Lo ve diğerleri, 2005:353).

Venter ve Michayluk'a (2007) göre de bireylerin finansal risk toleransı istikrarlı bir kişilik özelliğidir ve finansal risk toleransının kişinin hayatı boyunca önemli ölçüde değişmesi mümkün değildir. Gigerenzer'e göre (2009:52) borsada finansal riskler alan bir kişiyle, duygusal ilişki kurarken sosyal; dağa tırmanırken fiziksel riskler alan biri aynı değildir. İnsanlar arasında her türlü riski göze alan çok az kişi vardır.

Campbell ve diğerleri (2004), narsist kişilerin diğer insanlara göre kendilerine daha fazla güvenip güvenmediklerini, bu aşırı güvenin karar almada hatalara yol açıp açmadığını ve risk almayı nasıl etkilediğini araştırmışlardır. Araştırma sonucunda narsist kişilerin kendilerine diğerlerine göre daha fazla güvendikleri fakat diğerlerine göre daha fazla risk almadıkları saptanmıştır.

Dohmen ve diğerleri (2007), riskten kaçınma, sabırsızlık ve bilişsel yetenek (beyin temelli yetenek, zeka) ve beş faktör kişilik özellikleri arasında bir ilişki olup olmadığını araştırmışlardır. Araştırma sonucunda düşük bilişsel yeteneğe sahip kişilerin daha fazla riskten kaçındıkları ve belirgin bir şekilde sabırsız kişilik özellikleri sergiledikleri ortaya çıkmıştır.

Kişilik ve risk alma üzerine yapılan çalışmalardan bir tanesi de Anic'e (2007) aittir. Anic, kişilik ve risk alma arasındaki ilişkiyi incelemek amacıyla 461 yetişkin denek üzerinde yaptığı çalışmada, kişilik ölçümü için NEO beş faktör kişilik ölçeği ile risk alımını ölçmek için de 8 soruluk bir anket düzenlemiştir. Modele, kişilik faktörleriyle birlikte cinsiyetin de önemli bir etken olabileceği düşüncesiyle cinsiyet de dahil edilmiştir.

Yüksek derecede risk almak, yüksek aşırı güven, az sürü davranışı veya düşük bir riskten kaçınma olarak açıklanabilmektedir. Eğer spesifik yatırımcılar spesifik psikolojik özelliklere sahipse yine bu yatırımcıların spesifik önyargılar gösterme olasılıkları da yüksek olmaktadır. Pasif yatırımcılar, aktif yatırımcılarla karşılaştırıldıklarında düşük risk algısına sahiptirler ve daha fazla güvenlik ihtiyacı hissetmektedirler. Araştırmalar, tezcanlı insanların daha yüksek risk algısına sahip olduğunu; coşku gibi pozitif ruh halinin, insanların yatırım seçeneklerini

değerlendirme konusunda kendi yeteneklerine güven duymalarına neden olduğunu; anksiyete gibi negatif ruh halinin de insanlarda tam tersi etkiye neden olduğunu göstermektedir (Lin, 2012:773-775).

İş dünyasında riske girme eğilimi yüksek olan yöneticiler daha çabuk karar vermekte ve karar verirken daha az bilgiye ihtiyaç duymaktadır. Bunun yanı sıra risk eğilimi düşük kişilik özelliğine sahip yöneticiler de daha geç karar vermekte ve daha fazla bilgiye ihtiyaç duymaktadırlar. Özellikle simsarlık, borsacılık mesleğinde olan kişilerin riske girme eğilimleri yüksek olan bir kişiliğe sahip olmaları onlara önemli avantajlar sağlayabilmektedir (Özkalp, 2004:58).

Diğer taraftan birçok insanın içinde başarı termostatu bulunmaktadır. Diğer bir ifade ile yatırımcılar, finansal amaçlarına ulaştıklarında motivasyonları da düşmektedir. İnsanların başarmak için zorluklara ihtiyacı vardır. Çünkü bir konuda tekrar tekrar başarılı olduğunda kayıtsızlık başlamakta ve bu kayıtsızlık da risklerin göz ardı edilmesine yol açmakta ve ani kayıplara neden olmaktadır (Peterson, 2012:164).

2.2.3. Risk ve Kültür

Bireyler ve gruplar arasındaki iletişim başarısızlıklarının veya çatışmaların nedeni algıdaki ve tercihlerdeki farklılıklardan kaynaklanmaktadır (Aktaran: Weber ve Hsee, 1998). Nisbett (2013:44-46) 20. Yüzyıl psikologlarının algısal alışkanlıkları ekonomik ve toplumsal etmenlerin etkilediğini belirtmektedir. Buna göre ekonomik güçler farklı toplumsal yapıları sürdüreceği şekilde işlediği sürece, farklı toplumsal uygulamalar ve çocuk eğitimi insanların çevredeki farklı şeylere odaklanmalarına neden olacaktır. Farklı şeylere odaklanma dünyanın doğası hakkında farklı anlayışların oluşmasını doğuracaktır. Farklı dünya anlayışları farklılaşan dikkati ve toplumsal uygulamaları pekiştirmekle birlikte algılama ve akıl yürütme süreçlerindeki farklılıkları teşvik edecektir. Bunun gibi algılanan risk de kültürler arasında farklılık gösterebilmektedir. Dolayısıyla farklı kültürler farklı bilişsel önyargılara sahip olabilmektedir.

Sosyal çevrenin insan davranışı üzerinde hatta belki de DNA'nın büyüme hormonu üretmesi üzerinde bile etkisi olduğu düşünülmektedir (Cacioppo vd.'den Aktaran Gigerenzer, 2009:52). Rubinstein'e (2008:493) göre ekonomi bir bilim değil kültürdür. Kültür ise, kabul edilen fikirlerin ve geleneklerin toplamından

oluşmaktadır. Greenspan'a (2013:225) göre kültür bir toplumun üyelerinin ortak değerlerinden oluşmakta olup erken yaşlarda toplum üyelerine aşılanmakta ve hayatın her alanına yayılmaktadır. Kültür özellikle ekonomik sistemin şekillenmesiyle ilgilidir.

Guiso ve diğerleri (2006:2) ekonomik olayların kültürel tabanlı yapılan araştırmalarla anlaşılabilceğini belirtmiştir. Bu doğrultuda kültürü sosyal grupların nesilden nesile ilettiği, değişmeden kalan etnik, dini, geleneksel inançlar ve değerler olarak tanımlamışlardır. Bunun yanı sıra Guisio ve diğerleri (2006:7) ekonomide matematiksel kapsamın ve araçların artmasının kültür gibi ölçülmesi zor olan diğer değişkenlerin dışlanması neden olduğunu belirtmiştir.

İnsanların riske karşı reaksiyonlarının altında yatan psikolojik mekanizmaların evrensel olarak kabul edilmesi, risk üzerindeki kültürel farklılıklar üzerine yapılan çalışmaların çok az sayıda olmasıyla sonuçlanmaktadır (Mercier, 2009). Kültürel yatırım tutumlarıyla ilgili yapılan araştırmaların çoğunda Batılı (Amerikalı ve Avrupalı) ve Doğulu (Çinli, Japon ve Tayvanlı) karşılaştırmasının yapıldığı görülmektedir. Güney Asyalı, Ortadoğulu, Latin Amerikalı ve Afrikalı yatırımcılarla ilgili çok az araştırma bulunmaktadır (Peterson, 2012:376). Weber ve Hsee'nin Amerikalı ve Çin katılımcıların riske karşı tutumlarını karşılaştıran çalışması, bu istisnalardan bir tanesidir (Mercier, 2009).

Hsee ve Weber (1999), risk tercihlerinde Amerikalılar ve Çinliler arasında kültürler arası farklılıkların olup olmadığını araştırmışlardır. Amerika ve Çin'i seçmelerinin nedeni ise bu iki ülkenin politik sistemlerinin, geleneksel kültürel değerlerinin birbirinden farklı ve birbirine zıt olması, aynı zamanda her iki ülkenin de uluslar arası ilişkilerde ve dünya ekonomisi üzerinde önemli derecede etkileri olmasından kaynaklanmaktadır. Hsee ve Weber yaptıkları araştırmada Çinlilerin Amerikalılara göre daha fazla risk alma eğilimi içerisinde olduklarını fakat her iki ülkenin de bunun tam tersi olduğunu varsaydıklarını belirtmişlerdir. Amerikalıların ve Çinlilerin akademik, tıp ve yatırım kararlarındaki risk tercihlerini karşılaştırdıklarında Çinlilerin Amerikalılara göre sadece yatırımlarda daha fazla risk alma eğilimi içerisinde olduklarını diğer alanlarda ise riskten kaçan şekilde eğilim gösterdiklerini saptamışlardır.

Hsee ve Weber bu durumu Hofstede'in kültürel boyutlarından olan bireysellik ve kolektivizm ile açıklamaktadırlar (Weber ve Hsee, 1998:1208). Hofstede'e göre bireysellik ve kolektivizm, bireylerin bir kültürdeki ilişkilerini tanımlamaktadır. Bireyci bir toplumda bireyler yalnızca kendilerine ve yakın akrabalarına bakarken kolektivist toplumlarda bireyler bir gruba aittirler ve sadakat karşılığında onlara bakarlar (Soares ve diğerleri, 2006:280). Bireysellikte birinin hedefi diğerlerinin hedefinden bağımsızdır. Bireysel toplumlarda iletişim düşük seviyede iken kolektivist toplumlarda iletişim yüksek seviyededir (Nieves ve Mujtaba, 2006:32). Toplumsal yaşamda her alanı etkisi altına alan bireycilik, toplumsallığın karşısında yer almakta olup bireyin haklarını toplumun haklarının üstünde gören bir siyaset ve toplum felsefesidir. Ekonomik alanda da burjuvazinin ve kapitalizmin gelişmesinde etkili olmuş, klasik liberal teorinin temelini oluşturan önemli bir unsur olmuştur (Gürel, 2011:103). Bu doğrultuda Amerika bireysel kültür olarak tanımlanırken Çin kolektivist kültür olarak tanımlanmaktadır. Kolektivist bir toplumda insanlar başlarına kötü bir şey geldiğinde kendilerini destekleyen birileri olduğuna inanırlarsa daha fazla risk alma eğilimi içerisine girebilmektedir (Mercier, 2009). Bu durumda Çinliler, parasal riski ailelerinden, arkadaşlarından destek aldıkları için daha düşük algılamaktadırlar. Dolayısıyla insanların içinde yaşadığı kültür, onların düşünce şekillerini etkilemektedir (Hens ve Wang, 2007). Diğer taraftan Batılılar olaylarda neden-sonuç ilişkisi kurmakta kendilerinden çok emin iken Çinliler o kadar emin değillerdir; çünkü onlar dünyayı basit, tekil, neden-sonuç ilişkisi olarak değil çoklu değişkenlere sahip sistemler olarak görmektedir (Earls, 2009:94). Yunanlılar başkalarına çok az danışarak ya da hiç danışmayarak ekonomik faaliyetlerini ya da diğer faaliyetlerini yürütürken, Çinliler ekonomik, toplumsal ve siyasal yaşamlarında yetkililerine, emsallerine dikkat ederek yaşamak zorundadırlar (Nisbett, 2013:42-43).

Benzer şekilde Fan ve Xiao da (2005) yaptıkları araştırmada Çinlilerin Amerikalılara göre finansal kararlarda riske karşı daha fazla toleranslı olduklarını, bunun nedenini kolektivist kültürdeki aile, arkadaş desteğiyle birlikte Çinlilerin yeterli finansal eğitime sahip olmamaları, finansal piyasada sınırlı kalmaları, Amerika'ya göre hisse senedi piyasasının yeni olması gibi nedenlere bağlamışlardır.

Weber (2013), kültürel geçmişin risk tercihleri üzerindeki etkisini araştırdığı çalışmada kültürel farklılıkların risk alma üzerinde önemli derecede etkisi olduğunu belirtmiştir. Weber, özellikle din ve milliyet açısından risk tutumlarının farklılık gösterip göstermediği sorusuna yanıt aramıştır. Araştırma sonucunda Protestanların ve ateistlerin diğer dinlere ve mezheplere göre daha az riskten kaçındıklarını, Türklerin, İtalyanların, Yunanlıların ise daha az risk eğilimi gösterebileceklerini ifade etmiştir.

Kahneman ve Tversky, beklenti teorisinde insanların referans noktasına göre kazançlar sözkonusu olduğunda riskten kaçan; kayıplar sözkonusu olduğunda risk arayan olduklarını ifade etmiştir. Fakat, beklenti teorisinde referans noktasının neye göre belirleneceği tam olarak tanımlanmamıştır. Kahneman ve Tversky referans noktasının deneyimlere, mevcut statüye ve istek seviyelerine göre belirlenebileceğini varsaymaktadır (Wang ve Fischbeck, 2004:1). Dolayısıyla bu referans noktaları kültürler arasında farklılık göstermektedir.

Levinson ve Peng (2007), davranışsal ekonomide evrensel olarak kabul edilen rasyonel ve irrasyonel davranışların kültürler arasında farklılık gösterip göstermediğini araştırmışlardır. Bu amaçla Amerika ve Çin'de yapılan araştırmada çerçeveleme etkisinin kültürler arasında farklılık gösterip göstermediği konusunda ortaya çıkan sonuç: Çinlilerin Amerikalılara göre çerçeveleme etkisinin altında daha fazla kaldıkları şeklindedir. Dolayısıyla her ülke farklı önyargılar altında kalabilmekte ve bu önyargılardan farklı seviyelerde etkilenebilmektedir.

Benzer şekilde Wang ve Fischbeck (2004) çerçeveleme etkisinin Amerika ve Çin arasında farklılık gösterip göstermediğini araştırmışlardır. Beklenti teorisinde olduğu gibi karar vericinin sağlık sigortası ile ilgili kararlarda kayıpları mı yoksa kazançları mı referans alacağı belirlenmeye çalışılmıştır. Araştırma sonucunda Çinlilerin Amerikalılara göre finansal riski daha düşük algılama eğilimi içerisinde olduğu saptanmıştır. Bu çalışmalar göz önünde bulundurulduğunda çerçeveleme etkisinin evrensel olmadığı söylenebilir.

Hofstede kültürü bireyselci ve kolektivist olarak ayırırken Markus ve Kitayama (1991:224) kültürü bağımlı (interdependent) ve bağımsız (independent) olarak ikiye ayırmışlardır. Amerika ve Batı Avrupa'nın bağımsız kültüre sahip olduğunu diğer taraftan Japonların ve diğer Asya ülkelerinin aynı zamanda Afrika,

Latin Amerika ve birçok Güney Avrupa ülkelerinin bağımlı kültüre sahip olduklarını ifade etmişlerdir. Heine ve Lehman (1995) yaptıkları araştırmada bağımsız bir kültüre sahip olan Kanadalıların bağımlı kültüre sahip olan Japonlara göre risk konusunda aşırı iyimserlik önyargısı gösterdiğini, bunun nedeninin de Japonya gibi bağımlı bir kültürde bireysel motivasyonun çok yüceltilmemesinden kaynaklandığını belirtmişlerdir.

Hilary ve Hui (2009), dinin ekonomik analizinin mikro ve makro seviyede sınıflandırılabilirliğini, mikro seviyede yapılan araştırmaların bireysel kararlara odaklanırken (evlilik, boşanma, ilaç kullanımı, suç oranı gibi); makro seviyedeki araştırmaların ekonomik büyüme ve din arasındaki ilişkiye odaklandığını belirtmiştir. Hilary ve Hui bu doğrultuda Amerika'da dinin risk almayı etkileyip etkilemediğini araştırmıştır. Araştırma sonucunda yüksek seviyede dindarlık gösteren eyaletlerde yer alan firmaların düşük seviyede riske girdikleri, sıklıkla dini kurumlara giden kişilerin de daha düşük seviyedeki riski kabul ettiklerini belirtmişlerdir.

Makro ekonomi açıdan ekonomik büyüme ile din arasındaki ilişkiyi inceleyen araştırmacılarından bir tanesi Robert J. Barro ile Rachel M. McCleary'dir. Barro ve McCleary (2003), kültürün genellikle ekonomik sonuçları dürüstlük, tutumluluk, çok çalışma istekliliği ve yabancılara açıklık gibi kişisel özelliklerin etkilediğinin düşünüldüğünü fakat dinin de kültürün önemli bir boyutu olduğunu belirtmiştir. Bu doğrultuda ekonomik büyümede kiliseye katılımın ve dini inançların etkisini uluslar arası anket verilerinden yararlanarak incelemişlerdir. Araştırma sonucunda ekonomik büyümenin cennet ve cehennem inancı ile pozitif bir ilişkisi olduğunu fakat kiliseye katılımı negatif bir ilişkisi olduğunu belirlemişlerdir.

Hess (2012) Amerika'da dinin, sosyal normların finansal kararlar üzerindeki etkisini araştırdığı çalışmasında özellikle dindarlık sosyal normlarının yüksek olduğu bölgelerde kredi skorlarının, düşük seviyede inanca sahip bölgelere oranla yüksek; kredi kart borçlanmalarının, hacizlerin ve iflasların düşük olduğunu belirlemiştir.

Sosyal olarak inşa edilen riskin doğası da risk algısını belirlemektedir. Ölçülebilir risk olasılıkları ile algılanan risk arasında genellikle farklılıklar bulunmaktadır. Bu farklılıklar diğer faktörlerin de insanların riske cevap vermelerini ve riski nasıl algıladıklarını açıklamada önemlidir. Bunun yanı sıra riskin karakteristik yapısı da algılanan riski etkilemektedir. Farklı türdeki risklere farklı

reaksiyonlar gösterilebilmektedir. Örneğin, bir insan bir aktivite konusunda gönüllü ise bu eylem onun için risk olarak görülmez veya yeni karşılaşılan bir risk, benzer tehlikelere göre farklı algılanabilir. Aynı zamanda karar vermenin psikolojik dinamikleri de önem taşımaktadır. Kalıplaşmış bir fikri, özellikle insanlar konu hakkında bilgiye sahip olduklarını hissettiklerinde, değiştirmek zor olmaktadır. İnsanlar, kolayca hatırlayabildikleri veya benzer bir tehlikeyle karşılaştıkları olaylara karşı daha fazla ağırlık verme eğiliminde olabilir. İnsanlar hayatlarında kötü sonuçlara yol açmış, istatistiksel olarak olma olasılığı düşük olan bir tehlikeye karşı aşırı dikkat gösterebilirler (Bottarill ve Mazur, 2004:15). Bütün bunlar da riskin farklı algılanmasına neden olmaktadır.

İnsan davranışlarının nasıl açıklanacağına, bu davranışların nedenlerinin neler olduğuna ve sosyal bilimler için hangi davranış teorisinin uygun olduğuna yönelik sorular, sosyal bilimler alanında yoğun bir şekilde tartışılan konulardan biridir. Sosyal bilimlerde bu soruların cevaplarına yönelik çeşitli davranış türleri belirlemektedir. Bunlardan bir tanesi de davranışın kültürel, psikolojik ve biyolojik kuvvetler tarafından açıklanabileceğidir. Buna göre bu kuvvetler sosyal etkilerden, bilişsel önyargılardan, biyolojik evrimin sonuçlarından, bir tür taklit içgüdü gibi içgüdü ürünlerinden etkilenmektedir. Antropologlar ve sosyologlar insanların amaçlarının onların kontrolü dışında kültürel, psikolojik ve kültürel faktörler tarafından belirlendiğini öne sürmektedir (Boudon, 2006:151).

2.2.4. Risk ve Demografik Özellikler

Demografik değişikliklerin bir kültürü, ekonomiyi ve politik davranışları nasıl etkilediğini öngörmek her insanın refahı için önem taşımaktadır. Birçok gelişmiş ülkede yaşlı insanların sayısı artarken, çocukların sayısı düşüş göstermektedir. Nüfusun yaşlanmasına ekonomik entegrasyonun artması, ekonomik güç dengelerinin değişmesi, yatırım akışının ve ticaretin artması eşlik etmektedir (Hayutin, 2007:12-17). Çalışanlar yaşlandıkça ve emekli oldukça, iş dünyası bilgi ve yetenek kaybıyla aynı zamanda verimliliğin azalmasıyla karşı karşıya kalabilmektedir (Strack ve diğerleri, 2008:2). Bununla birlikte yaş ilerledikçe beynin yapısında da birtakım değişiklikler meydana gelmektedir. Bu değişiklikler finansal açıdan hem faydalı hem de zararlı olabilmektedir. Örneğin kişi yaşlandıkça nevroitiklik düzeyi gerilerken sorumluluk düzeyi artabilmektedir (Peterson, 2012:371).

Mikels ve Reed (2009) çerçeveleme etkisi üzerine yapılan çalışmaların bireylerin kazançlara karşı riskten kaçan, kayıplara karşı risk arayan olduklarını göstermesine rağmen, yaşa bağlı değişikliklerin çerçeveleme duyarlılığını farklılaştırdığını öne sürmektedirler. Yaptıkları araştırmada genç yetişkinlerle yaşlı yetişkinlerin katıldığı deneyde, deneklere parasal bir kumar görevi verilmiş ve onlardan kesin seçenekte riskli kumar arasında seçim yapmalarını istemişlerdir. Araştırma sonucunda her iki grubun da kazanç çerçevesinde eşit derecede riskten kaçındığını fakat kayıp çerçevesinde genç yetişkinlerin daha fazla risk aradıklarını tespit etmişlerdir. Bu durumun yaşlı yetişkinlerin kayıp çerçevesinden daha az etkilendiklerini ortaya koyduğunu belirtmişlerdir.

Albert ve Duffy (2012) riskten kaçınmanın yaşlı yetişkinlerde mi yoksa genç yetişkinlerde mi daha fazla olduğunu araştırdıkları çalışmalarında yaşlı yetişkinlerin genç yetişkinlere oranla daha fazla riskten kaçındıklarını belirlemişlerdir. Yaş ile birlikte risk toleransının azalmasının nedenini Grable ve Lytton (1998:64) yaşlıların genç yatırımcılara göre kayıpları karşılayacak, telafi edecek daha az zamanları olmasına bağlamaktadır.

Diğer taraftan Samanez Larkin ve diğerleri (2010), finansal yatırım kararları sırasında işlevsel beyin görüntüleme tekniğini kullanarak finansal kararlarda yaş farklılıklarını araştırmışlardır. Araştırmada yaşlı yetişkinlerin genç yetişkinlere oranla riskli varlıkları seçerken optimalin altında seçimler yaptığı belirlenmiştir. Diğer bir ifade ile yaşlı yetişkinler daha fazla risk arama hatası yapmaktadır. Araştırmada bu yaşa bağlı etkinin, nükleus akumbensin çalışmasından kaynaklandığı öne sürülmüştür. Buna göre yaşa bağlı korteks altındaki eksiklikler risk almada hatalara yol açmaktadır. Bu bulgular, yaşın rasyonel finansal seçimleri engellediğini gösteren yeni bir sinirsel mekanizmayı ortaya çıkarmaktadır.

Bunun yanı sıra, geçkin dullar ve genç bekarların riske karşı tutumları da farklılık göstermektedir. Geçkin dulların finansal açıdan hatırı sayılır bir şekilde risk aldıkları, genç bekarların ise yatırımlarını yaparken korkak bir tavır sergiledikleri gözlenmektedir (Zweig, 2011:178).

Diğer taraftan Yao ve Hanna'nın (2005), medeni durumun ve cinsiyetin risk algısı üzerindeki etkisini araştırdıkları çalışmalarında, risk algısının bekar erkeklerde

evli erkeklere göre evli olmayan kadınlarda evli kadınlara göre ve evli erkeklerde evli kadınlara göre daha yüksek olduğu belirlenmiştir.

Harris ve diğerleri (2006), 389 kadın ve 268 erkekten oluşan 657 kişi üzerinde kadın ve erkekler arasındaki risk algısını ölçmek amacıyla yaptıkları çalışmada riskli kumar, sağlık, rekreasyon ve sosyal olmak üzere dört farklı alanda incelemişlerdir. Araştırma bulgularında erkeklerin kadınlara oranla daha fazla risk aldıkları belirlenmiştir. Benzer bir çalışma yine Weber ve diğerleri (2002) tarafından gerçekleştirilmiştir. Finansal, sağlık/güvenlik, rekreasyon, etiksel, sosyal olmak üzere beş alan açısından riskin incelendiği çalışmada kadınlar, sosyal risk dışında tüm alanlarda riskten kaçınma tavrı sergilemişlerdir.

Barber ve Odean (2001) yaptıkları çalışmada erkeklerin kadınlara oranla daha riskli yatırımları tercih ettiklerini, genç ve bekar olanlarla varlıklı olanların yatırımlar konusunda risk almada daha fazla istekli olduklarını ortaya koymuşlardır.

Sung ve Hanna (1996) cinsiyet, medeni durum, etnik grup ve eğitim gibi demografik faktörlerin riskin doğasını anlamada farklılıklar yaratıp yaratmadığını araştırmıştır. Araştırmada eğitim seviyesi yüksek olan kişilerin risk algısının yüksek olduğu, bayanlarda düşük olduğu, İspanyol ırkından olmayan beyazların siyahlara veya İspanyollara göre daha yüksek risk toleransına sahip olduğu, yaş ve risk toleransı arasında ise bir ilişkinin bulunmadığı belirlenmiştir.

Canli ve diğerleri (2002) yaptıkları çalışmada cinsiyet farklılığının bellek üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Yaptıkları deneyde kadın ve erkeklere duygusal açıdan negatif resimlerle (kesik vücut gibi) nötr resimler gösterilmiştir. Bu resimler gösterilirken kadın ve erkeklerin beyin faaliyetleri izlenmiştir. Hafıza testinden üç hafta sonra yüksek duygusallık içeren negatif resimlerin kadınlar tarafından erkeklere göre daha iyi hatırlandığı, kadın ve erkeklerin farklı nöral devrelerinin aktive olduğu gözlenmiştir. Erkeklerin beyin faaliyetlerinde amigdalanın sol tarafının aktive olurken kadınlarda amigdalanın sağ tarafının aktive olduğu gözlenmiştir. Peterson (2012:367) bu araştırmadan finansal yatırımlarla ilgili şu sonuçların çıkarılabileceğini ifade etmektedir: Piyasalarda para kaybeden kadınlar yatırımla ilgili olumsuz anılarını unutmamaktadır. Bu sebeple bir ayı piyasasından sonra paralarını tekrar yatırıma yöneltmeyebilirler. Erkekler ise olumsuz duygulardan sonra

kendilerini daha kolay toparlayabilir ve tekrar boğa piyasasında kaybettiklerini geri almaya yönelebilirler.

Zweig (2011:203), yatırımlarının toplam değerinin 75 bin doların altında olan küçük yatırımcıların tercih ettiği hisse senetlerini, piyango biletlerine benzetmektedir. Küçük yatırımcının, küçük bir maliyet karşılığında servet kazanma olasılığı düşük fakat kaybetme riskinin yüksek olduğu bir yatırım seçeneğini seçtiğini ifade etmektedir. Diğer taraftan kişilerin yaş veya dönemler itibari ile maddi imkanlarının da farklılık göstermesi farklı risk çerçevelerinde hareket etmelerine yol açmaktadır. Bu durum da yatırımcıya en uygun yatırım tavsiyesi vermede zorluk yaratmaktadır (Öztürkkal, 2011:293).

Finansal okur-yazarlık, finansal olayları anlamak ve finansal bilgiye sahip olmak şeklinde tanımlanabilir. Finansal okur-yazarlık, bireysel finans konularıyla bağlantılı olarak kullanılmaktadır. Bireylerin gayrimenkul, sigorta, yatırım, tasarruf, emeklilik, vergi planlaması gibi konulara ilişkin kararları finansal bilgiyi gerektirmektedir. Aynı zamanda finansal planlama, bileşik faiz, tüketici hakları, paranın zaman değeri, avantajlı tasarruf yöntemleri gibi finansal konularda da bilgi sahibi olmayı içermektedir. Finansal okur-yazarlığın yokluğu zayıf finansal kararların verilmesine yol açarak bireylerin finansal sağlığına olumsuz etkilerde bulunabilmektedir (Investopedia, 2014).

Arnold ve diğerleri (2009), profesyonel ve profesyonel olmayan yatırımcıların karar alma süreçlerini araştırdıkları çalışmalarında yatırımcıların riskli kararlarının edindikleri veya kullandıkları bilgi ile ilişkili olduğunu, profesyonel yatırımcıların daha farklı bilgi alanlarını kullandıklarını ve bilgiyi analiz etmek için daha fazla zaman ayırdıklarını bu nedenle de daha iyi tahminlerde bulunarak kararlar aldıklarını belirlemişlerdir.

Diğer taraftan Jagongo ve Mutswenje (2014:92), yatırımcının yatırım yapmadan önce hisse senedi hakkında ne kadar araştırma yapıp bilgi edinmiş olsa da gelecekte karşılaşılabileceği kayıp korkusunun onun irrasyonel davranmasına neden olabileceğini belirtmektedir.

Wang (2009), yaptığı araştırmayla yatırımcılar için objektif bilginin, subjektif bilginin ve risk almanın birbirleriyle yüksek derecede bağlantılı olduğunu göstermeye çalışmıştır. Araştırmada subjektif bilgi, yatırımcıların bilgilerine

inanmaları konusunda kendilerini rahatlatmaları anlamında kullanılırken, objektif bilgi edinilen bilgileri kullanarak, etkili müzakere yoluyla yeni bilgi edinmeyi kolaylaştırmak anlamında kullanılmıştır. Özellikle cinsiyetin yatırımcıların objektif, subjektif bilgi seviyesini ve risk almayı farklılaştırdığını, bunun yanı sıra yatırımcıların risk almada subjektif bilgilerinin objektif bilgilerini yönlendirdiğini belirtmişlerdir.

Hallahan ve diğerleri (2004) finansal risk toleransı ile demografik özellikler (yaş, cinsiyet, medeni durum, gelir ve servet durumu) arasındaki ilişkiyi araştırdıkları çalışmalarında, erkeklerin, genç, eğitilmiş, varlıklı ve yüksek kazançta sahip olanların ve bekarların riske karşı daha fazla toleranslı olduklarını belirlemiştir.

Diğer taraftan araştırmacılar arasında finansal risk toleransının yaş, cinsiyet, gelir, eğitim vb. faktörler tarafından etkilendiği konusunda hem fikir sağlanmış olsa da finansal risk toleransının zamanla değişip değişmediği ve hangi faktörlerin bu değişimi etkilediğine yönelik sorusu sorulmamıştır. Bu amaçla Venter ve Michayluk (2007), beş yıl içinde bireylerin finansal risk toleranslarının değişip değişmediğini araştırmışlardır. Araştırma sonuçları zamanla bireylerin finansal risk toleranslarında küçük bir değişiklik olduğunu göstermektedir.

2.3. Finansal Kişilik ve Kişilik Psikolojisi

Bu bölümde finansal kişiliğin anlaşılabilmesi öncelikle kişilik psikolojisine, kişiliğin tanımına değinilecektir. Birçok kişilik kuramı olmakla birlikte bu çalışmada Ayrıcı özellikler kuramı içerisinde yer alan Beş faktör kişilik kuramı üzerinde durulacaktır. Daha sonra finansal kişilik konusunda bilgi verilecektir.

2.3.1. Kişilik Psikolojisi

Her yatırım davranışı duygu ve düşüncelerden etkilendiği için psikoloji içermektedir. Birçok yatırımcı, yatırım kararıyla sonuçlanan bilinçli düşüncelerinin farkında olsa da bilinçli olmayan duygularının veya bilişsel hatalarının farkında değildir. Literatürde psikoloji, karar verme süreciyle ilgili önemli araştırmalar içermektedir. Bu nedenle yatırımcı psikolojisini anlamak, sağlıklı yatırım kararlarının verilmesinde yardımcı olacaktır. Bunun yanı sıra yatırımcılar, yatırım konusunda her ne kadar yeterli bilgiye sahip olsa da ya da ne kadar çok çalışsa da, yatırımcıların öz değerlendirme yapması gerekmektedir. Bu sayede yatırımcılar hem

kendilerine kazanç getiren en uygun yatırım kombinasyonlarını seçecekler hem de güçlü yanlarının farkında olup bu yönlerini daha da güçlendirecek, zayıf yanlarını da düzeltebilecek veya en aza indirebileceklerdir (Gandevani, 2002:24-30).

Psikoloji, zihin ve davranış mekanizmalarının anlaşılmasına yönelik en kapsamlı zihin kuramlarından biridir. Psikolojinin başlangıcı 1879 yılı olarak kabul edilmektedir. Bu tarih Wilhelm Wundt'un, Leipzig'de psikoloji laboratuvarını kurduğu yıldır. Psikolojiye ilişkin düşüncelerin kökeni Aristo'ya dayanmakla birlikte psikolojinin ne zaman bağımsız bir disiplin olduğu tam olarak belli değildir. Aristo'dan sonra René Descartes, John Locke gibi felsefecilerle 19. yüzyılın fizyolog, fizikçi ve matematikçileri psikolojinin kökenlerinin oluşmasına katkıda bulunmuşlardır (Kutlu, 2011:26).

Davranış ve zihinsel süreçlerini inceleyen psikolojinin dört hedefi vardır (St Clements, 2013:8):

1. **Tanımlamak:** Organizmanın davranışlarını ve zihinsel süreçlerini tanımlamak
2. **Açıklamak:** Davranışların sebeplerini açıklamak.
3. **Önceden Kestirmek:** Organizmanın belli şartlar altında nasıl davranacağını önceden kestirmek.
4. **Kontrol etmek:** Organizmanın davranışlarını ve zihinsel süreçlerini kontrol etmek.

Kişilik psikolojisi, sosyal bilimlerde 1930'lu yıllarda tanımlanabilir bir disiplin haline gelmiştir (Mc Adams, 1997:4). Cloninger de kişiliğin bilimsel olarak kabul edilmesinin 1937 yılına kadar dayandığını belirtmektedir. Bu dönemde Gordon Allport'ın "*Kişilik: Psikolojik Bir Yorumlama*" adlı kitabı ile Ross Stanger'in "*Kişilik Psikolojisi*" ve Henry Murray'ın 1938 "*Kişilik İncelemeleri*" adlı kitabının yayınlanmasıyla beraber kişilik konusu önem kazanmıştır (Cloninger, 2009:3).

Kişilik psikolojisinin tarihsel seyri incelendiğinde 1960'ların ortalarında kişilik psikolojisi, akademik psikolojide güvenilirlik açısından büyük bir kriz geçirmiştir. 1970'lerde ve 1980'lerde psikoloji okuyanlara psikoloji diye bir şeyin olmadığı dolayısıyla kişilik değerlendirmesinin yapılamayacağı söylenmiştir. 1990'lardan itibaren ise kişilik psikolojisinin yeniden bir doğuş hatta rönesans yaşadığı söylenebilir (Hogan, 2009:35). Kişilik psikolojinin yeniden doğuşu aslında

iş dünyasından gelen talepler ve yasalar sonucunda gerçekleşmiştir. Özellikle ABD Yurttaş Hakları Yasası'nın VIII. Maddesinin işe alımlarda ayrımcılığı yasaklaması ve 1972'de İstihdamda Fırsat Eşitliği Komisyonu'na Yurttaş Hakları Yasası'nı uygulama yetkisi verilmesi ile işe almadaki ayrımcılık uygulamalarının önüne geçilmiştir. Bunun nedeni de bu dönemde çoğu işverenin erkeklerin alındığı işlerde kadınları devredışı bırakmak için fiziksel beceri testleri yapması, ayrıca beyazların yaptığı işlerden siyahları uzak tutmak için bilişsel yetenek (IQ) testlerinin yapılması alternatif seçim yöntemlerinin geliştirilmesine neden olmuştur (Hogan, 2009:46-47).

Bunun yanı sıra Borghans ve diğerleri (2008), kişiliğin birçok açıdan bilişsel yetenekten (zeka) etkilendiğini, bilişsel yeteneklerin de kişiliğe bağlı olduğunu öne sürmektedirler. Öte yandan kişilik testlerinin bireysel farklılıkları belirlediğini, zeka testlerinin ise özel bir görevdeki performansı tahmin etmek üzere düzenlendiklerini belirtmişlerdir.

Kişilik psikolojisi kişilik gelişimi, değişimi, değerlendirme ve anormal davranışları incelemektedir (St Clements, 2013:15). İnsan doğasının niteliğini araştıran kişilik psikolojisi üç soruya yanıt aramaktadır (Hogan, 2009:15):

1. İnsanlar birbirine hangi açıdan ve nasıl benzemektedir?
2. İnsanlar hangi açıdan ve nasıl birbirlerinden farklıdır?
3. Birey neyi neden yapmaktadır?

2.3.2. Kişilik Tanımı

İnsanlar, dünyaya yalnızca farklı şekil ve boyutta gelmezler, aynı zamanda oldukça karmaşık bir yapıya sahip olarak gelmektedirler (Hjelle ve Ziegler, 1992). Bireyler, zorlukların üstesinden gelme, tecrübelerden ders çıkarma, çevreye uyum sağlama, karmaşık fikirleri anlama gibi yetenekleri diğer bir ifade ile zekaları açısından da farklılık göstermektedir (Neisser ve diğerleri, 1996:77). Dünyada yaşayan beş milyardan fazla insanın ikisi bile tam anlamıyla birbiriyle benzerlik göstermemektedir. Kültürel açıdan bakıldığında da insanların yaşam tarzları, değerleri ve istekleri büyük farklılık göstermektedir. İnsanlar arasında olan bu farklılıklar, insan ırkının bir üyesi olarak ortak paydanın ne olduğunu tanımlamayı zorlaştırmaktadır. Astroloji, teoloji, felsefe, edebiyat fen bilimleri insan doğasının ve davranışlarının karmaşıklığını anlamak için çeşitli bakış açıları geliştirmektedir.

Gelecekteki insan hayatının kalitesi, insan doğasının anlaşılmasına bağlıdır. Psikoloji de bu çaba içerisinde. Kişilik psikolojisinin temel amacı insanların davranışlarının nedenlerini bilimsel ve ampirik açıdan açıklamaktır. İkinci amacı ise insanların hayatlarını daha tatminkâr bir şekilde yaşamalarına yardımcı olmaktır. Kişilik psikolojisi, klinik psikoloji ile karıştırılmamalıdır. Çünkü kişilik psikolojisi anormal fonksiyonlardan ziyade normal insan davranışlarına odaklanmaktadır. Hepsinden ötesi kişilik psikolojisi psikolojinin içerisindeki diğer disiplinlerden farklı olarak insanlardaki bireysel farklılıklara odaklanmaktadır. İnsan davranışlarındaki benzerlikleri tanımlamasına rağmen öncelikle insanlar neden ve nasıl diğer insanlardan farklılık göstermektedir sorusunu açıklamaya çalışmaktadır (Hjelle ve Ziegler, 1992).

Kişiliğin sözcük olarak çok sık kullanılmasına ve bilimsel olarak incelenmesine ve açıklanmasına yönelik farklı yaklaşımların sözkonusu olmasına rağmen, psikologlar arasında üzerinde anlaşmaya varılmış ortak bir tanım bulunmamaktadır. Psikolojinin bir altsalı olan kişiliğin nasıl tanımlanacağı ve hangi konuları kapsayacağı konusunda psikologlar arasında tartışma sözkonusudur. Kişilik günlük dilde “değerlendirici” ve “betimleyici” nitelik taşımaktadır. Değerlendirici nitelik, diğer insanların bizim üzerimizde bıraktığı izlenimi aktarmada kullanılmaktadır. Kişinin birlikte olunmak istenebilecek, etkileşime girilmek istenilecek özelliğini ifade etmektedir. Betimleyici anlamda kişilik bir sıfatla kullanılmaktadır. Bu sıfat da sözü edilen kişinin en göze çarpan özelliğini ifade etmektedir: Bir kişinin saldırgan bir kişiliği veya uyumlu bir kişiliği olduğunun söylenmesi gibi. Kişilik psikolojisi açısından ise kişilik sözcüğü günlük dildeki anlamından daha kapsamlı ve farklı bir şekilde kullanılmaktadır. Fakat bu kapsamlı tanımların içeriği konusunda fikir birliği bulunmamaktadır (Yazgan İnanç ve Yerlikaya, 2013:2).

Hogan da benzer şekilde günlük dilde kişilik sözcüğünün iki anlamı bulunduğunu belirtmektedir. Biri, bireyin gözünden kendi kişiliği; diğer bir ifade ile içeriden görülen kişilik; diğeri ise gözlemcinin gözünden kişilik, diğer bir ifade başkalarının kişiyi nasıl gördüğünü ifade etmektedir. Bireyin gözünden kişiliğe *kimlik*, gözlemcinin gözünden kişiliğe de *itibar* denmektedir. Her bireyin kimliği, o kişinin psikolojik varoluşunun çekirdeğini oluşturan dipteki sağlam kaya gibidir.

Fakat insanların işe alınmasını, işten atılmasını, borç para almasını belirleyen itibarlarıdır (Hogan, 2009:24-26).

Kişilik, bireyin belirgin, değişmeyen ve tutarlı olan özelliklerini ifade etmekle birlikte dinamik, her zaman hareket halinde olan, sürekli ve kararlı bir yapıya sahiptir. İnsana ait özelliklerin bazıları başkalarında da görülebilirken; bazıları sadece bireye aittir. Psikolojik olarak kişilik söz konusu olduğunda, bir insanın belirli özellikleri anlatılmak istenmektedir. Fakat davranışsal açıdan kişilik, bir kişinin zihinsel, bedensel ve ruhsal özelliklerinde görülen farklılıkları ifade etmektedir. Bu bağlamda kişilik farklılığı, insanların taşıdığı özelliklerinin farklılığını ifade etmektedir. Dolayısıyla yeryüzündeki hiç bir insan zihinsel, bedensel, ruhsal ve fiziksel bakımdan birbirinin aynı değildir (Aytaç, 2001).

Kişilik, bireyi diğer insanlardan ayıran, bireyin doğuştan sahip olduğu ve sonradan kazandığı özelliklerin bütünüdür. İnsanların duyguları, yetenekleri, güdüleri, mizacı (huyu), sosyal, fiziksel-psikomotor ve bilişsel özellikleri, karakteri ve değerleri, inançları, tutumları, görüşleri vb. tüm özellikler kişiliği oluşturmakta olup insan davranışlarının tüm yönlerini kapsayan bir kavramdır (Senemoğlu, 2012:72). Bunun yanı sıra kişilik bir insanın iş seçiminden karşı cins ile ilişkisine kadar tüm hayatını etkilemektedir. Bu yüzden kişiliği tanımlamak bireylere rehberlik etmesi açısından da önem taşımaktadır (Karaman ve diğerleri, 2010:2357).

Zel'e göre (2011:12) kişilik geçmişin, mevcut zamanın ve geleceğin oluşturduğu bir bütündür. Buna göre kişilik, geçmişin izleri, mevcut zamanın uygulamaları ve geleceğin temel eğilimi ile oluşmaktadır. Bu durumda kişilik, bireyin yaşam süreci içindeki alışkanlıkları ve özelliklerinin davranışlarına yansıyan gözlemlenebilir yönü olarak görülebilir.

Hasanoğlu'na göre (2009:161) kişilik, bireyin iç ve dış çevresiyle kurduğu, onu diğer bireylerden ayıran, tutarlı ve yapılaşmış bir ilişki biçimidir. Kişilik ne tek başına biyolojiye indirgenebilir ne de sadece toplumun ürettiği bir varlık olarak kabul edilebilir. Bu bağlamda kişilik biyolojiyle toplumun hem çatışmasından hem de işbirliğinden ortaya çıkmıştır.

Bunun yanı sıra Allık ve McCrae (2004) kişilik özellikleri ile coğrafi ilişkileri inceledikleri çalışmalarında, coğrafi açıdan birbirine yakın kültürlerin benzer kişilik profili gösterdiğini, kültürün, geleneklerin, inançların kişilik gelişimini

etkileyebileceğini öne sürmüşlerdir. Örneğin Avrupa ve Amerikan kültürü ile Asya ve Afrika kültürlerinde kişilik özelliklerinin birbirlerinden farklı olduğunu, Avrupa ve Amerika'da dışa dönüklük ve deneyime açıklık yüksek iken uyumluluk kişilik boyutunun düşük seviyede olduğunu belirlemişlerdir. Diğer taraftan Asya ve Afrika kültürünün ise içedönük, geleneksel ve uyumlu oldukları tespit edilmiştir.

Biyolojinin kişiliği etkilediği fikri eski Yunanlılara kadar dayanmaktadır. Birçok kişilik teorisyeni de biyolojinin kişilik üzerindeki etkisini kabul etmektedir. Hatta bu varsayım bilimsel verilerin olmadığı dönemde bile kabul edilmiştir. Daha sonra nörobilimde gerçekleştirilen araştırmalar kişilik teorisyenlerine, bireylerdeki kişisel farklılıklarının altında yatan biyolojik mekanizmaları tanımlamalarına olanak sağlamıştır (Cloninger, 2009:12-13). Beş faktör kişilik özellikleri ile genler arasındaki ilişkiyi araştıran Bouchard da (2004) genlerin kişilik özelliklerini etkilediğini, bu oranın %40 ile %50 arasında olduğunu belirtmektedir. Caspi ve diğerleri (2003) yapmış olduğu araştırmada stresli hayat şartlarının bazı insanlarda depresyona yol açarken bazı insanlarda yol açmadığını, depresyona maruz kalmanın taşınan genlerle alakalı olduğunu belirlemiştir.

Bunun yanı sıra zeka ve kişilik özellikleri arasındaki ilişkiye değinen Borghans ve diğerleri (2008:6) sorumluluk gibi bazı kişilik özelliklerinin, monoton bir şekilde çocukluktan yetişkinliğe gelişme gösterdiğini, 50 ile 70 yaş arasında sabit kaldığını öne sürmüşler. Zekanın ise çocukluk döneminde hızlı bir şekilde gelişmekte olup ergenlik döneminde zirveye ulaştığını daha sonra da yavaşça düşüş gösterdiğini öne sürmüşlerdir.

Her insan belli durumlarda önceden tahmin edilebilen belli tutumlar takınmakta olup kendine özgü davranışlar sergilemektedir. Cimri olarak bilinen bir kişi her durumda eli sıkı bir tavır sergileyecektir ya da kuşkucu olarak bilinen bir kişi her yeni duruma karşı kuşkuyla yaklaşacaktır. Dolayısıyla kişilik insanın duygu, tutum ve davranışlarının örgütlenmiş, kalıplaşmış, alışkanlık haline gelmiş bütünüdür. Kişiliğin çekirdekleri yaşamın ilk yıllarında atılmakta, altıncı yaşta ana çizgileri belirlenmekte, son biçimini alması ise gençlik çağının sonuna doğru gerçekleşmektedir. Kişilik çizgileri uzun sürede biçimlendiği için kolay değişmemektedir (Yörükoğlu, 1993:81).

Mizaç ise insanların duygusal hayatının özelliklerini oluşturan ruh halidir ve doğuştan gelen bir veridir, yaşamın gelişim seyriinde itici kuvvet olan kalıtsal piyangoğun bir parçasıdır (Goleman, 2012:283). Kişiliğin doğuştan gelen bir parçası olan mizaç, kişiliğin üzerine inşa edilen temeldir, kişiliğin belki de en değişmez parçasıdır. İnsanların yaşadıklarını nasıl yorumlayacağını ve davranacağını etkilemekte ve başkalarının gözünde itibarın nasıl oluşacağını belirlemektedir (Hogan, 2009:26-27). Yapılan araştırmalara göre, insanlarda kişilik özelliklerinin sayısı sınırsız olsa da insan mizacının yer aldığı boyutların sayısı oldukça azdır (Buss & Plomin'den Aktaran: Burger, 2006:352).

Kişiliğin nasıl geliştiğini anlamaya yönelik çeşitli kuram ve ekoller bulunmaktadır. Buna göre kişiliği açıklayan altı genel yaklaşım bulunmaktadır. (Burger, 2006:24-25; Kleinman, 2014:207):

- Kişilerarası farklılıklara dikkat çeken **Ayrırcı Özellik Yaklaşımı**,
- Erken dönem deneyimlere ve bilinçdışına vurgu yapan **Psikanalitik Yaklaşım** (Sigmund Freud, Carl Jung, Alfred Adler, Erik Erikson ve Erich Fromm, bu yaklaşımın savunucularıdır),
- Özgür irade ve bireysel tecrübeleri ön plana alan **Hümanist (insancıl) Yaklaşım** (Carl Rogers, Abraham Maslow, Mark May ve George Kelly, bu yaklaşımın savunucularıdır),
- Birey ve çevresiyle olan ilişkilerin kişiliğin gelişimine yol açtığını öne süren **Davranışsal/Sosyal Öğrenme Yaklaşımı** (klasik ve edimsel koşullanma gibi, bu yaklaşımın savunucuları B. F. Skinner, Julian Rotter, Albert Bandura ve Walter Mischel),
- **Biyolojik yaklaşım**,
- **Bilişsel Yaklaşım**dır.

Kişilik kuramlarının her biri, bu altı yaklaşımdan birine yerleştirilebilmektedir. Her bir yaklaşım insan kişiliğinin önemli bir boyutunu doğru bir biçimde belirlemekte ve incelemektedir. Psikanalitik yaklaşım, insanların davranış farklılığını bilinçaltının sorumlu olduğunu söylemektedir. Ayrırcı özellik yaklaşımı kişinin ayrırcı özellikler yelpazesini oluşturan türlü kişilik özelliklerinden bazılarına sahip olduğunu savunmaktadır. Biyolojik yaklaşım kişilikteki bireysel

farklılıkları açıklamak için kalıtsal eğilimlere ve fizyolojik süreçlere dikkat çekmektedir. Buna tepki gösteren insancıl yaklaşım, kişilik farklarının ana nedeni olarak kişisel sorumluluk ve kendini onaylama duygusunu göstermektedir. Davranışsal/sosyal öğrenme yaklaşımı tutarlı davranış kalıplarını koşullanma ve beklentilerin sonucu olarak açıklamaktadır. Bilişsel yaklaşım, insanların davranışlarındaki farklılıkları açıklamak için bilgiyi işlem yöntemlerindeki farklılıkları incelemektedir (Burger, 2006:24-25).

Bu çalışmada beş faktör kişilik modelinin kökeni ayırıcı özellik yaklaşımına dayandığından dolayı, konuyla ilgili olması açısından ayırıcı özellik yaklaşımı üzerinde durulacaktır.

2.3.3. Ayırıcı Özellikler Kuramı

Antik düşünürler dört temel element olarak nitelendirilen hava, ateş, toprak ve suyun baskın etkisine ve bunların sırasıyla kuruluk, sıcaklık, soğukluk ve nemlilik özelliklerine dayanarak farklı kişilik tipleri belirlemişlerdir. Sonraki kuramlarda hava, ateş, toprak ve su elementleri sarı safra, kan, pıhtı ve kara safrayla ilişkilendirilmiş ve hastalıkların da sözkonusu bu dört bedensel salgının birinde veya birkaçında meydana gelen dengesizlikten kaynaklandığına inanılmıştır. Aynı zamanda salgı kuramı kişilik değerlendirmesinin ilk yöntemlerinden biri olmuştur. İnsanların kişiliklerinin değerlendirilmesinde günümüzde de salgı kuramının terimlerinin kullanıldığı görülmektedir. Heyecanlı insanlar için “tez canlı”, kötümserler için” karamsar”, özgüvenli insanlar için “kanlı canlı” ve duyarsızlar için ise “ağırkanlı” terimleri kullanılmaktadır (Restak, 2014:9).

Beş faktör kişilik modelinin kökeni Sir Francis Galton tarafından öne sürülen sözlük hipotezine dayanmaktadır. Galton, insanların birbirleriyle olan etkileşimlerinde birbirlerinden olan farklılıklarını en iyi kodlayan aracın dil olduğunu düşünmüştür. Böylece Galton, insan davranışlarını ve kişilik özelliklerini tanımlayan kelimelerin sayısını değerlendirmek için sözlüğe başvuran ilk bilim adamı olmuştur (Gandevani, 2002:53). İlk kişilik psikolojisi dersini Amerikan Üniversitesi’nde veren ise Gordon Willard Allport’tur. Allport, ayırıcı özellik yaklaşımının ilk kuramcılarında olup iki insanın hiçbir zaman birbirine tıpatıp benzemeyeceğini ifade etmektedir (Burger, 2006:234; Yazgan İnanç ve Yerlikaya, 2013:246; Hjelle ve

Ziegler, 1992:9). Allport'un teorileri temel olarak klinik tecrübelerden ziyade akademik psikolojiye dayanmaktadır (Thetford ve Walsh, 1985: 461).

Ayrımcı özellik, bir bireyin belirli bir kişilik özelliğini ne ölçüde sergilediğine yönelik kişiyi sınıflandıran bir kişilik boyutu olarak tanımlanmaktadır. Bu amaçla insanların neye benzediğini açıklamak için kavramlar önerilmektedir. Bunun için de kişisel "özellik" anlamına gelen "trait" kavramı kullanılmaktadır (Aytaç, 2001). İnsanlar bu özellikleri doğuştan miras almamışlardır. İnsanların sahip olduğu özellikler genetik yaratılışla çevresel fırsatlar arasındaki karmaşık etkileşimin sonucudur. Özellikler, genetik eğilimlerle beraber, alışkanlıkları, motivasyonları, duyguları, hisleri içermektedir (Gandevani, 2002:53).

Allport, kişilik özelliğini ifade eden kelimeleri bir sözlük üzerinden çalıştı ve 4500'ün üzerinde kelimededen oluşan bir liste elde etti. Allport bu özellikleri daha sonra üç kategoriye ayırmıştır (Kleinman, 2014:208):

a. Kardinal Özellikler: Bireyin tüm kişiliğini ifade ve kontrol eden çok nadir özelliklerdir ve kişinin kendisiyle eşanamlı gibidirler. Bu özellikler İsa gibi olma, narsist olma ve Makyavelci olma gibi özellikler içermektedir.

b. Merkezi Özellikler: Dostluk, nezaket, dürüstlük gibi genel özellikleri içermektedir.

c. İkincil Özellikler: Belli koşul ve durumlarda ortaya çıkan özelliklerdir: Konuşma yapacak kişinin gergin ve sinirli olması gibi.

Ayrımcı özellik kuramına göre kişilik özellikleri zaman içinde değişmemektedir. Yapılan araştırmalar da bir insanın kişilik özelliklerinin elli yaşına kadar tutarlılık gösterdiğini, elli yaşından sonra da değişmediğini göstermektedir (Roberts ve DelVecchio, 2000; Yazgan İnanç ve Yerlikaya, 2013:246-247). Kişilik özelliklerinin sürekli ve kararlı olması, bireye özgü niteliklerin belirlenebilmesine ve ölçülebilmesine olanak sağlamaktadır. Böylece bireyler için sakin, atak, uyumlu gibi değerlendirmeler yapılabilmektedir (Aytaç, 2001).

Diğer taraftan bazı psikologlar bu varsayıma katılmamaktadır. Özellikle davranışçı psikologlara göre insanların davranışlarını durum ve koşullar belirlemektedir (Hogan, 2009:32). Ayrımcı özellik kuramı ise kişilik özelliklerinin durumlara göre de kararlılık gösterdiğini öne sürmekte olup insanların davranışlarının altında yatan nedenlerden ziyade kişiliği tanımlamaya ve davranışı

kestirmeye çalışmaktadır. Bununla birlikte Allport ayırıcı özelliklerin sinir sistemindeki fiziksel unsurlardan kaynaklandığını, bir gün bilim adamlarının nörolojik yapıları inceleyerek insanların kişilik özelliklerini belirleyebileceğini de öne sürmüştür (Burger, 2006:235-239).

Ayırıcı özellik kuramcılarında bir diğeri de Henry Murray'dır. Murray, psikoloji alanını tanımlamak için kişilik çalışmalarında "kişilikbilimi" (personoloji) kavramını kullanmıştır. Murray her zaman disiplinlerarası kişilik çalışmalarını savunmuş ve kişiliğin psikolojik gereksinimlerine odaklanmıştır. Bu gereksinimlerin de bilinçaltında yer aldığını öne sürmüştür. Murray psikanalitik kavramını akademik psikolojiye getiren ilk kişilik teorisyenlerinin arasındadır. İlk başlarda Gustav Jung'un etkisiyle psikolojiyle ilgilenmiş fakat daha sonra düşüncelerinde Freud'un etkisi daha açık hale gelmiştir (Thetford ve Walsh, 1985:463; Bugar, 2006:246).

Gordon Allport ve Henry Murray ile birlikte kişilik üzerine çalışmalar yürüten Raymond Cattell, Allport'un 4500'den fazla özellik içeren listesini 171 özelliğe toplamış ve bu özellikleri kullanarak çok geniş bir örneklem üzerinde anket düzenlemiştir. Cattell, temel kişilik özellikleri sayısını en aza indirmek için faktör analizi denilen istatistiksel bir yöntem kullanmıştır. Daha sonra Cattell toplam 16 kişilik özelliği belirleyerek bu özelliklerin tüm kişiliklerin kaynağı olduğunu ve her insanın bu özellikleri farklı oranlarda taşıdığı sonucuna varmıştır (Yazgan İnanç ve Yerlikaya, 2013:262, Kleinman, 2014:208).

Psikolog Hans Jürgen Eysenck, 1947'de diğer kişilik kuramlarından bağımsız bir kişilik kuramı ortaya koymuştur. Kuram bütün insanların üç ortak özelliği paylaştığı fikrine dayanmaktadır. Eysenck'in kuramında Nevrotizme (neuroticism) karşı duygusal istikrar, içe dönüklüğe karşı dışa dönüklük (extraversion/introversion) ve psikotizm (psychoticism) olmak üzere üç kişilik boyutu bulunmaktadır (Digman, 1990:428; Kleinman, 2014:210).

Kişilik kuramcılarının Cattell'in kuramında çok fazla sayıda özellik maddesinin bulunması, Eysenck'in kuramında ise çok az sayıda özellik maddesinin bulunması gerekçesiyle Beş Faktör Kişilik Kuramı'nı kabul etmektedirler (Kleinman, 2014:210). Bu sebeple bu çalışmada da Beş Faktör Kişilik Kuramı temel alınacaktır.

2.3.4. Beş Faktör Kişilik Kuramı

Kişiliğin ne olduğunu açıklamak için oluşturulan yaklaşımların hepsi bir kuramla başlamaktadır (Burger, 2006:35). Kuram sözcüğü, genellikle anlamı tam kavranmadan, çoğunlukla yanlış bir biçimde kullanılan ya da anlaşılan sözcüklerden biridir. Bilimsel yöntem açısından kuramlar, araştırmalar yapmaya ve elde edilen gözlemleri organize etmeye yarayan araçlar olarak kabul edilmektedir. Kuram, gerçeklik hakkında doğru ya da yanlış olup olmadığı bilinmeyen, kanıtlanmamış bir tahmin şeklinde de tanımlanabilmektedir. Bu bağlamda kuramlar, daha kesin bir bilgiye sahip olunmadığı durumlarda gerçekliği anlama, açıklama ve yorumlamada rehber işlevi görmektedir. Bir kuramda yer alan önermeler geçerliliği kanıtlanmış hakikatler değil; geçerli olduğu varsayılan iddialardır. Bu iddialar da sınanmadan doğru kabul edilmemektedir. Bilimsel yöntemle sınanabilir hipotezler oluşturabilmek için geçici olarak doğru kabul edilen genellemelere ihtiyaç duyulmaktadır. Çünkü araştırmacının açıklama çabası ancak bu yolla doğrulanabilecek ya da yanlışlanabilecektir. Bunun yanı sıra, her kuram kendisini geliştiren araştırmacının çocukluk yaşantısından, dünya görüşünden, kişiler arası ilişkilerinden etkilenmektedir. Dolayısıyla kuramların hiçbiri mükemmel değildir. Her birinin güçlü ve zayıf yönleri bulunmaktadır (Yazgan İnanç ve Yerlikaya, 2013:4-7).

Farklı yatırımcı özelliklerini tek bir sistematik çerçeve içinde incelemek, ideal bir yatırımcı profilini çıkarmak, bilimsel inceleme olmadan mümkün olmamaktadır. Bunun nedeni hem piyasaların farklı özelliklere sahip olması hem de yatırım başarısı için gerekli kişilik özelliklerinin kişiden kişiye değişiklik göstermesi ve farklı kişilerin, farklı piyasalarda ve farklı zamanlarda başarılı olması şeklinde gösterilebilmektedir. Bu amaçla bütün yatırımcıların paylaştığı ortak özellikleri belirlemek varsa bu özellikleri ortaya koymak açısından kişilik araştırmaları önem taşımaktadır. Bu alanda yapılan araştırmalar kişiliğin beş ana özelliğe ayrılabilceğini göstermektedir (Peterson, 2012:212-213).

Beş faktör modeli bazen büyük beşli model olarak da adlandırılmaktadır (Gandevani, 2002:53). Beş faktör kişilik modeli, kişilik ve ölçümü ya da değerlendirmesi konusunda son yirmi yıla damgasını vurmuş ve yüzlerce araştırmayla desteklenmiştir. Bunun yanı sıra kültürlerarası birçok araştırmayla standardizasyon, geçerlilik ve güvenilirlik çalışmaları yapılmıştır. Model, bireylerin

kişilik yapılarını tanımlamak için gündelik dilde kullanılan sıfatların faktör analizi sonucu geliştirilmiştir (Solmuş, 2014).

Beş faktör kişilik modelinin kökeni, ayırıcı özellik kuramının öncüsü olan Allport ve Odper'tin (1936) dilde en önemli bireysel farklılıkların kodlandığı sözlük hipotezine dayanmaktadır. Allport ve Odbert yaptıkları İngilizce sözlük taramasında 17,953 kişilik tanımını içeren kelime buldular, daha sonra kişiliği tanımlayan sıfatları çıkarttılar ve bu sayıyı 4,504' e indirdiler. Daha sonra da kişilik özellikleri beş boyutta organize edilmiştir (Borghans, 2008:15; Güler, 2011:116).

Barrick ve Mount (1991:2) ise kişilik sınıflandırmalarına yönelik sistematik çabaların William McDougall'dan sonra başladığını öne sürmektedir. Barrick ve Mount, McDougall'ın (1932) beş ayrı kişilik faktörünü akıl, karakter, mizaç, yaratılış, ruh hali şeklinde belirlediğini, ondan 10 yıl sonra da Raymond Bernard Catell'in (1943, 1946, 1947,1948) 16 temel faktör içeren daha kompleks bir kişilik sınıflandırmasını oluşturduğunu ifade etmektedir.

Ayırıcı özellik kuramcılarında olan Catell, kişiliğin nasıl olması gerektiğine yönelik sezgilerin doğrulanmasından ziyade deneysel yöntemler kullanılmasını önermiştir. Catell, birbiriyle ilişkili olan ve birbirinden bağımsız olan kişilik özelliklerini gruplandırarak kişiliğin temel yapısının belirlenebileceğini öne sürmektedir. Bu yapıyı oluşturmak için de faktör analizi adlı bir istatistik teknik kullanmıştır (Burger, 2006:248).

Catell gibi Hans Eysenck de kişiliğin incelenmesinde faktör analizinden yararlanılması gerektiğini öne sürmüştür. Fakat Eysenck'in kişilik kuramı güçlü psikometrik ve biyolojik temellere dayanmaktadır. Eysenck'e göre en temel kişilik özellikleri genetik olarak belirlenmektedir (Yazgan İnanç ve Yerlikaya, 2013:272).

Bu beş faktör Goldberg'den (1971) beri büyük beşli olarak bilinmektedir. Büyük beş faktör: Deneyime Açıklık (Openness to Experience), Sorumluluk (Conscientiousness), Dışa Dönüklük (Extraversion), Uyumluluk (Agreeableness) ve Nevrotiklik ya da Duygusal Denge (Neuroticism- Emotional Stability) olarak belirlenmiştir. İngilizce'de bu faktörler "OCEAN" şeklinde kısaltılmıştır. NEO-PI-R ise Neuroticism, Extraversion, Openness to Experience Personality Inventory (Nevrotiklik, dışa dönüklük, deneyimlere açıklık- kişilik envanteri) kelimelerinin baş harflerinden oluşmaktadır (Borghans, 2008:15; McCrae ve John, 1992). Beş faktör

modeli sayesinde kişilik ile ilgili ortak bir kavram birliği sağlanmış olmaktadır (Hogan, 2009:47). Beş Faktör kişilik modelinin yanı sıra Carl Jung'un kişilik teorisi kökenine dayanan, insanların kişiliklerini dışadönük/içedönük, genel/özel, düşünen/hisseden, yargılayan/algılayan şeklinde olmak üzere dört boyutta tanımlayan Myers - Briggs Kişilik Modeli de psikologlar tarafından yaklaşık 30 yıl kullanılmıştır. Diğer bir kişilik tipi de A ve B tipi kişiliktir. A tipi kişilik, rekabetçi, çalışkan, agresif, muhalif iken B tipi kişilik A tipi kişiliğin tam tersi olan rahat, uyumlu, rekabetçi olmayan, kişilik özelliklerine sahiptir (Gandevani, 2002:54).

Beş faktör kişilik kuramında yer alan her boyut olumsuz (düşük) ve olumlu (yüksek) olmak üzere iki segmentten oluşmaktadır. Dışa dönüklük olumluluğu (ölçekten yüksek puan almayı) ifade ederken nevrozizm olumsuzluğu (ölçekten düşük puan almayı) ifade etmektedir (Solmuş, 2007:382).

Kişilik boyutlarının sınıflandırılmasında bazı araştırmacıların tereddütleri bulunmakta olup beş boyuttan daha fazla boyutlara ihtiyaç olduğu belirtilmektedir. Hatta beş faktör modelini en çok savunanlar bile bu modelin kişiliği tanımlamada son kelime olmadığını kabul etmektedir. Özellikle, kişilik boyutlarının yorumlanmasında anlaşmazlıklar bulunmaktadır (Barrick ve Mount, 1991:3; McCrae ve John, 1992:177). Robert Hogan da bunlardan biridir. Robert Hogan'a göre (1992:8) beş faktör kişilik modelinde yer alması gereken bazı kişilik boyutları modelde yer almamaktadır. Hogan, insanların biri ile ilk tanıştığında öncelikle onun cinsiyet, yaş, ırk ve statü gibi kişilik ile alakalı özelliklerine göre birbirlerini değerlendirdiklerini daha sonra, karşıdaki kişi daha iyi tanındıkça ya da birkaç dakika sohbet edildikçe beş faktör kişilik özelliğine göre sınıflandırma yapıldığını belirtmektedir. Diğer taraftan, kişiliği ağırlıklı olarak tek bir özellik belirlememektedir. Önemli olan bireyin kişiliğinin güçlü ve zayıf yanlarıyla nasıl başa çıktığı ve bütün özelliklerin bir arada nasıl işlediğinin birey tarafından anlaşılmasıdır (Peterson, 2012:215).

2.3.4.1. Gelenekçiliğe Karşı Yeni Deneyimlere Açıklık

Deneyime açıklık boyutu, araştırmacılar arasında en karmaşık olarak nitelendirilen boyuttur. Açıklık karakter özelliğine sahip kişiler genellikle esnektirler ve entelektüel anlamda meraklıdırlar, sanatı önemserler aynı zamanda güzelliğe karşı duyarlıdırlar. Bu kişiler genellikle bireycidirler, toplumsal ezberlere uymayı kabul

etmezler, aykırı düşünür ve davranırlar. Geleneksel insanlar ise düz, doğrudan ve açık olanı tercih ederken, yeniliklere açık insanlar karmaşık olanı tercih eder. Gelenekçilerle yeniliğe açık olanlar karşılaştırıldıklarında, açık insanlar kendilerini daha iyi tanımakta ve anlamaktadırlar (Peterson, 2012:218; Özkalp, 2004:50). Bunun yanı sıra başkalarının da hislerine duyarlı oldukları için diğerlerinin de duygularını tanıma konusunda oldukça yeteneklidirler (Costa ve McCrae, 2000:4).

Deneyime açık kişiler meraklı, yaratıcı, açık fikirli, kültürlü ve zeki olup öğrenmeyle motive olurlar, geleneksel değillerdir. Bu yüzden eğitimden faydalanma olasılıkları onlar için daha yüksek olmaktadır. Aynı zamanda bu kişilerin sözlü ve yazılı ifadeleri de iyidir (Barrick ve Mount, 1991:6; Costa, 1996:234). Bunun yanı sıra deneyime açıklık, yaratıcı kişiliğin en önemli özelliği olarak görülürken geleneksel insanların daha az yaratıcı olduğu belirlenmiştir (Williams'dan Aktaran Solmuş, 2007:354; Feist, 1998). Yaratıcılık, yatırımcıların davranışlarını belirleyebilmektedir. Yaratıcı kişiler, yeni fırsatları yakalayabilmek için her türlü bilgiyi aramaktadır. Bu özellik onların riskli varlıklara daha fazla yatırım yapmalarına aynı zamanda daha fazla al-sat yapmalarına neden olabilmektedir (Durand ve diğerleri, 2006:8).

Diğer taraftan yeniliklere açık olan kişilerin yaptıkları işten daha zor tatmin oldukları belirlenmiştir. Bu kişilerin yaratıcı ve estetik karakterleri onları, birçok insanın beklentisinden farklı iş arayışlarına itmektir (Nikolaou ve Robertson, 2001:181). Çünkü yeniliğe açık kişiler yenilikten ve çeşitlilikten hoşlanmaktadır (Costa ve McCrae, 2000:4).

2.3.4.2. Dürtüsellığe Karşı Sorumluluk

Sorumluluk, amaçlara ulaşmak için plan yapmayı ve organize olmayı, amaca ulaşmaya çalışırken kurallara uymayı ve dürtüleri kontrol etmeyi tanımlamaktadır. Dürtüsel kişiler ise sorumluluk kutbunun karşısında yer almakta olup son dakika planlarını yaparlar, rahattırlar, aynı zamanda kaotik oldukları da söylenebilir (Peterson, 2012:217; Fenton-O'Creevy ve diğerleri, 2005:127).

Sorumlu kişilerin ayırıcı özelliği, düzenli ve başarı yönelimli olmalarıdır. Bu kişilerin çatışmaya girme olasılıkları düşüktür (Bono ve diğerleri, 2002:319). Yapılan araştırmalar sorumluluk kişilik özelliğine sahip kişilerin yaptıkları işten daha çok tatmin olduklarını, daha iyi performans sergilediklerini göstermektedir (Judge ve

diğerleri, 2002:536). Barrick ve Mount'un (1991) yapmış olduğu araştırmada da bu durum doğrulanmıştır. Beş faktör kişilik özelliğinin çeşitli meslek gruplarında (satış temsilcisi, yönetici, polis, vasıflı ve yarı vasıflı) iş performansını nasıl etkilediğinin araştırıldığı çalışmada, tüm meslek grupları için sorumluluk kişilik boyutu, iş performansı ile tutarlı bir ilişki göstermektedir.

Judge ve diğerleri (1999) beş faktör kişilik özellikleri ile zihinsel yetenek ve kariyer başarısı arasındaki ilişkiyi araştırdıkları çalışmalarında kariyer başarısını ikiye ayırmışlardır. Buna göre iç ya da öz kariyer başarısı iş memnuniyeti olarak tanımlanırken; dış kariyer başarısı gelir ve mesleki statü olarak tanımlanmıştır. Yapılan araştırmada sorumluluk kişilik boyutunun iç ve dış başarıyı olumlu bir şekilde etkilediği ortaya çıkmıştır. Aynı zamanda zihinsel yeteneğin de iç kariyer başarısını pozitif bir şekilde etkilediği tespit edilmiştir.

Bu yüzden sorumluluk ile için miktarı, niteliği ve doğruluğu arasında kuvvetli bir ilişki bulunmaktadır. Çünkü bu kişilerin zorlukların üstesinden gelme ve yeni bir için taleplerine uyum sağlama gibi yetenekleri bulunmaktadır (Costa, 1996:235).

Durand ve diğerlerinin (2006) Avustralya'da yapmış oldukları araştırmaya göre sorumluluk boyutu yüksek olan kişiler dürtü yönelimli kişilere göre daha az risk almaktalar. Bu durum, onların dürtü yönelimli kişilere oranla daha az kazanmalarına neden olmaktadır. Peterson (2012) sorumlu kişilerin alım satım kararlarında daha disiplinli hareket ettiklerini, meslek performanslarının yüksek olduğunu, zarar ettiklerinde daha fazla riske girmediklerini, aldıkları iyi kararların piyasada daha iyi getiri elde etmelerini sağlamadığını öne sürmektedir. Bunun yanı sıra sorumlu kişilerin meslek performanslarıyla piyasa performanslarının tutarsız olduğunu çünkü yatırımın belli kuralları olan 9-5 mesaisi olan düzenli bir iş olmadığını belirtmektedir.

2.3.4.3. İçe Dönüklüğe Karşı Dışa Dönüklük

Dışa dönük kişiler sosyal ve iddialı kişiler olup neşeli ve enerjik olma eğilimindedirler. Fakat sosyal ve iddialı olan kişiler entelektüel açıdan meraklı ve yaratıcı olmayabilir (McCrae, 2009:148). Dışa dönük kişiler, finansal kazanç fırsatları karşısında daha çok heyecanlanmakta ve motive olmaktadır. İçe dönükler ise dış uyaranlardan ziyade motivasyonlarını kendi içlerinde üretirler, sakin, ölçülü ve düşüncelidirler. Utangaç ya da depresyonla nitelendirilmemekle birlikte sosyal

ortamların dışında kendilerini daha iyi hissederler (Peterson, 2012:216). Dışa dönük kişiler diğerlerinden daha üstün olmayı istemekte ve ödüllere karşı duyarlı olmakla beraber ödül kazanmakla motive olmaktadır (Barrick ve diğerleri, 2002:3; Lucas ve diğerleri, 2000; Cohen ve diğerleri, 2005). Nitekim fMRI çalışmaları da finansal kazançlar konusunda dışa dönük kişilerin beyinlerindeki ödül sisteminin içe dönük kişilere göre daha fazla aktive olduğunu göstermektedir (Peterson ve Murtha, 2010:56). Bunun yanı sıra dışa dönük kişilerin, içe dönük kişilere oranla daha mutlu oldukları belirlenmiştir. Bu bulgu, bir kişinin hayatında pozitif etkiyi artırmasının bir yolunun daha dışa dönük olmakla sağlayabileceğini göstermektedir (Fleeson ve diğerleri, 2002).

Dışa dönük insanların zihinsel imgeleri, düşünceleri ve problemleri aleni olup çok az zihinsel çatışma yaşamaktadırlar. Dolayısıyla hiçbir şeyi bastırmazlar ya da hiçbir şeyden sakınmazlar. İçe dönükler ise hayal aleminde yaşamaktadırlar. Kendilerini gerçek dünyaya uyarlamaktan ziyade daha iyi ideal bir dünya yaratmak isterler, her şeyi kişisel algırlar. Bu, onların her zaman uyumsuz oldukları anlamına gelmez. İçe dönük yetenekli kişilerin içsel ve gizli reaksiyonları bir şairin veya sanatçının vizyonu olabilmektedir (Allport ve Allport, 1921).

İçe dönükler birçok şeyi yalnız yapmayı veya küçük bir grup ile yapmayı tercih ederler. Büyük ve gürültülü partilerden kaçınırlar ve sosyal etkileşimlerde içe kapanıktırlar. Bu insanları tanıyanlar onları çekingen ve ciddi olarak tanımlamaktadır. Fakat, bu insanların içe dönük olmaları onların sosyal yeteneklerde yetersiz oldukları anlamına gelmemektedir. Birçok sosyal durumda çok iyi faaliyette bulunabilirler (Costa ve McCare, 2000:4).

Jung, dışa dönük/içedönük boyutunun bireyler arasındaki en önemli ayrımı yansıttığını savunmaktadır. Ayrıca Jung, birçok içe dönük kişinin son derece gelişmiş sosyal becerileri varken, kendi iç dünyaları ile çok meşgul oldukları için bu kişilerin daha çok düşünce ve kavramlarla ilgilendiğini belirtmektedir. İçe dönükler bir proje üzerinde uzun süre çalışmaktan sıkılmayan, dikkatli ve detaylı çalışan, rahatsız edilmekten hoşlanmayan kişilerdir. Dışa dönükler ise tam tersi bir şekilde telefonla rahatsız edilmekten sıkılmazlar, düşüncelerini açıkça söylerler fakat daha sonra söylediklerinden pişman olan kişilerdir (Özkalp, 2004:52).

Dışa dönüklük kişilik boyutunun özellikle sosyal etkileşim içeren meslek gruplarında (yöneticiler, satış temsilcileri gibi) geçerli olduğu belirlenmiştir (Barrick ve Mount, 1991). İnsanlarla çalışmaktan hoşlanan dışa dönük kişilerin hakla ilişkiler bölümünde veya personel departmanlarında çalışmaları verimliliği artırırken içe dönüklüklerde de bilgisayar başında veya muhasebe bölümünde çalışmaları verimliliği artırabilmektedir. Dolayısıyla iş ve kişilik uyumu verimlilik ve başarı açısından da önem taşımaktadır (Aytaç, 2001). Fakat finansal firmalar yapısı itibarıyla görev odaklı ve başarı hedefine tabi olduğu için bu organizasyonlarda çalışanlar daha çok içe dönük kişiler olabilmektedir (Fenton-O’Creevy ve diğerleri, 2005:126).

Finansal açıdan dışa dönük kişilerin yatırımlarını ve yatırım performanslarını inceleyen Durand ve diğerleri (2006) dışa dönük kişilerin daha az al-sat yaptıklarını, hisse senetlerini daha fazla ellerinde tuttuklarını ve daha fazla kazandıklarını belirlemiştir. Kişilik özelliklerinin yatırımları ve yatırım davranışlarını nasıl etkilediğini gösteren bu çalışmanın bulguları da önem taşımaktadır.

2.3.4.4. Bencilliğe Karşı Uyumlu Olmak

Saldırgan kişilerin karşı boyutunda yer alan uyumlu kişilerin, başkalarının dertleriyle dertlenen, aşırı duygusal kişiler olduğu söylenebilir. Bunların zıt kutbunda da rekabetçi, saldırgan ve entrikacı kişiler yer almaktadır (Fenton-O’Creevy ve diğerleri, 2005:127). Uyumluluk boyutu genetik faktörlerden ziyade daha çok çevresel faktörler tarafından belirlenmektedir (Buss, 1991:476). Dolayısıyla uyumluluk kişilik özelliği kültürden kültüre farklılık göstermektedir. Anglosakson ve Kuzey Avrupa ülkelerinde uyumluluk boyutu düşük iken, Latin ve Akdeniz kültürleri ile Uzak ve Orta Doğu kültürlerinde daha yüksektir (Fenton-O’Creevy ve diğerleri, 2005:127).

Kavramsal olarak dışa dönüklük sosyal etki ile ilgili iken; uyumluluk diğerleriyle pozitif ilişkiler kurmakla ilgilidir (Jensen-Campbell ve Graziano, 2001:325). Uyumlu kişiler, işbirliğine yatkındırlar ve sosyal uyuma önem verirler, sempatik ve arkadaş canlısıdırlar (Peterson, 2012:218; John ve Srivastava, 1999:17). Başkalarının inançlarına saygı duyarlar ve değer verirler, her zaman yardım etmeye hazırdırlar ve genellikle fedakarlardır (Durand ve diğerleri, 2006:4).

Bu tür kişiler diğer insanlara kolaylıkla güvenirler, genellikle karşılaştıkları insanların en iyisi olduğunu varsayarlar. Oldukça samimi ve cana yakındırlar, başkalarını kandırmayı veya manipüle etmeyi zor bulurlar. Fakat saf değillerdir, diğerlerinden önce kendi çıkarlarını ve isteklerini ön plana koyarlar. Başkalarıyla çatışmaya girseler de unutmaya ve affetmeye eğilimlidirler. Kendileriyle, başarılarıyla gurur duyarlar, diğer insanlarla karşılaştırıldıklarında daha dik kafalı ve inatçıdırlar (Costa ve McCrae, 2000:5).

Kişilik ile iş performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen Mount, Barrick ve Stewart (1998), Amerika'daki organizasyonlarda takım çalışmalarının artmasına rağmen kişilik ile iş performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen az sayıda çalışmanın olmasından dolayı yaptıkları çalışmada, özellikle kişilerarası etkileşim gerektiren işlerle iş performansı arasındaki inceleyerek bu boşluğu doldurmaya çalışmışlardır. Yapılan araştırmada beş faktör kişilik özelliklerden uyumluluk kişilik boyutunun takım çalışmalarında performansı artırdığı tespit edilmiştir. Bunun yanısıra Nyhus ve Pons'un (2005) kişilik ve ücret farklılıkları üzerine olan çalışmalarında uyumluluk özelliğine sahip kadınların ücretlerinin düşük olduğu belirlenmişlerdir.

2.3.4.5. Duygusal Dengeye Karşı Nevrotiklik

Nevrotik kişiler, kaygılıdır, genellikle kuruntuludur ve endişelenmeye meyillidirler. Bazen kendilerini hayal kırıklığına uğramış, alıngan, diğerlerine karşı kızgın hissederler ve karamsardırlar, kendilerini yalnız hissederler. Dürtülerini ve isteklerini kontrol etmekte zayıftırlar, fakat diğer insanlar kadar streslerinin üzerinden gelebilirler (Costa ve McCrae, 2000:5). Nevrotik kişiler, utanma, suçluluk, düşük öz güven, duygusal istikrarsızlık ve karamsarlık gibi negatif duyguları deneyimleme eğilimleri yüksek olan kişilerdir (Durand ve diğerleri, 2006:4). Bununla birlikte bu kişilerin dünyaya ve strese karşı duyarlı olmaları, onları diğer insanları anlama konusunda empatik yapmaktadır (Fenton-O'Creevy ve diğerleri, 2005:125).

Nevrotiklik düzeyi yüksek olan kişilerin sigara, alkol gibi bağımlılıklara yakalanma olasılığı daha yüksektir (Anic, 2007:6). Sıkıntı, öfke veya depresyon gibi olumsuz duyguları daha çok yaşamaktadırlar bunun yanı sıra özeleştirici düzeyleri yüksektir. Tehlikeye karşı çok daha duyarlı olmaları, onları tüketebilir ama bir yanda da gerçek tehlikelerle karşılaştıklarında hazırlıklı olmalarını sağlar. Özeleştirici

düzeyleri yüksek olduğu için kendi eksik ya da olumsuz yönlerinin farkında olup bunları avantaja çevirip hata yapmayı önleyebilirler (Peterson, 2012:216-223).

Barrick ve Mount (1991:5) endişeli, sınırlı, kendine acıyan nevrotik kişilerin duygusal açıdan dengede olan kişilere göre daha az başarılı olabileceklerini çünkü bu özelliklerin görevin yerine getirilmesine engel olabileceğini belirtmektedir. Durand ve diğerleri (2006), negatif duygular ile risk alma arasında pozitif bir ilişki belirlemişlerdir. Diğer bir ifade ile kaygılı olarak nitelendirilen nevrotik kişiler daha fazla risk almakta ve daha fazla al- sat davranışında bulunmaktadır. Bu kişilerin olumsuz duyguları azaltmak için al-sat yapmayı araç olarak algılayabilecekleri düşünülmektedir. Mount, Barrick ve Stewart'ın (1998) yaptığı bir diğer çalışmada duygusal denge kişilik boyutunun özellikle insanlarla etkileşim içinde olunan işlerde, takım çalışmalarında iş performansı daha çok artırdığı tespit edilmiştir.

Lin de (2011) nevrotik kişilerin fiyatlar yükseldiğinde ellerinde tuttıkları hisse senetlerini hemen satmalarının nedenini, zarara uğrama tehlikesinin onları kaygılandırmasından dolayı olduğunu öne sürmektedir. Ayrıca bu kişiler yatırımları konusunda kendilerini güvensiz hissettikleri için referans gruplarının veya diğer kurumsal yatırımcıların önerilerine güvenme eğilimi göstermektedir. Gandevani (2002:50) çabuk reaksiyon gösteren bu kişilerin uzun süre bir hissede pozisyon tutmadıklarını, fiyatlar düştüğünde pozisyondan hemen çıktıklarını, fiyatlar yükseldiğinde sürüyle beraber hareket ederek hemen satın alma gerçekleştirdiklerini öne sürmektedir.

Nevrotiklik düzeyi düşük olan kişiler ise sakin ve uyumlu özellikler göstermektedir (Burger, 2006:254). Duygusal açıdan dengededirler, olumsuz duygulara saplanıp kalmazlar. Genellikle kendilerinden emindirler, dirençlidirler, zor koşullara dayanabilir, stresli durumlarda esnek kalabilirler. Fakat duygusal açıdan dengeli olan kişilerin bu rahat tutumları gerçek tehlikelerle karşılaştıklarında sorun yaratabilir. Yatırımlar sözkonusu olduğunda da duygusal açıdan dengede olan kişiler öz farkındalıkları düşük olduğu için nevrotiklere göre daha fazla getiri elde edememektedir (Peterson, 2012:217-224).

Judge ve diğerleri (1999) nevrotiklik kişilik boyutunun, iş memnuniyeti açısından tanımlanan iç başarıyı negatif bir şekilde etkilediğini belirlerken, Oberlech'in (2004) döviz işlemcilerin kişilik özellikleri ile başarı performansları

arasındaki ilişkiyi incelediği çalışmada, başarılı bir işlem için duygusal dengeye sahip olmanın en önemli faktörlerden biri olduğu belirlenmiştir. Ayrıca Nyhus ve Pons'un (2005) kişiliğin ücret farklılıklarındaki etkisini araştırdıkları çalışmada, duygusal dengeye sahip erkek ve kadınların ücretlerinin yüksek olduğunu belirlenmiştir.

Fonksiyonel beyin görüntüleme ile yapılan çalışmalarda dışa dönük ve nevroitiklik kişilik özellikleri farklılıkları, beynin aktivasyonundaki farklılıklarda da görülebilmektedir. Buna göre dışa dönük ve nevroitik kişilerin beyinlerinin ödül ve tehlike ile ilgili olan bölümlerinin farklı bölgeleri aktive olmaktadır (Canli, 2004).

2.3.5. Finansal Kişilik

Beş faktör kişilik modeli, kişilik araştırmalarında en yaygın ve en etkileyici modellerden biridir (McCrae, 2009:148). Beş faktör modeli, beş kişilik özelliklerine göre insanların dünyayı nasıl gördüğünü ve dünyayla nasıl etkileşimde olduğunu, bireylerin davranışsal eğilimlerini göstererek belirtmektedir (McGuckian, 2013: 63-65). Kişiliğin ekonomiyle ve ekonominin kişilik psikolojisiyle ilişkisini araştıran Borghans ve diğerleri (2008) ekonomistlerin, psikologlar tarafından geliştirilen kişilik envanterlerini kullanmaya başladıklarını belirtmektedir.

Beş faktör kişilik özelliklerinin bazıları finansal başarı ile ilişkilidir (Peterson, 2012:215). Fakat bu özellikleri bilmek yeterli değildir. Dolayısıyla bu özellikleri en çok etkileyen koşulların neler olduğunu ve hangi davranışsal zayıflıkların ne zaman ortaya çıkabileceğini de anlamak aynı derecede önem taşımaktadır (McGuckian, 2013: 63-65).

Yapılan araştırmalar, kişiliğin yatırım performansı ve alım satım davranışıyla bağlantılı olduğunu göstermektedir (Durand ve diğerleri, 2006). Diğer taraftan Lo ve diğerlerinin (2005) yatırımcıların kişisel özellikleri ile yatırım performansı arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmada, düşük bir korelasyon ortaya çıkmıştır. Bunun nedeninin örnek grubun küçüklüğünden kaynaklanabileceğini ileri süren Lo ve diğerleri, beş faktör kişilik boyutundan sadece dışa dönüklük kişilik özelliğinin yatırım performansı ile pozitif korelasyon gösterdiğini fakat istatistiksel açıdan hiçbirinin önemli olmadığını belirtmişlerdir.

Kişilik, aynı şekilde risk algısı ve riski üstlenme istekliliğiyle de ilgilidir (McGuckian, 2013: 57). Özellikle para ya da bir tehlike sözkonusu olduğunda

sıradan insanlar kişiliğın önemini daha iyi anlamaktadır (Hogan, 2009:35). Bowles ve diğeri (2001:1138) güzellik, boy, şişmanlık gibi hatta bir kişinin evini temiz kullanıp kullanmaması gibi ilgisiz kişilik özelliklerinin bile kazanç sağlamada belirleyici olabileceğini belirtmektedir.

Belirsizlik altında ekonomik karar modellerinde zekâ da kişilik özellikleri de önemli bir rol oynamaktadır. Belirsizliğin üstesinden gelmede yüksek zeka önemli bir faktör iken; yüksek öz kontrole sahip olma, yeniliklere açık olma, düşük seviyede kaygıya sahip olma gibi kişilik özellikleri de belirsizlikle baş etmede yardımcı olmaktadır (Borghans ve diğeri, 2008:75).

Kişisel özellikler, davranışsal eğilimleri tahmin etmek açısından açıklayıcı bir güce sahiptir (McGuckian, 2013:63-65). Bireysel önyargıların büyük bir kısmı yatırımcıların kişilik özelliklerinden ileri gelmektedir. Sermaye piyasasında yaygın olarak söylenen, yatırımcıların para kaybetmesinin nedeni pazar değil, kişilik özellikleridir (Murgea, 2010:7). Davranışsal finansa göre insanlar eşsiz yaratılmıştır ve çeşitli durumlarda geleneksel finans kurallarını takip ederek değil, kendi başlarına karar verirler (Jureviciene ve Jermakova, 2012:242). Davranışsal finans birçok önyargı ve anomali tanımlamasına rağmen literatürde hangi pazar katılımcılarının bu önyargılara savunmasız kaldıklarıyla ilgili çok az ilgi vardır. Özel yatırımcılar, büyük homojen bir grup değildir, fakat finansal konularda farklı deneyimlere, ilgilere, endişelere sahiptir. Bu nedenle bireylerin düşüncelerinin, hislerinin, tepkilerinin ve davranışlarının tanımlanması ekonomik sonuçların değerlendirilmesi açısından önemli faktörlerdir. Her bir yatırımcının kişilik tipinin sahip olduğu bir dizi özellik, birbirinden farklı önyargılara maruz kalmalarına neden olmaktadır. Yatırımcıların doğru bir şekilde kategorize edilmesi ve hangi önyargı veya hevristiklerin kararlarını etkileme olasılığının öğrenilmesi, yatırımcıların kararlarının verimliliğini artırabilir (McGuckian, 2013: 57).

Pompian ve Longo (2004) davranışsal finans ile ilgili yapmış oldukları çalışmada neden birçok yatırımcının aynı yatırım yanlışlarına, önyargılara maruz kaldıklarını araştırmışlardır. Bu amaçla, 100 yatırımcının kişilik özelliklerini belirlemek için Myers-Birggs Kişilik ölçeğini kullanmışlar ve yatırımcıların önyargılarını ortaya çıkarmak için sorular hazırlamışlardır. Araştırma sonucu, kişilik tiplerinin ve cinsiyetin çok sayıda yatırımcı önyargılarına farklı şekilde maruz

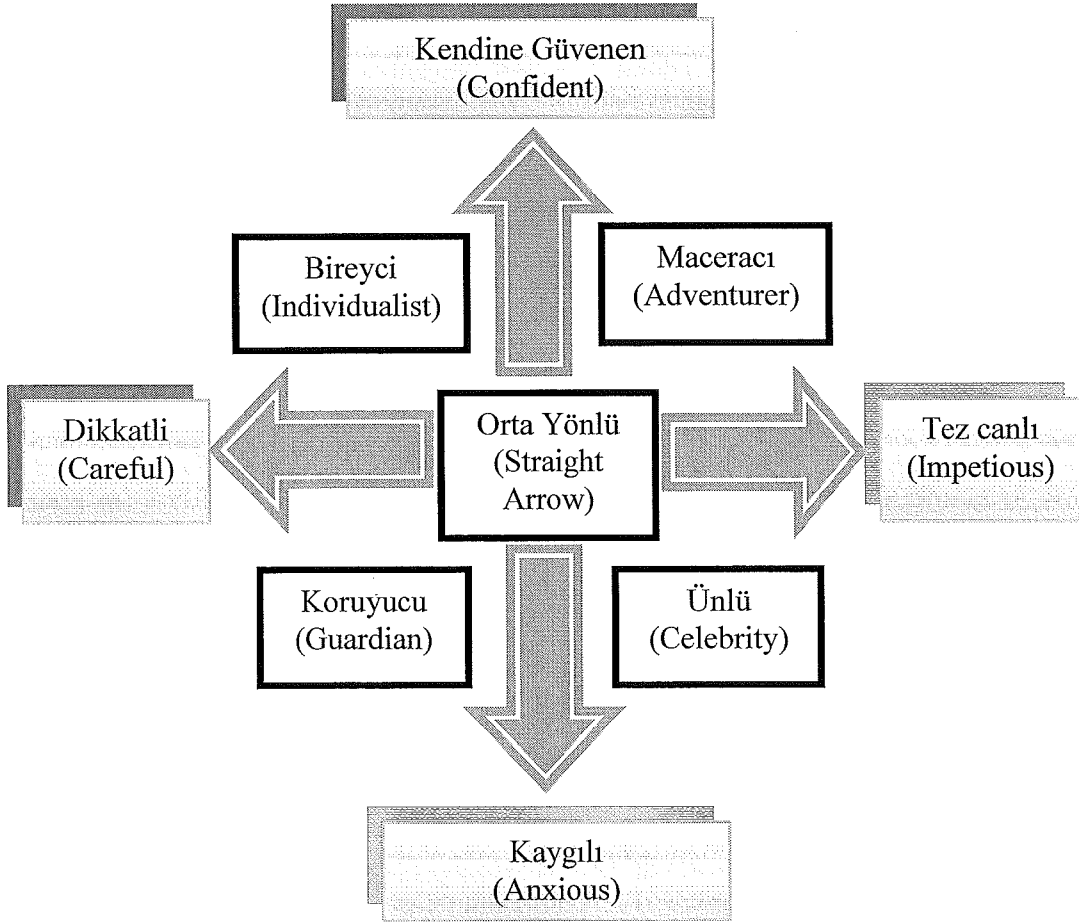
kaldıklarını göstermektedir. Pompian ve Longo, bireyleri kişilik tiplerine ve cinsiyetlerine göre segmentlere ayırarak çeşitli yatırımcı önyargıları arasında paralellik bulacaklarına inanmaktadırlar. Onlara göre yatırımcıların önyargılara maruz kaldıkları kanıtlanabilirse, yatırım kararı almadan ve yatırım yapmadan önce bu yatırımcılar davranış eğilimlerini tanıyabilecek ve daha iyi yatırım sonuçları elde edebileceklerdir.

İnsanların karar mekanizmaları, duygu, zihinsel kestirme yollar, algı, sezgi ve yargılama kombinasyonlarından oluşan rasyonel olmayan düşünce süreçleri içermektedir. Biz bunları dünyayı daha iyi anlamak amacıyla kullanırız fakat, bu durum her zaman optimal karar sonuçlarını garantilememektedir. Kişilikle ilgili elde edilen bilgiler kişilik ve önyargılar arasında kuvvetli bir ilişki olduğunu göstermektedir. Kişilik ve bir kişinin davranışsal önyargılara karşı savunmasızlığı, risk tutumu ve zaman tercihi, yatırım stratejilerinin gelişimi için önem taşımaktadır. Bir kişinin sadece risk toleransını bilmek yeterli değildir; bir kişinin riske katlanma eğilimi gibi başka ölçüm yönleri de bulunmaktadır. Bunun yanı sıra bir yatırımcının karakteristik özellikleri üzerine yapılan kişilik testlerinden elde edilen bilgiler, o yatırımcının finansal kişiliği ve amaçlarını tamamlayacak şekilde yatırım portföyü oluşturulmasında kullanılabilir. Davranışsal finans da bu anlamda alınan kararlarda duyguların rolüne dikkat çektiğinden önem taşımaktadır. Böylece finansal tavsiye veren yatırım uzmanları, yatırımcıların psikolojik önyargılarıyla sonuçlanan yanlış algılama ve yargılamaları çürütebilecek; aynı zamanda kendilerini de maruz kalabilecekleri önyargılara karşı koruyabileceklerdir (McGuckian, 2013: 66).

Psikografik modeller bireyleri belirgin karakteristiklerine, davranışlarına ve eğilimlerine göre sınıflandırmaktadır. Psikografik sınıflandırmalar özellikle bireylerin stratejileri ve risk toleranslarına ilişkindir. Bir yatırımcının geçmişi ve geçmiş tecrübeleri, varlık edimi, karar verme sürecinde önemli bir rol oynamaktadır. En eski ve en yaygın psikografik yatırımcı modellerinden biri Marilyn MacGruder Barnewall'a aittir. Barnewall, yatırımcı tipini ikiye ayırmıştır: pasif yatırımcı ve aktif yatırımcı. Pasif yatırımcı, miras yoluyla veya kendi sermayesinden ziyade başkalarının sermayesini kullanarak riske girerek pasif bir şekilde varlıklı olan yatırımcıyı ifade etmektedir. Mesleki gruplar pasif yatırımcı içerisinde tanımlanmaktadır. Örneğin, şirket yöneticileri, kendilerine miras kalan küçük işletme

sahipleri, politikacılar, gazeteciler gibi. Bir yatırımcı ne kadar küçük bir kaynağa sahip ise pasif yatırımcı olma olasılığı o kadar yüksektir. Kaynak azlığı yatırımcıların daha fazla güvene ihtiyaç duymalarına ve daha düşük risk toleransına sahip olmalarına neden olmaktadır. Bu yüzden orta ve alt sosyoekonomik sınıfların büyük bir yüzdesi pasif yatırımcıdır. Aktif yatırımcı ise, kendi servetini kendi kazanan, kendi sermayesini riske atan, güvenlikten ziyade yüksek risk toleransına sahip olan yatırımcılardır. Aktif yatırımcılar, yatırımlarının kontrolünü kendileri yapmak isterler, kendilerine inandıkları için risk toleransları da yüksek olmaktadır. Yatırımlarıyla ilgili aşırı bir şekilde bilgi edinmeye çalışırlar. Yatırımların içerisinde olarak ve kontrol kurmaya çalışarak riski azalttıklarını hissederler (Pompian, 2006:34-35).

Thomas Bailard, David Biehl ve Ronald Kaiser (1986) yatırımcıların kişiliklerini sınıflandırmak için BB&K (Bailard, Biehl ve Kaiser) Five-Way adı altında bir model geliştirmiştir (Şekil 1). Buna göre model bireyci, maceracı, ünlü, koruyucu ve orta yönlü (straight arrow) olmak üzere beş yatırımcı kişilik yapısından oluşmaktadır. Grafik yönelimli modelde yatırımcıların kişilikleri güven seviyesi (Confident- Anxious eksen) ve eylem metodu (Careful- İmpetious eksen) olmak üzere iki eksene ayrılmıştır (Thomas ve Rajendran, 2012:117-119). Aşağıda Şekil 1'deki grafiğin yatırımcıların kişiliklerini anlamada ve onlara uygun yatırım politikalarının geliştirilmesinde yardımcı olacağı düşünülmektedir (Strong, 2009:86).



Şekil 1: BB&K Yatırımcı Kişiliği

Kaynak: Thomas Bailard, David Biehl ve Ronald Kaiser (1986), "Personal Money Management", 5th ed., Science Research Associates, Chicago (Aktaran: Thomas ve Rajendran, 2012:117).

Şekil 1'den de görüleceği üzere "Confident-Anxious" dikey eksenli yatırımcıların parayla ilgili olmayan, genel olarak hayata karşı ne kadar güvenli ya da kaygılı yaklaşımları ile ilgilidir. Bireylerin hayatın seçenekleri karşısında kendilerinden ne zaman emin olduklarını veya ne zaman kaygılandıklarını göstermektedir. Modelin "Careful-İmpetious" yatay eksenli yatırımcıların hayata karşı dikkatli, analitik, sistemli mi yoksa duygusal, sezgisel ve tez canlı mı olup olmadıklarını sorgulamaktadır. Buna göre BB&K Modelinin kişilik tanımları şu şekildedir (Thomas ve Rajendran, 2012:117-119; Strong, 2009:87; Ady ve diğerleri, 2013:15):

Koruyucu: Bu kişiler yaşlanmakta olan ve emekliliklerini düşünmeye başlayan, riskten kaçan kaygılı kişilerdir. Borsayı stresli bulurlar, özellikle borsada fiyatlar düştüğünde rahatsız olurlar. Dikkatlidirler, paraları hakkında endişelidirler.

Sınırlı bir zaman dilimine sahip olduklarını bildiklerinden varlıklarını korumaya çalışırlar. Heyecan, dalgalanma ilgilerini çekmez. Parayı nasıl değerlendirecekleri konusunda, geleceği tahmin etme yetenekleri konusunda kendilerine güvensizdirler, bu yüzden rehber ararlar ve uzun vadeli yatırımları tercih ederler.

Ünlü: Bu kişiler, yatırım modasına uymayı severler ve bunun dışında kalmaktan kaygılanıp ani kararlar verirler. Yatırım konusunda kendi fikirlerine sahip değillerdir, arkadaşlarının, komşularının veya brokerların etkisinde kalıp sürüyü takip etmeyi severler, plan yapmada karar vermede daha az dikkatlidirler. Kendi fikirlerini hayatın diğer alanlarında kullanırlar, yatırım konusunda kullanmazlar. Dolayısıyla bu kişiler brokerlar için iyi bir avdırlar. Koruyucularla birlikte endişeli yatırımcı özelliği gösterirler. Çoğunlukla aldıkları hisseleri satamazlar, uzun süre ellerinde tutarlar.

Maceracı: Maceracılar her zaman bahise hazırdırlar. Bu insanlara tavsiye vermek zordur çünkü yatırım konusunda kendi fikirlerine güvenirler. Risk almaya isteklidirler, çabuk ve rahat karar verirler, önemli derecede borsa tecrübeleri vardır, genellikle sermaye kazancı ararlar.

Bireyci: Bu kişiler kendi başlarına hareket etme eğilimindedirler. Genellikle avukat, mühendis gibi bağımsız profesyonellerden oluşurlar. Hayatları ile ilgili kararları kendileri verirler, dikkatli, sistemli, analitiktirler, kendilerine güvenleri vardır. Rasyonel olarak adlandırılan kişilerdir, yatırım alternatifleri konusunda araştırma yaparlar, para yöneticileri için ideal müşterilerdir, yatırımları genellikle maceracılara göre daha uzun vadedir.

Orta Yönlü (Straight Arrow): Bu kişiler tamamen güvenli ve endişeli kişilerle, aşırı dikkatli ve tezcanlı kişiler arasında kalmaktadır. Dolayısıyla dengelidirler, ortalama yatırımcıdırlar, orta seviyede risk almaya isteklidirler. Bunun yanı sıra herhangi bir kategoriye girmezler. Şartlara göre iki eksen (güvenli ve endişeli; dikkatli ve tezcanlı) arasında dolaşırlar.

Kişilik özellikleri ve karar alma süreci, başarılı bir yatırım için önem taşımaktadır. Dolayısıyla bireyin kişilik özelliklerini bilmeden yaptığı alım satımlar onun hedefinden uzaklaşmasına neden olabilmektedir. Her ne kadar kişilik özelliklerini bilmeden yatırım yapan başarılı yatırımcılar olsa da aslında bu kişiler içgüdüsel ve sezgisel bir şekilde kendi kişilik özelliklerine uygun metod ve sistemler

bulmuşlardır (Gandevani, 2002:7). Peterson'a göre (2012:212) başarıda rol oynayan faktörlerin büyük bir bölümü yaratılışla ilgilidir; bazıları ise deneyim yoluyla öğrenilmektedir. Başarı, kişinin psikolojik açıdan dört kilit alanda sahip olduğu güçten kaynaklanmaktadır. Başarılı bir yatırım için de bu faktörler önem taşımaktadır çünkü başarılı yatırımcıların özellikleri farklılık gösterebilmektedir:

1. **Kişilik tarzı:** İnsanların seçtiği yaşam tarzını destekleyen kişilikle ilgilidir.
2. **Bilişsel yetenekler (Zihinsel keskinlik, eleştirel düşünme, hız ve zeka):** İnsanların beklentilerini, olasılık ve beklenen değer temelinde formüle etmeleri ve mükemmel düzeyde eleştirel düşünme yeteneği ile ilgilidir.
3. **Duygusal zeka (motivasyon, hırs, cesaret, duygusal başa çıkma becerileri ve kendini tanıma):** Duygusal zeka veya özgüven, kararlılık, kayıplardan sonra esnek kalabilme gibi psikolojik özelliklerle örtüşmektedir.
4. **Koşullanma (Kişisel zaafı iyileştirecek ve güçlü noktaları daha da güçlendirecek eğitim):** İnsanların kendini eğitmesini, esnek kalabilme becerisini geliştirebilmesini ve piyasalarda meydana gelen krizleri ve beklenmedik kayıpları başarılı bir şekilde yöneterek deneyim kazanmasını ifade etmektedir.

Kısaca başarılı bir yatırımın iki unsuru bulunmaktadır. İlki yatırım ile ilgili teknik bilgidir. İkincisi de yatırımcının psikolojisidir (Gandevani, 2002:10). Bu doğrultuda danışmanlar, yatırımcıların cinsiyet ve kişilik tiplerini belirleyerek, bireysel önyargıları azaltan programlar oluşturabilir, uzun süreli yatırım stratejilerini incelemek için yatırımcıları cesaretlendirebilirler (Pompian ve Longo, 2004).

BÖLÜM III

FİNANSAL YATIRIMCILARIN PSİKOLOJİK ÖNYARGILARI, FİNANSAL RİSK TOLERANSLARI ve KİŞİLİK ÖZELLİKLERİ ARASINDAKİ İLİŞKİNİN TESPİTİNE YÖNELİK ALAN ÇALIŞMASI

Davranışsal finansı, hem bilişsel psikoloji hem kişilik psikolojisi ile sentezleyerek incelediğimiz bu çalışmada öncelikle, literatürde davranışsal finansı bu açıdan ele alan çalışmalara ve bu çalışmaların sonuçlarına yer verilecektir. Daha sonra finansal yatırımcıların psikolojik önyargıları, finansal risk algıları ile kişilik ve demografik özellikleri arasındaki ilişkinin tespitine yönelik yapılan anket çalışmasına, çalışmanın amaç ve önemine, modeline, hipotezlerine ve araştırma bulgularına değinilmiştir.

3.1. Literatür Taraması

Gerek ulusal gerek uluslararası çalışmalar incelendiğinde, davranışsal finansı mikro ve makro açıdan inceleyen birçok çalışma bulunmaktadır. Bu çalışmada davranışsal finans mikro açıdan ele alınmaktadır. Ulusal literatür incelendiğinde davranışsal finansı mikro açıdan ele alan araştırmalarda genellikle yatırımcıların psikolojik önyargılar gösterip göstermediği, hangi psikolojik önyargıları gösterdiği, psikolojik önyargıların finansal kararlardaki etkileri, psikolojik önyargıların demografik özelliklere göre değişkenliği ve psikolojik önyargıların risk üzerindeki etkisinin incelendiği görülmektedir (Çitilci, 2014; Küden, 2014; Bayar, 2012; Niki Kojabad, 2012; Aktaş, 2012; Demir, 2011; Kahyaoğlu, 2011; Özcan, 2011; Özan, 2010; Şeref, 2010; Akin, 2009; Yüksel, 2009; Yalçın, 2009; Yılmaz, 2009; Ateş, 2007; Ede, 2007; Emektar, 2007; Küçüksille, 2004; Döm, 2003;).

Bunun yanı sıra ulusal literatürde yatırımcıların kişiliklerinin sınıflandırıldığı ve hangi kişilik özelliklerinin hangi davranışsal önyargı eğilimleri gösterdiğine dair bir çalışmaya rastlanmamıştır. Fakat Camgöz (2009) doktora çalışmasında fon yöneticilerinin beş faktör kişilik özellikleri, demografik özellikleri ve finansal performansları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Dolayısıyla Camgöz'ün çalışması kişilik psikolojisi ile finansın sentezlendiği bir araştırmadır. Araştırma sonucunda:

- Kişilik ve demografik özelliklerin fon yöneticilerinin finansal performanslarını etkilediği,
- Sorumluluk ve dışa dönüklük boyutlarının finansal yöneticinin performansını ve zamanlama becerisini olumlu etkilediği,
- Nevrotik kişilik özelliğinin ise fon yöneticilerinin hem seçme hem de zamanlama becerilerini olumsuz yönde etkilediği;
- Bunun yanı sıra fon yöneticilerinin finansal performanslarının demografik özellikler açısından farklılaştığı, yaş arttıkça performansın azaldığı, erkeklerin başarılı menkul kıymet seçme becerilerinin daha yüksek olduğu belirlenmiştir.

Uluslararası literatürde ise davranışsal finansı hem bilişsel psikoloji hem de kişilik psikoloji açısından inceleyen ve yatırımcıların kişiliklerini sınıflandırıp hangi psikolojik önyargıları gösterdiğine dair çalışmalar aşağıda yer almaktadır.

Lin (2011), eğer birçok yatırımcı aşırı güven, yatkınlık etkisi gibi güçlü yatırım önyargılarına sahipse, bunun tüm finansal pazarı etkileyebileceğini, 1990'larda yaşanan krizin sürü davranışıyla ortaya çıkmasının da bunun kanıtı olduğunu öne sürmektedir. Bu amaçla Tayvan hisse senedi piyasasındaki 554 yatırımcı üzerinde yaptığı araştırmada kişilik özellikleri ve demografik özelliklerle finansal önyargılar arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Lin, yaptığı araştırmada beş faktör kişilik özellikleri (dışa dönüklük, nevrozizm, açıklık, uyumluluk, sorumluluk) ve demografik özellikler (yaş, cinsiyet, eğitim geçmişi ve yaşam alanı) ile aşırı güven, yatkınlık etkisi ve sürü davranışı gibi önyargılar arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Lin, araştırma sonucunda elde ettiği bulgulara bağlı olarak şu önerileri getirmektedir.

- Nevrotik özelliği güçlü olan kişiler yatkınlık etkisi ve sürü davranışı önyargılarından kaçınmak için bir kayıp ve kazanç noktası belirlemeliler.
- Dışa dönük ve açıklık kişilik özelliği güçlü olan kişilerin sürü davranışı ve aşırı güven önyargı eğilimlerinden kaçınmak için yatırımları üzerinde kendi fikirlerini ve pazar bilgilerini daha fazla doğrulamaları gerekmektedir.
- Sorumluluk özelliği güçlü olan kişilerin, kendi yatırım kararlarını vermeleri konusunda inatçı davrandıkları için, aşırı güven ve yatkınlık etkisi önyargılarından kaçınmaları gerekmektedir. Bu doğrultuda diğer uzmanlara

danışmanları ve kayıp ve kazanç noktaları belirlemeleri onlar için daha sağlıklı olacaktır.

- Buna ek olarak erkek yatırımcıların, diğer insanların yatırımlarına ve fikirlerine danışmaları daha iyi olacaktır. Çünkü erkek yatırımcılar kadınlara oranla daha fazla aşırı güven eğilimi göstermektedir.
- Yaşlı kişilerin kayıp ve kazanç noktaları belirlemelerine ihtiyaçları vardır. Çünkü yaşlılar gençlere oranla daha fazla yatınlık etkisine maruz kalmakta ve daha fazla aşırı güven eğilimi göstermektedir. Fakat genç yatırımcıların özellikle güney Tayvan gibi bir yerde yatırım performanslarını geliştirmek için diğer kişilerin fikirlerine ve yatırımlarına danışmaları daha iyi sonuçlar verecektir.
- Son olarak araştırma sonucunda yerleşim yeri ile sürü davranışı arasında pozitif bir ilişki bulunmuş olup sürü davranışının kültürel farklılıklarından kaynaklandığı tespit edilmiştir.

Jamshidinavid ve diğerleri (2012), Lin'in (2011) Tayvan'da yaptığı araştırmayı Tahran'da gerçekleştirmiştir. 215 bireysel yatırımcı üzerinde yapmış oldukları çalışmada kişilik özellikleri ile demografik özelliklerin finansal davranış önyargıları üzerinde etkili olduğunu savunmaktadırlar. Araştırma iki bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde dışa dönüklük, nevrozizm, açıklık, uyumluluk, sorumluluk gibi beş faktör kişilik özellikleri ile aşırı güven, yatınlık etkisi ve sürü davranışı gibi önyargılar arasındaki ilişki incelenmiştir. İkinci bölümde yaş, cinsiyet, eğitim geçmişi ve yaşam alanı gibi demografik değişkenlerle aşırı güven, yatınlık etkisi ve sürü davranışı arasındaki ilişki incelenmiştir. Yapılan araştırmada şu sonuçlar elde edilmiştir:

- Dışa dönük kişiler yüksek aşırı güven; nevrozik kişiler yatınlık ve sürü etkisi; açıklık kişilik özelliğine sahip kişiler hem sürü davranışı hem de aşırı güven; uyumlu kişiler sürü davranışı; sorumluluk kişilik özelliğine sahip kişiler de yatınlık etkisi ve aşırı güven önyargıları sergileme eğilimi içerisindedir.

Demografik değişkenlerle yatırım önyargıları arasındaki ilişki incelendiğinde ise şu sonuçlara varılmıştır:

- Bireylerin yaşlandıkça sürüyü takip etme eğilimleri azalmaktadır.
- Sürü davranışı, kadınlarda erkeklere oranla daha fazla gözükmektedir.
- Eğitim seviyesi yüksek kişiler, yüksek aşırı güven göstermektedir. Eğitimli yatırımcıların çoğu kendi bilgilerine, yeteneklerine güvenmektedir.
- Yatırımcıların yaşam alanları ile önyargıları arasında ise herhangi bir ilişki bulunmamıştır.

Jureviciene ve Jermakova (2012) Litvanya'da yaptıkları çalışmada yatırımcıların risk seviyesini, aktif ya da pasif yatırımcı olup olmadıklarını, yatırımcıların finansal kararlarını etkileyen faktörlerin bilişsel hatalardan mı yoksa duygusal önyargılardan mı kaynaklandığını araştırmışlardır. Yatırımcıların demografik özelliklerini de belirleyerek yatırımcı tiplerini tanımlayıp, finansal davranışsal önyargılarını azaltmak için yatırımcılara öneriler sunmaya çalışmışlardır. Araştırma sonucunda yatırımcıların büyük çoğunluğu pasif çıkmıştır. Araştırma bulguları şu şekildedir:

- Deneklerin büyük çoğunluğunun eğitim seviyelerinin yüksek, finansal bilgi seviyelerinin orta seviyede olmasıyla beraber gelirlerinin düşük olmasına rağmen harcamalarını ve birikimlerini düzenlemede yetenekli oldukları, finansal zorluklardan kaçındıkları, orta seviyede risk aldıkları, daha güvenli yatırım araçlarını tercih ettikleri ortaya çıkmıştır.
- Ayrıca araştırmada deneklerin duygusal önyargılardan ziyade bilişsel faktörlerden etkilendikleri saptanmıştır.
- Yatırım kararlarında kişilerin kendi fikirlerinden ziyade arkadaşlarının, meslektaşlarının fikirlerini takip ettikleri belirlenmiştir.
- Yatırım yaparken daha çok kontrol edebildikleri veya hazır bilgi sahibi oldukları yerel yatırım seçeneklerini tercih etmektedirler.

Bashir ve diğerleri (2013) Pakistan'da finans öğrencileri, yatırımcılar ve bankerlerden oluşan 225 kişi üzerinde yaptıkları araştırmada beş faktör kişilik özellikleri, finansal davranışsal önyargılar (aşırı özgüven, yatkınlık etkisi ve sürü davranışı) demografik özellikler (yaş, cinsiyet, yaşanılan çevre, eğitim geçmişi ve medeni durum) ve risk alma arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmada, kişilik özelliklerinin yatırım önyargıları üzerindeki etkisi, demografik değişkenlerin yatırım

önyargıları üzerindeki etkisi ve kişilik özelliklerinin risk alma üzerindeki etkisi ve demografik değişkenlerin risk alma üzerindeki etkisini ortaya koymak için dört amaç belirlenmiştir. Araştırma sonucunda:

- Nevrotik kişilerin, uyumlu ve açıklık kişilik özelliğine sahip kişilere göre daha fazla sürü davranışı önyargısı gösterdikleri; aşırı güven, risk alma ve yatkinlik etkisi ile nevrozlu arasında negatif bir ilişki olduğu,
- Sorumluluk ve dışa dönük kişilik özelliğine sahip kişilerin aşırı güven etkisi altında kaldıkları; dışa dönük kişilerin sorumlu kişilere göre daha fazla aşırı güven eğilimi gösterdikleri;
- Dışa dönük ve açıklık kişilik özelliğine sahip kişilerle risk alma arasında pozitif bir ilişki olduğu; bunun yanı sıra dışa dönüklerin açıklık kişilik özelliğine sahip kişilere göre daha fazla risk alma eğilimi gösterdikleri,
- Demografik değişkenlerle yatırım önyargıları ve risk alma arasındaki ilişkinin ise zayıf olduğu ortaya çıkmıştır.

Brozynski ve diğerleri (2004) tarafından yapılan araştırmada tecrübenin risk alma üzerindeki etkisi ile aşırı güven ve sürü davranışı arasındaki ilişki incelenmiştir. Alman fon yöneticileri üzerine yapılan araştırmada, tecrübesiz fon yöneticilerinin daha fazla risk alıp almadıkları, yüksek risk almanın aşırı güven ile açıklanıp açıklanamayacağı ve sürü davranışının tecrübeyle azalıp azalmayacağı sorularına yanıt aranmıştır. Araştırma sonucunda: Sürü davranışının, risk almanın ve aşırı güvenin tecrübe ile birlikte azaldığı sonucu ortaya çıkmıştır. Tecrübeli fon yöneticilerinin kendilerine daha az güvendikleri ve daha düşük risk tercihi yaptıkları saptanmıştır. Öğrenme süreci ile kazanılan tecrübenin varlık fiyatlamalarıyla ilgili dalgalanmaların doğru tespit edilmesinde yardımcı olduğu sonucuna varılmıştır. Yatırımcıların kazandıkları tecrübeleri avantaj haline getirmeleri onların bireysel yeterliliklerine bağlanmıştır. Böylece yatırımcıların kendi performanslarına güvenmeleri ve kendilerini yeterli hissetmeleri sürü davranışlarına maruz kalmalarını engelleyecektir.

Lakshmi ve diğerleri (2013), Hindistan'da uzun vadeli ve kısa vadeli yatırım yapan yatırımcıların farklı davranışsal özellikler gösterip göstermediklerini araştırmışlardır. 318 kişi üzerinde yaptıkları çalışmada sürü davranışı, aşırı güven, riskten kaçınma, bilişsel uyumsuzluk, temsililik hevristik ve yansıtma etkisi gibi

davranışsal önyargıların kısa ve uzun vadeli yatırım yapan yatırımcılarda farklılık gösterdiği ortaya çıkmıştır. Araştırma sonucunda:

- Kısa vadeli yatırım yapan yatırımcıların uzun vadeli yatırım yapan yatırımcılara göre daha fazla sürü davranışı gösterdikleri tespit edilmiş olup bu durumun nedeninin de kalabalığı takip etmeyi ve popüler hisse senetlerini satın almayı daha kolay bulmalarından kaynaklanabileceği öne sürülmüştür.
- Kısa vadeli yatırımcılarda güven seviyesinin uzun vadeli yatırımcılara göre daha yüksek olduğu tespit edilmiştir. Uzun vadeli yatırımcılarda güven seviyesinin düşük olmasının nedeni de bu yatırımcıların daha fazla araştırma yapıp daha fazla alternatif yatırım aramalarına bağlanmıştır.
- Uzun vadeli yatırımcıların kısa vadeli yatırımcılara göre daha muhafazakâr oldukları ve riskten daha fazla kaçındıkları ortaya çıkmıştır.
- Kısaca aşırı güven, sürü davranışı, temsililik hevristik önyargıları kısa vadeli yatırım yapan yatırımcılarda daha fazla görülürken; riskten kaçınma, yansıtma etkisi ve bilişsel uyumsuzluk gibi davranışsal önyargılar uzun vadeli yatırım yapan yatırımcılarda daha fazla görülmektedir.

Zaidi ve Tauni (2012) Pakistan'ın Lahore kentindeki yatırımcılar üzerinde yaptıkları araştırmada, yatırımcıların kişilik ve demografik özellikleri ile aşırı özgüven arasındaki ilişkiyi tanımlamayı amaçlamışlardır. Araştırma sonucunda:

- Uyumluluk, dışa dönüklük ve sorumluluk kişilik özelliği ile aşırı güven arasında pozitif bir ilişki;
- Nevrotiklik ve aşırı güven arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur.
- Yatırım tecrübesi ve aşırı güven önyargısı arasında ilişki olduğunu göstermektedir. Bu bağlamda geleneksel finans tarafından öne sürülen rasyonalitenin doğru olmadığı belirtilmiştir. Aynı zamanda yatırımcılar irrasyonel davrandıklarında farklı yatırım önyargılarına maruz kalmaktadır. Aşırı özgüven de bu önyargılardan biri olup yatırım kararlarında başarısızlıklara neden olabilmektedir. Dolayısıyla yatırımcıların bu önyargılar konusunda bilgi sahibi olmaları ve yatırım kararları verirken bunlardan kaçınmaları gerekmektedir.

Ali ve Waheed (2013), kişilik özellikleri, davranışsal önyargılar, algılanan kişisel kontrol ve kültürel faktörlerin bireysel yatırımcıların risk tutumları üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Araştırmada dört hipotez kurulmuştur:

Hipotez 1: Kişisel özellikler ile risk tutumu arasında önemli bir ilişki vardır.

Hipotez 2: Algılanan kişisel kontrol ile risk tutumu arasında önemli bir ilişki vardır.

Hipotez 3: Davranışsal önyargılar ile risk tutumu arasında önemli bir ilişki vardır.

Hipotez 4: Belirsizlikten kaçınma ve risk tutumu arasında ilişki vardır.

Algılanan kişisel kontrol üç boyutu içermektedir: İç denetim odağı, finansal öz yeterlilik ve yatırım prensipleri bilgisi. İç denetim odağı bireylerin inançlarını ifade etmektedir. Bireylerin alacakları eylemlerinin sonuçlarının karar yeteneklerine bağlı olduğunu veya kontrolleri dışındaki bazı dış faktörlere bağlı olduğunu ifade etmektedir. Öz yeterlilik, bireylerin bir görevi başarabileceklerine ilişkin motivasyonlarını, iyimserliklerini ve inançlarını ifade etme anlamında kullanılırken, finansal pazarla ilgili bilgi seviyesi yüksek olanların daha doğru kararlar verebileceklerini ifade etmektedir. Araştırmada kültürel faktörlerin bireyselliğe karşı kolektivizm, güç mesafesi, belirsizlikten kaçınma ve erkekliğe karşı kadınlık gibi dört boyutu olduğu bu boyutlardan belirsizlikten kaçınmanın ele alındığı ifade edilmiştir. Araştırma sonucunda, hipotezler arasında pozitif ilişki bulunmuştur.

Kowert ve Hermann (2013), beklenti teorisinin insanların davranışlarını tahmin etmede yetersiz olduğunu, risk almada kişilik özelliklerinin de önemli olduğunu belirterek kişilik özelliklerini ölçmek ve risk eğilimlerini belirlemek için hem Myers-Briggs Kişilik özelliklerini hem de Beş Faktör kişilik özelliklerini kullanmışlardır. Araştırma bulguları kişilik özellikleri ile risk alma arasında kuvvetli bir ilişki olduğunu göstermektedir. Fakat beklenti teorisinden farklı olarak bazı kişilerin kazançlar konusunda risk almaya istekliken kayıplar sözkonusu olduğunda risk almaktan kaçınma eğilimi gösterdikleri belirlenmiştir.

Bashir ve diğerleri (2013), demografik ve kişilik özellikleri ile aşırı güven seviyesi arasındaki ilişkiyi hem çalışanlar hem öğrenciler olmak üzere iki grupta incelemiştir. Araştırma sonuçları çalışanlar arasında beş faktör kişilik özelliklerinden dışa dönüklük arttıkça güven seviyesinin azaldığını ayrıca

çalışanların tüm (sorumluluk, uyumluluk, yeniliklere açıklık ve duygusal denge) kişilik özelliklerinin aşırı güven ile ilişkili olduğunu; öğrenciler arasında ise aşırı güven ile kişilik özellikleri arasında herhangi bir ilişki bulunmadığını ortaya koymaktadır. Çalışanların yaş ve yatırım tecrübelerinin güven seviyelerini etkilediği ortaya çıkarken, öğrencilerde de yaş ve eğitim seviyelerinin güven seviyelerini etkilediği belirlenmiştir.

Sadi ve diğerleri (2011), yatırımcıların finansal kararları üzerindeki önemli faktörlerden birinin algı hataları olduğunu öne sürmektedir. Bu amaçla yatırımcılar arasındaki algı hatalarını tanımlamak ve algı hatalarının kişilikle olan bağlantısını araştırmak amacıyla Tahran'da 200 yatırımcı üzerinde bir araştırma yapmışlardır. Araştırma sonucu, algı hataları ile yatırımcı kişiliği arasında önemli bir korelasyon olduğunu göstermektedir. Araştırmada beş faktör kişilik modeli kullanılmıştır. Buna göre:

- Dışa dönüklük ve deneyime açıklık kişilik özelliği ile aşırı güven ve geri görüş önyargısı (ben zaten biliyordum önyargısı da denilebilir) arasında;
- Nevrotik kişilik özelliği ile rastgele önyargısı (randomness bias: şansa ve batıl inançlara bağlı oluşun algı hatası) arasında;
- İnançta ısrarlılık ile bulunabilirlik önyargısı arasında doğru yönlü bir ilişki bulunmaktadır.
- Bunun yanı sıra bulunabilirlik önyargısı ile dışa dönüklük arasında da ters yönlü bir ilişki belirlenmiştir.

Durand ve diğerleri (2006), Avustralya'da yapmış oldukları çalışmada, yatırımcıların beş faktör kişilik özellikleri ile yatırım kararları ve yatırım performansları arasında ilişki olup olmadığını araştırmışlardır. Araştırma sonucunda:

- Nevrotik ve yeniliklere açık kişilerin yüksek risk aldıkları, bu kişilerin ve yüksek risk alma eğiliminde olan kişilerin daha fazla alım-satım yaptıkları ortaya çıkmıştır.
- Sorumluluk kişilik özelliğine sahip kişiler dürtü yönelimlilere göre daha düşük risk alma eğilimindeyken; uyumlu kişilik özelliğine sahip bireylerin daha fazla risk alma eğiliminde oldukları belirlenmiştir.

3.2. Araştırmanın Amacı ve Önemi

Finansal analizlerde hüküm süren klasik ve neoklasik finans teorisini tamamlayıcı bir özellik taşıyan, psikoloji ve finansı sentezleyerek geleneksel teoriye aykırı birçok reaksiyona açıklama getiren davranışsal finans, hızlı bir gelişme kaydeden alandır. Geleneksel finansın aksine yatırımcıların irrasyonel olduğunu savunan davranışsal finans, bu varsayımını, yatırımcıların finansal yatırım kararlarını etkileyen psikolojik önyargıları ele alarak öne sürmektedir. Bu bağlamda, finansal kararları, yatırımcıların psikolojik önyargıları kadar kişilik özellikleri ve bu kişilik özelliklerinin riske olan toleranslarının ya da risk algılarının da etkilediği bilinmektedir. Bu çalışmada da davranışsal finans, bu faktörler dikkate alınarak incelenmiştir.

Davranışsal finans ile ilgili yapılan araştırmalar incelendiğinde yatırımcıların psikolojik önyargılar gösterdiği defalarca test edilmiş ve kanıtlanmıştır. Psikolojik önyargılar yatırımcıyı ne kadar etkiliyorsa kişilik de benzer şekilde önemli bir rol oynamaktadır. “Peki tüm yatırımcılar bu psikolojik önyargılara aynı seviyede mi maruz kalmaktadır?” diğer bir ifade ile “Hangi kişilik özelliğine sahip yatırımcılar hangi psikolojik önyargılara maruz kalmaktadır?” sorusuna cevap bu araştırma ile verilmek istenmektedir. Dolayısıyla bu soru, yatırımcıların kişilik özelliklerinin de araştırılmasını ve buna göre psikolojik önyargıların belirlenmesini gerektirmektedir. Böylece, konuya bu açıdan yaklaşan yerel çalışmalardan biri olarak bu çalışmanın davranışsal finans alanına katkı sağlaması beklenmektedir.

Diğer taraftan birçok durumda yatırımcılar kendi hatalı yargılarının, algılamalarının farkında değildir. Eğer yatırımcılar kendilerini tanıyıp psikolojik önyargılarının farkında olursa finansal kararlarını daha bilinçli bir şekilde gerçekleştirerek algı hatalarını azaltabilir böylece almış oldukları kararların kalitesini artırabilirler. Dolayısıyla, Zweig’in de (2007:18) ifade ettiği gibi bir yatırımcının kendisini tanıması ona daha fazla servet kazandırabilir ya da var olan servetini korumasını sağlayabilir. Ünlü yatırım analisti Benjamin Graham’a göre ise başarılı bir yatırımcı olabilmek için insanların olağanüstü bir anlayış ya da zekâyâ sahip olmaları gerekmez; ihtiyaç duyulan şey basit kurallar belirlemek ve bu kurallardan sapmayacak bir karakter yapısına sahip olmaktır (Zweig, 2007:47). Bunun yanı sıra

yatırımcıların kişilik özellikleri ile beraber demografik özellikleri de bu sınıflandırma için önem taşımaktadır.

Diğer taraftan risk alımı, bir nitelik olarak veya kişisel tercihlerin karakteristiği olarak hem psikolojik hem de ekonomik bakış açısı tarafından yoğun bir şekilde araştırılmıştır. Psikologlar risk eğiliminin istikrarlı bir kişilik özelliği olup olmadığını, sosyal ve kişisel hayatın farklı etki alanlarında risk alma eğiliminin kendini nasıl gösterdiğini araştırmışlardır. Finansal risk toleransı, doğası itibarıyla göreceli olduğundan yatırımcıların kişilik ve demografik özelliklerinin alınacak finansal kararlardaki etkisinin belirlenmesi önem taşımaktadır. Bu çalışmanın, yatırımcıların kendi risk toleranslarına göre gerçekçi, ulaşılabilir hedefler koyabilmesine, pişmanlık duyabilecekleri riskli finansal yatırımlara girmekten kaçınmasına yardımcı olacağı düşünülmektedir. Ayrıca yatırım kararlarında ortaya çıkan hatalar, daha doğru bir şekilde tespit edilerek buna göre çözüm yolları üretilebilir. Bu da yatırımcının doğru sorun üzerinde durup yanlış sorunlara çözüm bulmaya çalışmakla vakit kaybetmesini önlemiş olur. Aksi takdirde Adam Smith'in de dediği gibi "*Borsa kişinin kendini tanıması için fazla maliyetli bir yerdir*".

Finansal piyasalarda yatırım yapan bireysel yatırımcıların kişilik ve demografik özellikleri ile psikolojik önyargıları ve finansal risk algıları arasındaki ilişkiyi tespit etmek amacıyla düzenlenen bu çalışmanın amacını şu şekilde özetleyebiliriz:

- Yatırımcıların kişilik özelliklerine göre göstermiş oldukları psikolojik önyargıları belirlemek,
- Yatırımcıların kişilik özelliklerine göre finansal risk toleranslarını belirlemek,
- Yatırımcıların demografik özelliklerine göre finansal risk toleranslarını belirlemek şeklinde ifade edilebilir.

3.3. Araştırmanın Evreni, Örneklemi ve Kısıtları

Araştırmanın ana kitlesini finansal piyasalarda faaliyet gösteren bireysel yatırımcılar, örneklemi İstanbul finans piyasasında (Borsa, VİOP ve Forex) işlem yapan bireysel yatırımcılar oluşturmaktadır. Araştırmanın amacına ulaşabilmesi ve

sözkonusu soruların cevaplanabilmesi için finansal piyasalar hakkında hem bilgi hem de tecrübe sahibi olan yatırımcılara ulaşılmaya çalışılmıştır.

Bu araştırma, finans merkezi olması dolayısıyla ve finansal yatırımcılara daha kolay ulaşılabilir düşüncesiyle İstanbul ili ile sınırlandırılmıştır. İstanbul ilinin seçilmesinin bir diğer nedeni de hem maliyet hem zaman açısından kolaylık sağlayacağı düşüncesinden kaynaklanmaktadır. İstanbul'da finansal piyasalar konusunda bilgi sahibi, tecrübeli, borsa, vadeli işlem ve opsiyon piyasası ve forex vs. işlem yapan bireysel yatırımcılar üzerinde bir çalışma yapılmıştır. Araştırmada karşılaşılan diğer kısıt da sözkonusu yatırımcılara ulaşmakta yaşanmıştır. Bunun yanı sıra literatürde birçok psikolojik önyargı tanımlanmakta iken bu araştırma sadece yedi psikolojik önyargı ile sınırlandırılmıştır.

3.4. Araştırmada Kullanılan Yöntem, Hipotezler ve Model

Araştırmada veri toplama yöntemi olarak anket yöntemi kullanılmıştır. Önceden hazırlanan anket formları 2014 Kasım'da İstanbul'da finansal piyasalarda işlem yapan bireysel yatırımcılar üzerine uygulanmaya başlamıştır. 1.800 kişiye dağıtılan anket formlarından 536 kişiden yanıt alınmıştır. Yatırımcıların psikolojik önyargıları, finansal risk toleransları ve kişilik özellikleri arasındaki ilişkiyi tespit etmek amacıyla düzenlenen anket, demografik sorularla beraber 90 sorudan oluşmakta olup dört bölüm içermektedir. Veri toplama aracının bir örneği "Ekler" kısmında yer almaktadır. (Ek 1). Verilerin değerlendirilmesinde SPSS for Windows 22 (Statistical Package For Social Sciences) istatistik paket programı kullanılmıştır. Analiz öncesinde veriler kodlanarak istatistiksel analize uygun hale getirilmiştir. Buna göre anketin bölümleri aşağıda yer almaktadır:

1. Psikolojik Önyargılar Ölçeği
2. Beş Faktör Kişilik Ölçeği
3. Finansal Risk Toleransı Ölçeği
4. Demografik Özellikler

Araştırmada kullanılan tüm ölçekler Cronbach alfa güvenilirlik analizi ile test edilmiştir. Araştırmada demografik özellikler için tanımlayıcı istatistikler, "t" testi, one way ANOVA, ki-kare analizi ve Lojistik Regresyon analizi kullanılmıştır. Beş faktör kişilik özellikleri ile psikolojik önyargılar arasındaki ilişki: ki-kare analizi ile;

Beş Faktör kişilik özellikleri ile finansal risk toleransı arasındaki ilişki lojistik regresyon analizi ile; demografik özellikler ile finansal risk toleransı arasındaki ilişki iki kategorili değişkenler için “t” testi, ikiden fazla kategori içeren değişkenler için one way ANOVA analizi ile test edilmiştir.

Araştırmanın hipotezleri A- Grup Hipotezi, B- Grup Hipotezi ve C- Grup Hipotezi olmak üzere üç temel gruba ayrılmış olup alt hipotezlerden oluşmaktadır. Grup hipotezleri ve alt hipotezleri aşağıda yer almaktadır:

HA: Yatırımcıların beş faktör kişilik özellikleri ile psikolojik önyargıları arasında ilişki vardır.

- HA1: Dışa dönük kişilik özelliği ile temsililik hevristikleri arasında ilişki vardır.
- HA2: Uyumluluk kişilik özelliği ile temsililik hevristikleri arasında ilişki vardır.
- HA3: Sorumluluk kişilik özelliği ile temsililik hevristikleri arasında ilişki vardır.
- HA4: Nevrotiklik kişilik özelliği ile temsililik hevristikleri arasında ilişki vardır.
- HA5: Deneyime açıklık kişilik özelliği ile temsililik hevristikleri arasında ilişki vardır.
- HA6: Dışa dönük kişilik özelliği ile bulunabilirlik hevristikleri arasında ilişki vardır.
- HA7: Uyumluluk kişilik özelliği ile bulunabilirlik hevristikleri arasında ilişki vardır.
- HA8: Sorumluluk kişilik özelliği ile bulunabilirlik hevristikleri arasında ilişki vardır.
- HA9: Nevrotiklik kişilik özelliği ile bulunabilirlik hevristikleri arasında ilişki vardır.
- HA10: Deneyime açıklık kişilik özelliği ile bulunabilirlik hevristikleri arasında ilişki vardır.
- HA11: Dışa dönük kişilik özelliği ile demirleme hevristikleri arasında ilişki vardır.
- HA12: Uyumluluk kişilik özelliği ile demirleme hevristikleri arasında ilişki vardır.
- HA13: Sorumluluk kişilik özelliği ile demirleme hevristikleri arasında ilişki vardır.
- HA14: Nevrotiklik kişilik özelliği ile demirleme hevristikleri arasında ilişki vardır.
- HA15: Deneyime açıklık kişilik özelliği ile demirleme hevristikleri arasında ilişki vardır.
- HA16: Dışa dönük kişilik özelliği ile aşırı güven arasında ilişki vardır.
- HA17: Uyumluluk kişilik özelliği ile aşırı güven arasında ilişki vardır.
- HA18: Sorumluluk kişilik özelliği ile aşırı güven arasında ilişki vardır.

- HA19: Nevrotiklik kişilik özelliği ile aşırı güven arasında ilişki vardır.
- HA20: Deneyime açıklık kişilik özelliği ile aşırı güven arasında ilişki vardır.
- HA21: Dışa dönük kişilik özelliği ile aşırı iyimserlik arasında ilişki vardır.
- HA22: Uyumluluk kişilik özelliği ile aşırı iyimserlik arasında ilişki vardır.
- HA23: Sorumluluk kişilik özelliği ile aşırı iyimserlik arasında ilişki vardır.
- HA24: Nevrotiklik kişilik özelliği ile aşırı iyimserlik arasında ilişki vardır.
- HA25: Deneyime açıklık kişilik özelliği ile aşırı iyimserlik arasında ilişki vardır.
- HA26: Dışa dönük kişilik özelliği ile pişmanlıktan kaçınma arasında ilişki vardır.
- HA27: Uyumluluk kişilik özelliği ile pişmanlıktan kaçınma arasında ilişki vardır.
- HA28: Sorumluluk kişilik özelliği ile pişmanlıktan kaçınma arasında ilişki vardır.
- HA29: Nevrotiklik kişilik özelliği ile pişmanlıktan kaçınma arasında ilişki vardır.
- HA30: Deneyime açıklık kişilik özelliği ile pişmanlıktan kaçınma arasında ilişki vardır.
- HA31: Dışa dönük kişilik özelliği ile sürü davranışı arasında ilişki vardır.
- HA32: Uyumluluk kişilik özelliği ile sürü davranışı arasında ilişki vardır.
- HA33: Sorumluluk kişilik özelliği ile sürü davranışı arasında ilişki vardır.
- HA34: Nevrotiklik kişilik özelliği ile sürü davranışı arasında ilişki vardır.
- HA35: Deneyime açıklık kişilik özelliği ile sürü davranışı arasında ilişki vardır.

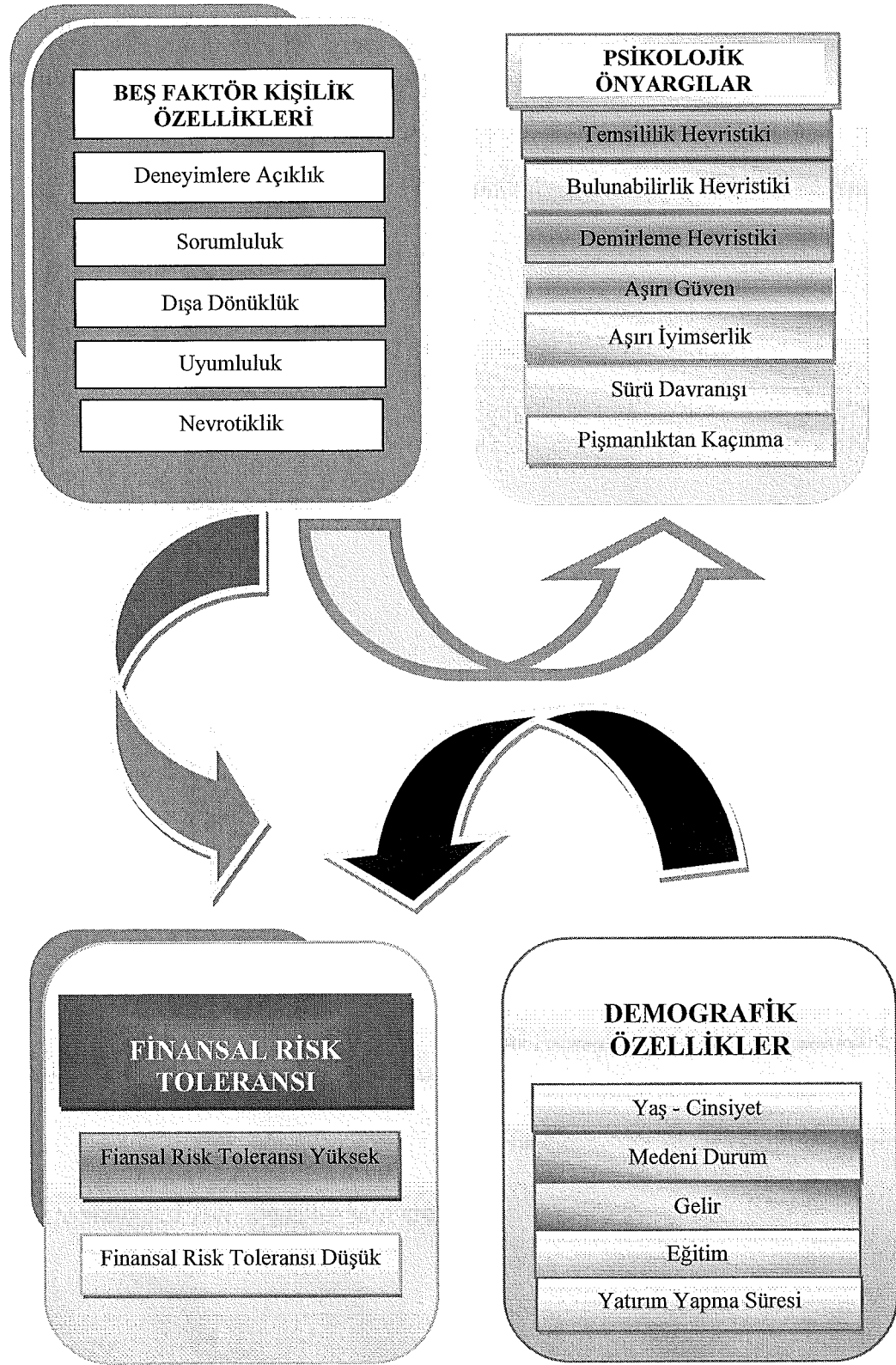
HB: Yatırımcıların beş faktör kişilik özellikleri ile finansal risk toleransları arasında ilişki vardır.

- HB1: Dışa dönük kişilik özelliği ile finansal risk toleransı arasında ilişki vardır.
- HB2: Uyumluluk kişilik özelliği ile finansal risk toleransı arasında ilişki vardır.
- HB3: Sorumluluk kişilik özelliği ile finansal risk toleransı arasında ilişki vardır.
- HB4: Nevrotiklik kişilik özelliği ile finansal risk toleransı arasında ilişki vardır.
- HB5: Deneyime açıklık kişilik özelliği ile finansal risk toleransı arasında ilişki vardır.

HC: Yatırımcıların demografik özellikleri ile finansal risk toleransları arasında anlamlı bir farklılık vardır.

- *HC1: Yaş ile finansal risk toleransı arasında anlamlı bir farklılık vardır.*
- *HC2: Cinsiyet ile finansal risk toleransı arasında anlamlı bir farklılık vardır.*
- *HC3: Medeni durum ile finansal risk toleransı arasında anlamlı bir farklılık vardır.*
- *HC4: Gelir ile finansal risk toleransı arasında anlamlı bir farklılık vardır.*
- *HC5: Eğitim ile finansal risk toleransı arasında anlamlı bir farklılık vardır.*
- *HC6: Yatırım yapma süresi ile finansal risk toleransı arasında anlamlı bir farklılık vardır.*

Bu hipotezler kapsamında araştırmada kullanılacak olan model oluşturulmuştur. Buna göre Şekil 2 araştırma modelini göstermektedir. Psikolojik önyargıların kişilik özellikleri ile aralarında ilişki olup olmadığını anlamak için modelde ilk önce beş faktör kişilik özellikleri ile psikolojik önyargılar arasındaki ilişki kurgulanmıştır. Daha sonra bireylerin yüksek veya düşük risk toleransına sahip olmaları onların kişilik özellikleri ile açıklanıp açıklanamadığını test etmek için beş faktör kişilik özellikleri ile finansal risk toleransı arasındaki ilişki kurgulanmıştır. Son olarak modelde finansal risk toleransı seviyesinin demografik özellikler açısından farklılık gösterip göstermediğini anlamak amacıyla modelde risk toleransı ile demografik özellikler ilişkilendirilmiştir.



Şekil 2: Araştırmanın Modeli

3.4.1. Psikolojik Önyargılar Ölçeği

Araştırmada psikolojik önyargıları tespit etmek amacıyla davranışsal finansın önde gelen araştırmacılarının (Sutherland, 2011; Pompian, 2006) yaptıkları çalışmalardan yararlanılmıştır. Psikolojik önyargılar ölçeği, 7 psikolojik önyargıyı tespit etmek amacıyla 24 sorudan oluşmaktadır. Ölçekte yer alan psikolojik önyargılar davranışsal finans literatüründe yer almaktadır. Her bir önyargının ilişkili olduğu sorular aşağıda Tablo 2’de yer almaktadır.

- Temsililik Hevristik
- Bulunabilirlik Hevristik
- Demirleme Hevristik
- Aşırı Güven
- Aşırı İyimserlik
- Pişmanlıktan Kaçınma
- Sürü Davranışı

Tablo 2: Psikolojik Önyargılar Ölçeği Soru Dağılımı

1. Temsililik Hevristik Soruları	1-4-13-21
2. Bulunabilirlik Hevristik Soruları	6-7
3. Demirleme Hevristik Soruları	17-23
4. Aşırı Güven Soruları	8-9-11-15-19
5. Aşırı İyimserlik Soruları	3-20-22
6. Pişmanlıktan Kaçınma Soruları	5-12-14-16-24
7. Sürü Davranışı Soruları	2-10-18

3.4.2. Beş Faktör Kişilik Ölçeği

Yaklaşık 10 dile çevrilen ve birçok akademik çalışmada yer alan beş faktör kişilik ölçeği insan kaynakları, eğitim, akademik başarının test edilmesi gibi birçok alanda kullanılmaktadır (Karaman ve diğerleri, 2010:2358). Bununla birlikte beş faktör kişilik modeli yüzlerce araştırmayla desteklenmiş, kültürler arası standardizasyon (o kültüre uyum) araştırmaları yapılmış, geçerlik ve güvenilirlik çalışmaları yapılmıştır. Bireylerin kişilik yapılarını tanımlamak için gündelik dilde kullanılan sıfatların faktör analizi sonucu geliştirilen model, kişilik özellikleriyle davranışlar arasındaki ilişkilerin sistematik bir biçimde incelenebilmesine olanak

sağlamıştır (Solmuş, 2014). Araştırmada kullanılan beş faktör kişilik ölçeği İnci Pınar Ulu'nun (2007) "An Investigation of Adaptive and Maladaptive Dimensions of Perfectionism in Relation to Adult Attachment and Big Five Personality Traits" adlı doktora çalışmasından alınmıştır. Sözkonusu doktora tezinde ölçek ile ilgili bilgiler şu şekilde ifade edilmektedir:

Beş faktör kişilik ölçeği John, Donahue ve Kentle (1991) tarafından geliştirilen, geçerliliği ve güvenilirliği test edilen ölçekte 44 soru ve 5 boyut yer almaktadır. Ölçeğin Türkçe'de iki ayrı çevirisi bulunmaktadır. Bu araştırmada Alkan'ın (2006) çevirisi kullanılmaktadır.

Katılımcılardan her bir ifade için 1'den 5'e kadar katılma derecelerini gösteren 1= *Kesinlikle Katılmıyorum*, 2= *Katılmıyorum*, 3= *Kısmen*, 4= *Katılıyorum*, 5= *Kesinlikle Katılıyorum* şeklindeki 5'li likert ölçeğine göre kendilerine en uygun olan seçenekleri işaretlemeleri istenmiştir. Tablo 3'te beş faktör kişilik özelliği boyutlarının soru dağılımı yer almaktadır.

Tablo 3: Beş Faktör Kişilik Ölçeği Soru Dağılımı

Dışa Dönük	1-6T-11-16-21T-26-31T-36
Uyumlu	2T-7-12T-17-22-27T-32-37T-42
Sorumlu	3-8T-13-18T-23T-28-33-38-43T
Nevrotik	4-9T-14-19-24T-29-34T-39
Deneyime Açık	5-10-15-20-25-30-35T-40-41T-44

3.4.3. Finansal Risk Toleransı Ölçeği

Finansal risk toleransını ölçmek için John Grable ve Ruth H. Lytton'un (1999) "Financial Risk Tolerance Revisited: The Development of a Risk Assessment Instrument" adlı makalesindeki anket kullanılmıştır. Anket, Türkçeye çevrilmiş ve Türkiye'ye göre uyarlanmaya çalışılmıştır. Sözkonusu makalede anketteki soru sayısı 20 olmakla beraber 8 boyut ile riskin birden fazla boyutu ölçülmeye çalışılmıştır. Fakat daha sonra bu 20 sorudan 7 madde çıkarılmış soru sayısı 13'e indirilmiştir. Finansal risk toleransını ölçen 13 sorunun faktör analiz sonuçları ise 3 boyutu ölçmektedir: 1) Yatırım riski, 2) Risk rahatlığı ve tecrübesi, 3) Spekülatif risk. Bu çalışmada geçerliliği ve güvenilirliği değerlendirilmiş, kullanım kolaylığı sağlayan 13 soruluk anket kullanılmıştır.

Finansal risk toleransı sorularına verilen cevaplara göre farklı puanlar verilmiştir. Her bir maddenin cevabına, riskliliğine göre (1 ile 4 arası) ağırlık verilmiştir. Katılımcıların verdikleri cevaplar doğrultusunda finansal risk toleransı puanları elde edilecektir. Risk almaya istekli kişilerin finansal risk puanı yüksek tutulurken, riskten uzak duran kişilerin finansal risk toleransları düşük tutulmuştur. En yüksek finansal risk toleransı puanı 44 olarak belirlenmiştir. Bu durum bir yatırımcının risk almaya çok istekli olduğunu göstermektedir. En düşük finansal risk toleransı 16 olarak belirlenmiştir. Bu durum bir yatırımcının risk almaya çok istekli olmadığını göstermektedir. Medyan 30 olup, yaptığımız araştırmada 30 puanın altındakiler düşük finansal risk toleranslı; 30 puanın yukarısındakiler de yüksek finansal risk toleranslı olarak kabul edilmiştir. Tablo 4'te sorularının cevaplarının puanlaması gösterilmektedir.

Tablo 4: Finansal Risk Toleransı Sorularının Cevaplarının Puanlaması

Sorular	A	B	C	D
1	4	3	2	1
2	1	2	3	4
3	1	2	3	4
4	1	2	3	-
5	1	2	3	-
6	1	2	3	4
7	1	2	3	4
8	1	2	3	4
9	1	3	-	-
10	1	3	-	-
11	1	2	3	4
12	1	2	3	
13	1	2	3	4

3.4.4. Demografik Özellikler

Bu bölümde finansal yatırımcıların demografik özelliklerine ilişkin 9 genel soru yer almaktadır: Bunlar; Yaş – Cinsiyet (i); Eğitim - Medeni Durum (ii); Gelir (iii); Yatırım Yapma Süresi (iv).

3.5. Araştırma Sonuçlarının Değerlendirilmesi

Bu bölümde öncelikle araştırma kapsamındaki yatırımcıların demografik özelliklerine, beş faktör kişilik özelliklerine, psikolojik önyargılarına, finansal risk toleranslarına ilişkin tanımlayıcı istatistikler verilmiştir. Daha sonra ölçeklere ait

güvenirlilik analizleri, ki-kare, lojistik regresyon analiz sonuçları ile “t” t testi ve ANOVA analizi sonuçlarına yer verilmiştir.

3.5.1. Yatırımcıların Demografik ve Sosyo-Ekonomik Özelliklerinin Değerlendirilmesi

Araştırma kapsamındaki 536 kişinin demografik özelliklerine ilişkin bilgiler, gelir durumu hariç eksiksiz elde edilmiştir. Gelir durumuna ilişkin 536 yatırımcının 313’ünden cevap alınmıştır. Tablo 5, yatırımcıların demografik ve sosyo-ekonomik özelliklerine ilişkin tanımlayıcı istatistikleri göstermektedir.

Tablo 5: Yatırımcıların Demografik ve Sosyo-Ekonomik Özelliklerine İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler

Demografik Özellikler					
Cinsiyet	Frekans (f)	Yüzde (%)	Medeni Durum	Frekans (f)	Yüzde (%)
Erkek	477	89	Evli	251	46,8
Kadın	59	11	Bekar	279	52,1
Yaş Grupları	Frekans (f)	Yüzde (%)	Eğitim Durumu	Frekans (f)	Yüzde (%)
18-20	20	3,7	Lisans Üstü	136	25,4
21-30	217	40,5	Üniversite	343	64,0
31-40	158	29,5	Lise	51	9,5
41-50	94	17,5	Ortaokul	5	,9
51 ve üstü	47	8,8	İlkokul	1	,2
Fin. Pys. Yatırım Yapma Süresi	Frekans (f)	Yüzde (%)	Gelir Durumu (TL)	Frekans (f)	Yüzde (%)
1 yıldan az	149	27,8	0-2.000	65	12,1
1-3 yıl	135	25,2	2.001-3.000	76	14,2
4-6 yıl	82	15,3	3.0001-4.000	63	11,8
7-9 yıl	37	6,9	4.001-5.000	44	8,2
10 yıl ve Üzeri	133	24,8	5.001 ve Üzeri	65	12,1

Tablo 5’ten de görüldüğü üzere, araştırmada 536 yatırımcının cinsiyete göre dağılımının %89’unu erkekler, %11’ini kadınlar oluşturmaktadır. Dolayısıyla finansal piyasalarda ağırlıklı olarak erkeklerin faaliyet gösterdiği tespit edilmiştir. Diğer çalışmalar da incelendiğinde benzer sonuçların elde edildiği görülmektedir (Döm, 2003, Ede, 2007; Doğukanlı ve Önal, 2000). Bu durum erkek yatırımcıların finansal piyasalarla daha fazla ilgili olmalarından veya erkeklerin işgücü piyasasında

daha fazla yer almalarından kaynaklanabilir. Diğer taraftan kadınların finansal piyasalarla daha fazla ilgilenmeleri bu piyasadaki yatırımcı sayısının artmasını sağlayacağı ve kadınların ekonomiye farklı bir bakış açısı getirebilecekleri düşünülmektedir.

Yatırımcıların yaş gruplarının dağılımına bakıldığında 21-30 yaş aralığındaki yatırımcıların %40,5 ile çoğunlukta olduğu görülmektedir. Bunu %29,5 oranla 31-40 yaş aralığındaki yatırımcıların takip ettiği görülmektedir. Finansal piyasalarda işlem yapan yatırımcıların çoğunluğunun genç ve çalışma yaşında oldukları söylenebilir.

Yatırımcıların medeni durumlarına göre dağılım incelendiğinde %52,1 ile bekârların çoğunlukta olduğu görülmektedir. Fakat evli yatırımcılarla (%46,8) aralarında çok büyük bir fark görülmemektedir. Altı yatırımcı da (%1,1) duldur.

Araştırmada yatırımcıların %64'ünün üniversite mezunu olması, %25,4'ünün de lisansüstü mezunu olması eğitim seviyesinin yüksek olduğunu göstermektedir. Finansal piyasalarda işlem yapılabilmesi için belli bir eğitim seviyesinin olması gerektiği dolayısıyla belli bir eğitim seviyesindeki kişilerin finansal piyasalarla ilgilendiği söylenebilir.

Finansal piyasalarda yatırım yapma süreleri incelendiğinde 1 yıldan az (%27,8) yatırım yapan yatırımcılar ile 1- 3 yıl (%25,2) arasında yatırım yapan yatırımcıların çoğunlukta olduğu görülmektedir. Üniversite mezunlarının çoğunlukta olduğu yatırımcıların gelir durumları incelendiğinde 313 yatırımcının %14,2'sinin 2.000-3.000TL arasında gelir elde ettikleri tespit edilmiştir.

Yatırımcıların işlem yaptıkları finansal piyasalara ilişkin tanımlayıcı istatistikler Tablo 6'da gösterilmiştir.

Araştırma kapsamındaki yatırımcılara hangi finansal piyasalarda işlem yaptıkları sorulduğunda, cevap verenlerin daha çok (%57,6'sının) Borsa (Hisse senedi) piyasasında işlem yaptığı görülmektedir. Diğer çoğunluğun ise %9,7 ile VİOP'ta işlem yaptığı görülmektedir.

Tablo 6: Yatırımcıların İşlem Yaptıkları Finansal Piyasalara İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler

Finansal Piyasalarda İşlem Yapan Yatırımcıların Dağılımı		
Finansal Piyasalar	Frekans (f)	Yüzde (%)
Borsa (Hisse Senedi)	309	57,6
Borsa (Hisse Senedi), Forex	38	7,1
Borsa (Hisse Senedi), VİOP	45	8,4
Borsa (Hisse Senedi), VİOP, Forex	42	7,8
Forex	46	8,6
VİOP	52	9,7
VİOP, Forex	4	,7

Tablo 7, araştırma kapsamındaki katılımcıların kişilik özelliklerine ait tanımlayıcı istatistikleri göstermektedir.

Tablo 7: Yatırımcıların Beş Faktör Kişilik Özelliklerine İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler

Beş Faktör Kişilik Özellikleri		
Kişilik Boyutları	Frekans (f)	Yüzde (%)
Dışa Dönüklük	470	87,7
Uyumluluk	525	97,9
Sorumluluk	518	96,6
Nevrotiklik	331	61,8
Deneyime Açıklık	520	97,0

Buna göre araştırma kapsamındaki yatırımcıların %97,9 çoğunlukla uyumlu kişilik özelliğine sahip oldukları görülmektedir. Bunu %97 ile deneyime açık kişilik özelliğine sahip yatırımcılar, %96,6 sorumlu kişilik özelliğine sahip yatırımcılar, %87,7 dışa dönük kişilik özelliğine sahip yatırımcılar son olarak da %61,8 nevroitik kişilik özelliğine sahip yatırımcılar takip etmektedir.

Yatırımcıların psikolojik önyargılarına ilişkin tanımlayıcı istatistikler Tablo 8'de verilmiştir. Tablodan da görüleceği üzere araştırma kapsamındaki 536 yatırımcının %81'inde Temsililik Hevristici, %70,3'ünde Aşırı Güven, %65,5'inde Bulunabilirlik Hevristici, %56,2'sinde Pişmanlıktan Kaçınma, %52,8'inde Sürü Davranışı, %42,2'sinde Aşırı İyimserlik, %40,1'inde de Demirleme Hevristici olduğu tespit edilmiştir.

Tablo 8: Yatırımcıların Psikolojik Önyargılarına İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler

Psikolojik Önyargılar		
	Frekans (f)	Yüzde (%)
Temsililik Hevrstiki	434	81,0
Bulunabilirlik Hevrstiki	351	65,5
Demirleme Hevrstiki	215	40,1
Aşırı Güven	377	70,3
Aşırı İyimserlik	226	42,2
Pişmanlıktan Kaçınma	301	56,2
Sürü Davranışı	283	52,8

Tablo 9, yatırımcıların finansal risk toleranslarına ilişkin tanımlayıcı istatistikleri göstermektedir.

Tablo 9: Yatırımcıların Finansal Risk Toleransına İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler

Finansal Risk Toleransı		
	Frekans (f)	Yüzde (%)
Yüksek	233	43,5
Düşük	303	56,5
Toplam	536	100,0

Buna göre araştırma kapsamındaki yatırımcıların finansal risk toleranslarının düşük mü yoksa yüksek mi olup olmadıklarına bakıldığında, %56,5'inin düşük toleranslı olduğu, %43,5'inin de yüksek toleranslı olduğu görülmektedir. Diğer bir ifade ile arada çok büyük farklılık olmamakla birlikte yatırımcıların risk almaya çok istekli olmadıkları tespit edilmiştir. Finansal risk toleransı üzerine araştırma yapan Ceyhan (2008), katılımcıların finansal risk toleransı ortalamasını 27,12 olarak tespit etmiş olup, "en düşük", "düşük", "yüksek", "en yüksek" şeklinde finansal risk toleransı puanlaması gerçekleştirmiştir. Buna göre Ceyhan, 30-41 puan aralığına en yüksek; 27-29 puan aralığına da yüksek puan vermiştir. Araştırma sonucunda da en yüksek puana sahip grup 30 puanın yukarısında (%53) puan alanlarda görülmüştür. Bu çalışmada ise 30 puanın altında puan alan yatırımcılar düşük toleranslı olarak belirlenmiştir. Araştırma sonucunda düşük puan alan yatırımcıların daha çok olduğu görülmektedir. Jureviciene ve Jermakova'nın (2012) yaptığı çalışmada ise

katılımcıların orta seviyede risk aldıkları ortaya çıkmıştır. Dolayısıyla yapılan akademik çalışmalar farklı sonuçlar ortaya koymaktadır.

3.5.2. Araştırmada Kullanılan Ölçeklerin Güvenirliği

Güvenirlik, ölçümün tutarlı olmasının ölçütü olup bir ölçeğin ölçmek istediği özelliği ne ölçüde doğru ölçtüğünü göstermektedir. Ölçüm sonuçlarının farklı yerlerde uygulandığında benzer sonuçlar vermesi gerekmektedir (Çakmur, 2012:340). Bu çalışmada güvenilirlik analizi yapılırken Alpha modeli kullanılmıştır. Cronbach's Alpha sorular arası korelasyona bağlı uyum değeridir, soruların toplamdaki güvenilirlik seviyesini göstermektedir. Cronbach's Alpha değerinin 0,70 ve üstü olduğu durumlarda ölçeğin güvenilir olduğu kabul edilmektedir. Soru sayısı az olduğunda bu sınır 0,60 ve üstü olarak kabul edilmektedir (Durmuş ve diğerleri, 2012:89).

Tablo 10'da psikolojik önyargılar ölçeğinin güvenilirlik analizi, Tablo 11'de beş faktör kişilik ölçeğinin güvenilirlik analizi ve Tablo 12'de finansal risk toleransı ölçeğinin güvenilirlik analizi sonuçları yer almaktadır.

Tablo 10: Psikolojik Önyargılar Ölçeğinin Güvenirlik Analizi Sonuçları

Psikolojik Önyargılar Ölçeğinin Güvenirlik İstatistikleri	
Cronbach's Alpha	Madde Sayısı
,705	24

Tablo 11: Beş Faktör Kişilik Ölçeğinin Güvenirlik Analizi Sonuçları

Beş Faktör Kişilik Özellikleri Ölçeğinin Güvenirlik İstatistikleri	
Cronbach's Alpha	Madde Sayısı
,800	44

Tablo 12: Finansal Risk Toleransı Ölçeğinin Güvenirlik Analizi Sonuçları

Finansal Risk Toleransı Ölçeğinin Güvenirlik İstatistikleri	
Cronbach's Alpha	Madde Sayısı
,726	13

Tablolar birlikte değerlendirildiğinde çalışmada SPSS programı ile yapılan güvenilirlik testinde sözkonusu ölçeklerin güvenilirlik değerlerinin yeterli olduğu görülmektedir.

3.5.3. Yatırımcıların Beş Faktör Kişilik Özellikleri İle Psikolojik Önyargıları Arasındaki İlişkinin Ki-Kare Analizi

“HA: Yatırımcıların beş faktör kişilik özellikleri ile psikolojik önyargıları arasında anlamlı bir ilişki vardır.”

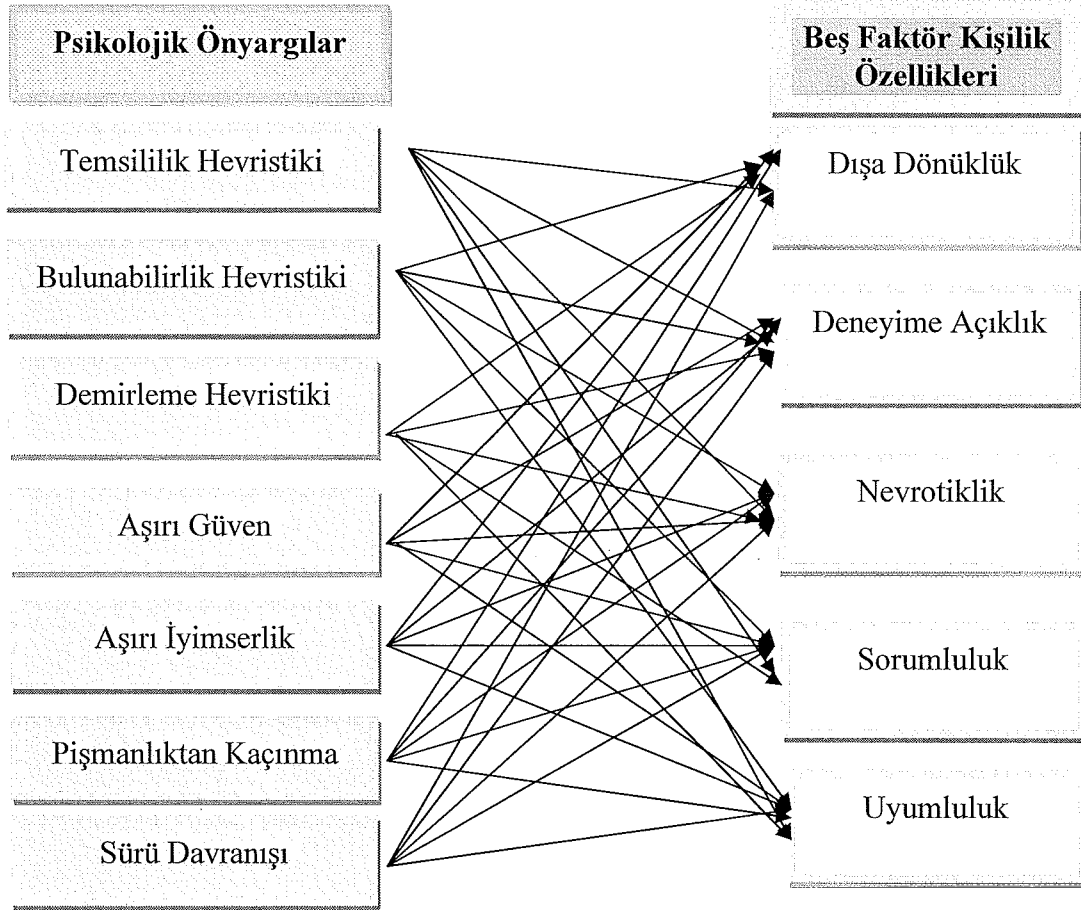
HA hipotezi için her bir psikolojik önyargı ile beş faktör kişilik özellikleri arasındaki ilişki incelenmiştir. Buna göre kurulan hipotezler;

Ho: Değişkenler birbirinden bağımsızdır.

H1: Değişkenler birbirinden bağımsız değildir.

Bu bağlamda araştırmada test edilen hipotezlerde kullanılan değişkenlere ait ilişki grafiği Şekil 3’te gösterilmiştir.

Şekil 3: Yatırımcıların Kişilik Özellikleri İle Psikolojik Önyargıları Arasındaki İlişkinin Analizi



Çalışmada Ki Kare analizinden yararlanılmıştır. Ki kare analizi gözlenen ve beklenen değerler arasındaki farkın anlamlı olup olmadığına bakmaktadır. Nitel (kategorik) iki değişken arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olup olmadığına bakmak için ki kare analizi kullanılmaktadır. Bu analizden yararlanılmasının nedeni çalışmadaki değişkenlerin kategorik ve grupların birbirinden bağımsız olmasından kaynaklanmaktadır.

Hangi kişilik özelliklerine sahip yatırımcıların hangi psikolojik önyargıları gösterdiğini tespit etmek amacıyla kurulan hipotezler ki-kare analiz yöntemiyle test edilmiş ve sonuçlar Tablo 13'te verilmiştir. Buna göre elde edilen bulgular şu şekildedir;

Tablo 13: Beş Faktör Kişilik Özellikleri İle Psikolojik Önyargılar Arasındaki İlişkinin Ki-Kare Analizi Sonuçları

DEĞİŞKENLER		BEŞ FAKTÖR KİŞİLİK ÖZELLİKLERİ				
		Dışa Dönük	Uyumlu	Sorumlu	Nevrotik	Deneyime Açık
PSİKOLOJİK ÖNYARGILAR	Temsililik Hevristik	%86,6	%97,7	%96,3	%62,0	%96,5
		P:0,013<0,05 (HA1)	P:0,035<0,05 (HA2)	P: 0,302	P: 0,823	P: 0,158
	Bulunabilirlik Hevristik	%85,8	%98,9	%96,3	%62,7	%97,4
		P: 0,061	P:0,045<0,05 (HA7)	P: 0,541	P: 0,544	P: 0,430
	Demirleme Hevristik	%89,8	%97,7	%96,7	%62,8	%94,9
		P: 0,230	P:0,047<0,05 (HA12)	P:0,029<0,05 (HA13)	P: 0,686	P: 0,177
	Aşırı Güven	%88,6	%98,4	%97,3	%57,8	%97,1
		P:0,003<0,05 (HA16)	P:0,020<0,05 (HA17)	P: 0,163	P: 0,395	P:0,004<0,05 (HA20)
	Aşırı İyimserlik	%92,9	%98,2	%96,5	%55,8	%96,9
		P: 0,164	P:0,005<0,05 (HA22)	P: 0,842	P: 0,146	P:0,005<0,05 (HA25)
Pişmanlıktan Kaçınma	%89,4	%97,3	%96,3	%63,5	%96,7	
	P: 0,180	P: 0,210	P:0,021<0,05 (HA28)	P:0,036<0,05 (HA29)	P: 0,604	
Sürü Davranışı	%89,4	%98,6	%96,5	%64,0	%96,5	
	P:0,020<0,05 (HA31)	P:0,027<0,05 (HA32)	P: 0,812	P: 0,267	P: 0,430	

Dışa dönük kişiler, temsililik hevristici, aşırı güven ve sürü davranışı psikolojik önyargılarına maruz kalmaktadır. Buna göre dışa dönük kişiler ile ilgili hipotezlerde:

“**HA1:** Dışa dönük kişilik özelliği ile temsililik hevristici arasında ilişki vardır.” hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde ölçülmüş olup **p: 0,013<0,05** olduğundan **kabul edilmiştir**. Dışa dönük kişilerin %86,6’sında temsililik hevristici olduğu tespit edilmiştir.

“**HA16:** Dışa dönük kişilik özelliği ile aşırı güven arasında ilişki vardır.” hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde ölçülmüş olup **p: 0,003<0,05** olduğundan **kabul edilmiştir**. Dışa dönük kişilerin %88,6’sında aşırı güven olduğu tespit edilmiştir. Jamshidinavid ve diğerlerinin (2012), Bashir ve diğerlerinin (2013), Zaidi ve Tauni’nin (2012) yaptıkları araştırma sonuçları da dışa dönük yatırımcıların aşırı güven önyargısı içerisinde olduklarını göstermektedir.

“**HA31:** Dışa dönük kişilik özelliği ile sürü davranışı arasında ilişki vardır.” hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde ölçülmüş olup **p:0,020<0,05** olduğundan **kabul edilmiştir**. Dışa dönük kişilerin %89,4’ünde sürü davranışı olduğu tespit edilmiştir.

Dışa dönüklerle ilgili akademik çalışmalara bakıldığında Lin’in (2011) yaptığı çalışmada da benzer şekilde dışa dönük kişilerin hem sürü davranışı hem de aşırı güven gösterdiği tespit edilmiştir.

Uyumluluk kişilik özelliğine sahip kişiler temsililik hevristici, bulunabilirlik hevristici, demirleme hevristici, aşırı güven, aşırı iyimserlik ve sürü davranışı psikolojik önyargılarına maruz kalmaktadır. Buna göre uyumlu kişiler ile ilgili hipotezlerde:

“**HA2:** Uyumluluk kişilik özelliği ile temsililik hevristici arasında ilişki vardır.” hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde ölçülmüş olup **p: 0,035<0,05** olduğundan **kabul edilmiştir**. Uyumlu kişilerin %97,7’sinde temsililik hevristici olduğu tespit edilmiştir.

“**HA7:** Uyumluluk kişilik özelliği ile bulunabilirlik hevristici arasında ilişki vardır.” hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde ölçülmüş olup **p: 0,045<0,05** olduğundan **kabul edilmiştir**. Uyumlu kişilerin %98,9’unda bulunabilirlik hevristici olduğu tespit edilmiştir.

“**HA12:** Uyumluluk kişilik özelliği ile demirleme hevristikleri arasında ilişki vardır.” hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde ölçülmüş olup **p: 0,047<0,05** olduğundan **kabul edilmiştir**. Uyumlu kişilerin %97,7’sinde demirleme hevristikleri olduğu tespit edilmiştir.

“**HA17:** Uyumluluk kişilik özelliği ile aşırı güven arasında ilişki vardır.” hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde ölçülmüş olup **p: 0,020<0,05** olduğundan **kabul edilmiştir**. Uyumlu kişilerin %98,4’ünde aşırı güven olduğu tespit edilmiştir. Akademik literatürdeki çalışmalarda farklı sonuçlar elde edilmekle birlikte Zaidi ve Tauni’nin (2012) Pakistan’ın Lahore kentindeki yatırımcılar üzerinde yaptıkları araştırmada da uyumlu kişilerin aşırı güven psikolojik önyargısına maruz kaldığı sonucu elde edilmiştir.

“**HA22:** Uyumluluk kişilik özelliği ile aşırı iyimserlik arasında ilişki vardır.” hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde ölçülmüş olup **p: 0,005≤0,05** olduğundan **kabul edilmiştir**. Uyumlu kişilerin %98,2’sinde aşırı iyimserlik olduğu tespit edilmiştir.

“**HA32:** Uyumluluk kişilik özelliği ile sürü davranışı arasında ilişki vardır.” hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde ölçülmüş olup **p: 0,027<0,05** olduğundan **kabul edilmiştir**. Uyumlu kişilerin %98,6’sında sürü davranışı olduğu tespit edilmiştir.

Sorumluluk kişilik özelliğine sahip kişiler, demirleme hevristikleri ve pişmanlıktan kaçınma psikolojik önyargılarına maruz kalmaktadır. Buna göre sorumluluk kişilik özelliğine sahip kişilerle ilgili hipotezlerde:

“**HA13:** Sorumluluk kişilik özelliği ile demirleme hevristikleri arasında ilişki vardır.” hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde ölçülmüş olup **p: 0,029<0,05** olduğundan **kabul edilmiştir**. Sorumlu kişilerin %96,7’sinde demirleme hevristikleri olduğu tespit edilmiştir.

“**HA28:** Sorumluluk kişilik özelliği ile pişmanlıktan kaçınma arasında ilişki vardır.” hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde ölçülmüş olup **p: 0,021<0,05** olduğundan **kabul edilmiştir**. Sorumlu kişilerin %96,3’ünün pişmanlıktan kaçınma davranışı gösterdikleri tespit edilmiştir.

Nevrotik kişilik özelliğine sahip kişiler, pişmanlıktan kaçınma psikolojik önyargısına maruz kalmaktadır. Nevrotik kişilik özelliğine sahip kişilerle ilgili hipotezlerde:

“**HA29:** Nevrotiklik kişilik özelliği ile pişmanlıktan kaçınma arasında ilişki vardır.” hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde ölçülmüş olup **p: 0,036<0,05** olduğundan **kabul edilmiştir**. Nevrotik kişilerin %63,5’inin pişmanlıktan kaçınma davranışı gösterdikleri tespit edilmiştir.

Deneyime açık kişiler, aşırı güven ve aşırı iyimserlik psikolojik önyargılarına maruz kalmaktadır. Deneyime açık kişilik özelliğine sahip kişilerle ilgili hipotezlerde:

“**HA20:** Deneyime açıklık kişilik özelliği ile aşırı güven arasında ilişki vardır.” hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde ölçülmüş olup **p: 0,004<0,05** olduğundan **kabul edilmiştir**. Deneyime açık kişilerin %97,1’inde aşırı güven olduğu tespit edilmiştir. Benzer şekilde Sadi ve diğerleri (2011) ve Lin (2011) deneyime açıklık ve aşırı güven arasında pozitif bir ilişki tespit etmişlerdir.

“**HA25:** Deneyime açıklık kişilik özelliği ile aşırı iyimserlik arasında ilişki vardır.” hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde ölçülmüş olup **p: 0,005≤0,05** olduğundan **kabul edilmiştir**. Deneyime açık kişilerin %96,9’unda aşırı iyimserlik olduğu tespit edilmiştir.

3.5.4. Yatırımcıların Beş Faktör Kişilik Özellikleri İle Finansal Risk Toleransı Arasındaki İlişkinin Lojistik Regresyon İle Analizi

“**HB:** *Yatırımcıların beş faktör kişilik özellikleri ile finansal risk toleransları arasında ilişki vardır.*”

HB hipotezini test etmek diğer bir ifade ile finansal risk toleransını beş faktör kişilik özellikleri ile açıklayabilir miyiz?”, “Dışa dönük, uyumlu, sorumlu, nevrotik, deneyimlere açık kişilerin finansal risk toleransları yüksek midir, düşük müdür?” sorusunu cevaplamak için ikili lojistik regresyon analiz modeli kullanılmıştır. Çalışmadaki lojistik regresyon analizi modelinde bağımlı değişken yani diğer değişkenlerden etkilenen (iki kategorili: “yüksek” - “düşük”) değişken finansal risk toleransı; bağımsız değişkenler ise (dışa dönük, uyumluluk, sorumluluk, nevrotiklik, deneyime açıklık) beş faktör kişilik özellikleridir. Çalışmada lojistik regresyonda standart (enter) yöntemi kullanılmıştır. Analiz sonuçlarına geçmeden önce çalışmada kullanılan lojistik regresyon analizi hakkında, tabloların yorumlanmasına açıklık getirmek amacıyla kısaca bilgi verilmiştir.

Lojistik regresyon iki ya da daha fazla kategorisi olan bağımlı değişken ile bağımsız değişkenler arasındaki doğrusal olmayan ilişkiyi belirlemeye çalışmakta ve oluşturulan modele göre bağımlı değişkenin alabileceği değerlerden birinin gerçekleşme olasılığını tahmin etmeyi amaçlamaktadır (Yıldız, 2014:80). Hosmer ve Lemeshow testi, bağımsız değişkenlerden hiçbirinin bağımlı üstünlük oranıyla anlamlı doğrusal bir ilişki göstermediğini ileri süren sıfır hipotezini test etmektedir. Bu testin anlamlı çıkmaması diğer bir ifade ile $p > 0,5$ olması ve boş hipotezin reddedilmesi modelin yeterli bir uyum iyiliğine sahip olduğunu göstermektedir. Kısaca test, modelin uyum iyiliğini ölçmektedir. Modelin anlamlılığını test etmek için kurulan hipotezler şu şekildedir. Ho: Kurulan lojistik regresyon analizi modeli anlamlı değildir. H1: Kurulan lojistik regresyon analizi modeli anlamlıdır. Modelin anlamlılığını test eden yöntemlerden biri olan wald istatistiği de beta katsayılarının sıfırdan anlamlı farklılık gösterip göstermediğinin belirlenmesinde kullanılıp her bir değişkenin modele olan katkısını ifade etmektedir. Fakat hipotez testlerinin sınanmasında wald istatistiği önerilmemekte bunun yerine ilgili değişken modele eklenerek veya çıkartılarak 2LL (2 Log likelihood) değerindeki değişimler değerlendirilerek test yapılmaktadır. Wald istatistiğinin önerilmemesinin nedeni, lojistik regresyon katsayısı mutlak değer olarak büyüdükçe tahmin edilen standart hatalar anormal bir biçimde büyümekte bu durum wald istatistiğinin küçük çıkmasına ve gerçekte sıfır hipotezinin reddedilmesi gerekirken kabul edilmesine yol açmaktadır. Kısaca modeldeki değişkenlerin anlamlılığının test edilmesinde iki yöntem kullanılmaktadır. Bunlardan biri wald istatistiği diğeri de likelihood ratio test: olabilirlik oran testi (Albayrak'tan aktaran Telli, 2013:46-47; Yıldız, 2014:82).

-2Log likelihood istatistiği, bir olayın olma olasılığının olmama olasılığına bölümü olup açıklayıcı değişkenler ile bağımlı değişkenler arasındaki ilişkinin var olduğunu göstermektedir. Log olabilirlik değeri, 0-1 aralığında değer almaktadır. Bu oran bağımlı değişkenin bağımsız değişkenler tarafından tahmin edilme olasılığını göstermektedir.

Omnibus Testi, modelde yer alan tüm açıklayıcı değişkenlerin birlikte bağımlı değişkeni tahmin etme kabiliyetini ölçen testtir. Bu testin anlamlı çıkması, en az bir değişkenin bağımlı değişkenle anlamlı bir ilişkiye sahip olduğunu ve bu nedenle modelin verilere yeterince uyduğunu göstermektedir (Yıldız, 2014:82).

Cox ve Snell R^2 ile Nagelkerke R^2 istatistikleri de bağımlı değişkenlerle bağımsız değişkenler arasındaki ilişkinin derecesini ifade etmekte, modelin verileri daha iyi temsil ettiği durumlarda bu istatistiklerin değerleri artmaktadır.

3.5.4.1. Dışa Dönük Kişilik Özelliği İle Finansal Risk Toleransı Arasındaki İlişkinin Lojistik Regresyon Analizi

“*H_{B1}: Dışa dönük kişilik özelliği ile finansal risk toleransı arasında ilişki vardır.*” Hipotezinin test edildiği lojistik regresyon analizi sonuçları Tablo 14’te yer almaktadır.

Tablo 14: Dışa Dönük Kişilik Özelliği İle Finansal Risk Toleransı Arasındaki İlişkinin Lojistik Regresyon Analizi Sonuçları

Değişken	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp (B)
Dışa Dönük	,255	,131	3,779	1	,049	1,291
Constant	,-1,124	,453	6,165	1	,013	,325
Hosmer and Lemeshow Test			Omnibus Tests of Model Coefficients			
Chi-square	df	Sig.	Chi-squae	df	Sig.	
11,150	8	,193	3,822	1	,050	
Step	-2Log Likelihood	Cox&Snell R ²	Nagelkerke R ²			
1	730,063 ^a	,671	,715			

Tablo 14’ten de görüleceği üzere bağımlı değişken finansal risk toleransı ile bağımsız değişken dışa dönük kişilik özelliği arasındaki ilişkinin lojistik regresyon analizinde modelin anlamlılığının test edildiği Omnibus testi sonuçlarına göre %5 anlam düzeyinde kurulan model, p olasılık değerinin $(0,050) \leq 0,05$ ’e eşit olmasından dolayı istatistiki olarak anlamlı kabul edilmektedir. Bağımlı değişken finansal risk toleransı ile bağımsız değişken dışa dönük kişilik özelliği arasındaki ilişkinin derecesinin Cox&Snell R^2 ’ye göre %67; Nagelkerke R^2 ’ye göre %72 olduğu görülmektedir. Elde edilen modelin geçerliliği Hosmer Lemeshow Testi ile sınanmıştır. Lojistik regresyon modelinin bir bütün olarak uyumunu, modelin uyum iyiliğini gösteren bu teste ilişkin sonucun anlamlı çıkması $p: 0,193 > 0,05$ model veri uyumunun yeterli düzeyde olduğunu göstermektedir. Wald kriterine göre dışa dönük kişilik özelliği, finansal risk toleransını tahmin etmede istatikselsel olarak $p: 0,049 < 0,05$ olduğundan anlamlı olduğunu göstermektedir. İlgili değişken bir birim arttığında olasılık oranındaki değişimi gösteren Exp (B) değeri de 1,291 çıkmış olup bu durum dışa dönüklük değişkeninin değeri bir birim arttığında finansal risk toleransının da

1,2 kat arttığını ifade etmektedir. Analiz sonuçlarına göre dışa dönük kişilik özelliği finansal risk toleransının açıklamakta ve dışa dönük kişilerin finansal risk toleranslarının yüksek olduğu görülmektedir. Sonuç olarak **HB1 hipotezi kabul edilmiştir.**

3.5.4.2. Uyumluluk Kişilik Özelliği ile Finansal Risk Toleransı Arasındaki İlişkinin Lojistik Regresyon Analizi

“**HB2: Uyumluluk kişilik özelliği ile finansal risk toleransı arasında ilişki vardır.**” hipotezinin test edildiği lojistik regresyon analizi sonuçları Tablo15’te yer almaktadır.

Tablo 15: Uyumluluk Kişilik Özelliği İle Finansal Risk Toleransı Arasındaki İlişkinin Lojistik Regresyon Analizi Sonuçları

Değişken	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp (B)
Uyumlu	,-121	,169	,515	1	,047	,886
Constant	,184	,629	,086	1	,769	1,202
Hosmer and Lemeshow Test			Omnibus Tests of Model Coefficients			
Chi-square	df	Sig.	Chi-square	df	Sig.	
10,346	8	,242	,515	1	,047	
Step	-2Log Likelihood	Cox&Snell R ²	Nagelkerke R ²			
1	733,371 ^a	,461	,511			

Tablo 15’den de görüleceği üzere modelin anlamlılığın test edildiği Omnibus testi sonuçlarına bakıldığında %5 anlam düzeyinde kurulan model, p olasılık değerinin (0,047)<0,05’ten düşük olması nedeniyle istatistiki olarak anlamlı kabul edilmektedir. Bağımlı değişken finansal risk toleransı ile bağımsız değişken uyumluluk kişilik özelliği arasındaki ilişkinin derecesi Cox&Snell R²’ye göre %46; Nagelkerke R²’ye göre de %51 olarak belirlenmiştir. Hosmer Lemeshow testindeki p değerinin (0,242)>0,05’ten büyük çıkması model veri uyumunun kabul edilebilir düzeyde olduğunu göstermektedir. Wald kriterine göre uyumlu kişilik özelliği finansal risk toleransını tahmin etmede p: 0,047<0,05 olduğundan istatistiksel olarak anlamlı kabul edilmektedir. Tüm bu sonuçlarla birlikte uyumluluk kişilik özelliği finansal risk toleransını açıklamakta fakat uyumlu kişilerin finansal risk toleranslarının düşük olduğu görülmektedir. **HB2 hipotezi kabul edilmiştir.**

3.5.4.3. Sorumluluk Kişilik Özelliği İle Finansal Risk Toleransı Arasındaki İlişkinin Lojistik Regresyon Analizi

“*HB3: Sorumluluk kişilik özelliği ile finansal risk toleransı arasında ilişki vardır.*” hipotezinin test edildiği lojistik regresyon analizi sonuçları Tablo 16’ da yer almaktadır.

Tablo 16: Sorumluluk Kişilik Özelliği ile Finansal Risk Toleransı Arasındaki İlişkinin Lojistik Regresyon Analizi Sonuçları

Değişken	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp (B)
Sorumlu	,-136	,133	1,037	1	,031	,873
Constant	,251	,511	,240	1	,624	1,285
Hosmer and Lemeshow Test			Omnibus Tests of Model Coefficients			
Chi-square	df	Sig.	Chi-square	df	Sig.	
2,821	8	,945	1,039	1	,031	
Step	-2Log Likelihood	Cox&Snell R ²	Nagelkerke R ²			
1	732,847 ^a	,360	,386			

Bağımsız değişken sorumlu kişilik özelliği ile bağımlı değişken finansal risk toleransı arasındaki ilişkinin lojistik regresyon analizi sonuçlarına göre kurulan model, istatistiki açıdan omnibus testi p değerinin (0,031)<0,05’ten küçük olması nedeniyle anlamlı bulunmuştur. Finansal risk toleransı ile sorumluluk kişilik özelliği arasındaki ilişkinin derecesi Cox&Snell R²’ye göre %36; Nagelkerke R²’ye göre de %39 olarak belirlenmiştir. Hosmer Lemeshow testindeki p değerinin (0,945)>0,05’ten büyük çıkması, model veri uyumunun kabul edilebilir düzeyde olduğunu göstermektedir. Wald kriterine göre sorumlu kişilik değişkeni finansal risk toleransını tahmin etmede p:0,031<0,05 olduğundan istatistiksel olarak anlamlı kabul edilmektedir. Sorumluluk kişilik özelliği finansal risk toleransını açıklamakla birlikte, sorumlu kişilerin finansal risk toleranslarının düşük olduğu görülmektedir. *HB3 hipotezi kabul edilmiştir.*

3.5.4.4. Nevrotik Kişilik Özelliği İle Finansal Risk Toleransı Arasındaki İlişkinin Lojistik Regresyon Analizi

“*HB4: Nevrotik kişilik özelliği ile finansal risk toleransı arasında ilişki vardır.*” hipotezinin test edildiği lojistik regresyon analizi sonuçları Tablo 17’de yer almaktadır.

Tablo 17: Nevrotik Kişilik Özelliği İle Finansal Risk Toleransı Arasındaki İlişkinin Lojistik Regresyon Analizi Sonuçları

Değişken	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp (B)
Nevrotik	,223	,132	2,853	1	,020	,800
Constant	,354	,375	,893	1	,345	1,425
Hosmer and Lemeshow Test			Omnibus Tests of Model Coefficients			
Chi-square	df	Sig.	Chi-square	df	Sig.	
11,099	8	,196	2,878	1	,020	
Step	-2Log Likelihood	Cox&Snell R ²	Nagelkerke R ²			
1	731,008 ^a	,654	,718			

Bağımsız değişken nevroitik kişilik özelliği ile bağımlı değişken finansal risk toleransı arasındaki ilişkinin lojistik regresyon analizi sonuçlarına göre kurulan model, istatistiki açıdan omnibus testi p değerinin (0,020)<0,05’ten küçük olması nedeniyle anlamlı bulunmuştur. Finansal risk toleransı ile nevroitik kişilik özelliği arasındaki ilişkinin derecesi Cox&Snell R²’ye göre %65; Nagelkerke R²’ye göre de %72 olarak belirlenmiştir. Hosmer Lemeshow testindeki p değerinin (0,196)>0,05’ten büyük çıkması, model veri uyumunun kabul edilebilir düzeyde olduğunu göstermektedir. Wald kriterine göre nevroitik kişilik özelliği finansal risk toleransını tahmin etmede p: 0,020<0,05 olduğundan istatikselsel olarak anlamlı kabul edilmektedir. Analiz sonuçlarına göre nevroitik kişilik özelliği ile finansal risk toleransı arasında ilişki vardır ve nevroitik kişilerin finansal risk toleransları yüksektir. *HB4 hipotezi kabul edilmiştir.*

3.5.4.5. Deneyimlere Açık Kişilik Özelliği İle Finansal Risk Toleransı Arasındaki İlişkinin Lojistik Regresyon Analizi

“*HB5: Deneyimlere açık kişilik özelliği ile finansal risk toleransı arasında ilişki vardır.*” hipotezinin test edildiği lojistik regresyon analizi sonuçları Tablo 18’de yer almaktadır.

Tablo 18: Deneyimlere Açık Kişilik Özelliği İle Finansal Risk Toleransı Arasındaki İlişkinin Lojistik Regresyon Analizi Sonuçları

Değişken	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp (B)
Deneyimlere Açık	,205	,150	1,862	1	,017	1,228
Constant	-1,035	,573	3,258	1	,071	,355
Hosmer and Lemeshow Test			Omnibus Tests of Model Coefficients			
Chi-square	df	Sig.	Chi-square	df	Sig.	
4,240	8	,835	1,876	1	,017	
Step	-2Log Likelihood	Cox&Snell R ²	Nagelkerke R ²			
1	732,010 ^a	,349	,469			

Bağımsız değişken deneyimlere açıklık kişilik özelliği ile bağımlı değişken finansal risk toleransı arasındaki ilişkinin lojistik regresyon analizi sonuçlarına göre, kurulan model, istatistiki açıdan omnibus testi p değerinin (0,017)<0,05'ten küçük olması nedeniyle anlamlı bulunmuştur. Finansal risk toleransı ile deneyimlere açıklık kişilik özelliği arasındaki ilişkinin derecesi Cox&Snell R²'ye göre %35; Nagelkerke R²'ye göre de %47 olarak belirlenmiştir. Hosmer Lemeshow testindeki p değerinin (0,84)>0,05'ten büyük çıkması, model veri uyumunun kabul edilebilir düzeyde olduğunu göstermektedir. Wald kriterine göre deneyime açık kişilik özelliği finansal risk toleransını tahmin etmede p: 0,17<0,05 olduğundan istatistiksel olarak anlamlı kabul edilmektedir. Sonuç olarak deneyimlere açık kişilik özelliği ile finansal risk toleransı arasında ilişki vardır. Deneyimlere açık kişilerin finansal risk toleransları yüksektir. Analiz sonuçlarına göre **HB5 hipotezi kabul edilmiştir.**

Lojistik regresyon analiz sonuçlarına göre "**HB: Yatırımcıların beş faktör kişilik özellikleri ile finansal risk toleransları arasında ilişki vardır.**" hipotezi ile alt hipotezler doğrulanmış olup kişilik özelliklerine düşük ya da yüksek finansal risk toleransları tablo 19'da özetlenmiştir.

Tablo 19: Beş Faktör Kişilik Özelliklerine Göre Yatırımcıların Finansal Risk Tolerans Seviyeleri

Finansal Risk Toleransı	Dışa Dönük	Uyumlu	Sorumlu	Nevrotik	Deneyime Açık
Yüksek	△			△	△
Düşük		▽	▽		

Akademik literatür incelendiğinde benzer sonuçların elde edildiği tespit edilmiştir. Buna göre Dohmen ve diğerleri (2007), yapmış oldukları çalışmada benzer şekilde dışa dönük ve deneyime açık kişilerin risk almaya istekli olduklarını tespit etmiştir. Durand ve diğerleri (2006), nevroitik, deneyimlere açık ve uyumlu kişilerin yüksek risk aldıklarını, sorumlu kişilerin ise düşük risk aldıklarını tespit etmiştir. Bir tek uyumlu kişilerin risk tutumları bu çalışmayla örtüşmemektedir. Peterson (2012) ise nevroitik kişilerin kaybettiklerini geri almak için daha fazla risk aldıklarını, sorumlu kişilerin zarar ettiklerinde riske girmediklerini öne sürmektedir.

3.5.5. Yatırımcıların Demografik Özellikleri İle Finansal Risk Toleransları Arasındaki İlişkinin “T” Testi ve ANOVA Analizi

“HC: Yatırımcıların demografik özellikleri ile finansal risk toleransları arasında anlamlı bir farklılık vardır.”

Yatırımcıların demografik özellikleri ile finansal risk toleransları arasındaki ilişkiyi incelemek amacıyla iki kategorili değişkenler için “t testi” ikiden fazla değişkenler için one way ANOVA analizi kullanılmıştır. “T” testi ile iki grubun ortalamaları karşılaştırılarak aradaki farkın rastlantısal mı yoksa istatistiksel olarak anlamlı mı olduğuna karar verilir. Üç tür “t” testi bulunmaktadır. Bunlar tek grup “t” testi (one-simple t test), bağımsız iki grup arası farkların “t” testi (independent samples t testi) ve eşleştirilmiş iki grup (paired-samples t test) arasındaki farklılıkların incelenmesine yönelik “t” testidir. Bu çalışmada independent “t” testi kullanılmıştır. Cinsiyet ve medeni durum değişkenleri için kategori sayısı 2 olduğu için t testi; eğitim ve gelir durumu, finansal piyasalarda yatırım yapma süresi ve yaş aralığı değişkenleri için kategori sayısı ikiden fazla olduğu için ANOVA testi kullanılmıştır. İki kategorili değişkenler için “t” testi, “Erkek ve kadınların finansal risk toleransları arasında farklılık var mı?” ve “Evli ve bekâr kişilerin finansal risk toleransları arasında farklılık var mı?” sorularına cevap aramaktadır. Bağımsız iki grubun karşılaştırıldığı t testinin hesaplamasında gruplar arasında varyans farkının

olup olmadığının test edilmesi gerekmektedir. Bunun için bu çalışmada levene testinden yararlanılmıştır. Sonuçların değerlendirilmesinde levene testine göre yorum yapılacaktır.

3.5.5.1. Yatırımcıların Cinsiyeti İle Finansal Risk Toleransı Arasındaki İlişki

Bu çalışmada cinsiyete göre yatırımcıların finansal risk toleranslarının farklılık gösterip göstermediği “t” testi ile test edilmiştir. Sonuçlar Tablo 20’de verilmiştir.

Tablo 20: Cinsiyet İle Finansal Risk Toleransı Arasındaki İlişkinin “T” Testi Sonuçları

Cinsiyet	N	Mean
Erkek	477	,4591
Kadın	59	,2373
Independent Sample Test		
	Levene’s Test for Equality of Variances	t-test for Equality of Means
	F	Sig.
	Sig. (2-tailed)	
Equal variances assumed	136,018	,000
Equal variances not assumed		,000

Tablo 20’den de görüleceği üzere erkeklerin ortalaması (,4591) kadınlardan (,2373) yüksektir. Cinsiyet ile finansal risk toleransı arasındaki farkın anlamlı olup olmadığı bağımsız örneklem t testi sonuçlarından elde edilmiştir. Levene testinde Sig.: ,000<0,05 küçük çıkmış olup varyansların eşit olmadığı görülmüştür. Buna göre Sig. (2-tailed) :000<0,05 olduğu için erkekler ile kadınlar arasında finansal risk toleransı açısından anlamlı bir farklılık vardır. Erkeklerin kadınlara oranla finansal risk toleranslarının daha yüksek olduğu söylenebilir. **H₀₁ hipotezi kabul edilmiştir.**

Demografik çalışmalarda, cinsiyet etkisi birçok araştırmacı tarafından yatırımcı davranışlarını açıklamada kullanılmıştır. Araştırmacılar, riskten kaçınmada cinsiyetin anahtar bir rol oynadığı sonucuna varmışlardır (Thomas ve Rajendran, 2012). Buna göre analiz sonuçları Ceyhan’ın (2008), Hallahan ve diğerleri (2004) ile Kahyaoğlu’nun (2011) çalışmaları aynı sonuçları vermiştir. Riski farklı alanlarda inceleyen Harris ve diğerleri (2006), Weber ve diğerleri (2002) kadınların sosyal risk dışında tüm alanlarda riskten kaçınma tavrı sergilediklerini belirlemişlerdir. Yine Barber ve Odean (2001) yaptıkları araştırmada erkeklerin kadınlara oranla daha riskli

yatırımları tercih ettiklerini ortaya koymuşlardır. Peterson (2012:367) finansal piyasalarda para kaybeden kadınların yatırımla ilgili olumsuz anılarını unutmadıklarını bu sebeple bir ayı piyasasından sonra paralarını tekrar yatırıma yöneltmediklerini; erkeklerin ise olumsuz duygulardan sonra kendilerini daha kolay toparlayıp ve tekrar boğa piyasasında kaybettiklerini geri almaya yöneldiklerini belirtmiştir.

3.5.5.2. Yatırımcıların Medeni Durumu İle Finansal Risk Toleransı Arasındaki İlişki

Yatırımcıların medeni durumlarına göre finansal risk toleranslarının farklılık gösterip göstermediği t testi ile test edilmiştir. Sonuçlar Tablo 21’de verilmiştir.

Tablo 21: Medeni Durum İle Finansal Risk Toleransı Arasındaki İlişkinin “T” Testi Sonuçları

Medeni Durum	N	Mean
Bekar	251	,4502
Evli	279	,4194
Independent Sample Test		
	Levene’s Test for Equality of Variances	t-test for Equality of Means
	F	Sig.
Equal variances assumed	1,895	,169
Equal variances not assumed		,475
		,476

Buna göre t testi sonuçları dikkate alındığında bekâr yatırımcıların ortalaması (,4502); evli (,4194) yatırımcılara göre daha yüksektir. Bekâr yatırımcıların finansal risk toleransları daha yüksektir. Levene testinde Sig: 169>0,05 olduğundan varyanslar eşit dağılmıştır. Medeni durum ile finansal risk toleransı arasında anlamlı bir farklılık olup olmadığına bakıldığında Sig. (2-tailed): ,475>0,05 olduğundan medeni durum ile finansal risk toleransı arasında anlamlı bir farklılık görülmemiştir. *HC2 hipotezi reddedilmiştir.*

3.5.5.3. Yatırımcıların Yaş Gruplarına Göre Finansal Risk Toleransı Arasındaki İlişki

Yatırımcıların yaş gruplarına göre finansal risk toleranslarının anlamlı bir farklılık gösterip göstermediği “one way ANOVA testi” ile test edilmiştir. Bunun için öncelikle varyansların homojenliğine, daha sonra grupların ortalamaları arasında

istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık olup olmadığına bakılmaktadır. Gruplar boyut açısından eşit olmadığına, ortalamaların eşitliğini değerlendirmek için Welch testi kullanılacaktır. Varyansların homojen olup olmaması post hoc test türünün seçilmesinde önem taşımaktadır. Çünkü ANOVA, hangi grupların diğerlerinden farklı olduğunu göstermemekte, yalnızca bir farklılığın olduğunu göstermektedir. Varyanslar eşit olmadığına welch testine bakılır, welch testi hipotezler hakkında karar verilmesini sağlar. Önemli bir fark bulunduktan sonra, düzeyler arasındaki farkı incelemek için post hoc testleri gerçekleştirilir. Bu çalışmada varyansların homojen olmadığı durumda post hoc test istatistiklerinden Tamhane, homojen olması durumunda da One way Anova tablosuna bakılmıştır. Test sonuçları Tablo 22’de gösterilmiştir.

Tablo 22: Yaş Grupları İle Finansal Risk Toleransı Arasındaki İlişkinin ANOVA Analiz Sonuçları

Yaş Grupları	N	Mean			
18-20	20	,5500			
21-30	217	,4608			
31-40	158	,4304			
41-50	94	,4574			
51 ve üstü	47	,2340			
Test of Homogeneity of Variances					
Levene Statistic	df1	df2	Sig.		
28,765	4	531	,000		
Robust Test of Equality of Means					
	Statistic ^a	df1	df2	Sig.	
Welch	2.957	4	102,027	,023	
Yaş Grupları Açısından Finansal Risk Toleransı Farklılıkları Post- hoc Testi					
Tamhane	Yaş Grupları (I)	Yaş Grupları (J)	Mean Difference (I-J)	Std. Error	Sig.
	21-30	51 ve üstü	,22679*	,07105	,020
	51 ve üstü	21-30	-,22679*	,07105	,020

Tablo 22’den de görüleceği üzere en yüksek finansal risk toleransı ortalaması 18-20 yaş grubu yatırımcılara aittir; en düşük finansal risk toleransı ortalaması da 51 ve üstü yaş grubuna aittir. Varyansların homojenliği testinde Sig.: ,000<0,005 olduğu için grupların varyanslarının homojen olmadığı söylenebilir. Welch testinde

Sig.: ,023<0,005 olduğu için grupların ortalamaları arasında anlamlı bir farklılık vardır. Diğer bir ifade ile finansal risk toleransı yaş gruplarına göre farklılık göstermektedir. Dolayısıyla *HC3 hipotezi kabul edilmiştir*.

Post hoc testi sonuçlarında sadece söz konusu farklılığı yaratan gruplar gösterilmiştir. Buna göre 21-30 yaş grubu ile 51 ve üstü yaş grubu arasında finansal risk toleransı açısından anlamlı farklılık görülmüştür (Sig: 0,20<0,050). 21-30 yaş aralığındaki yatırımcıların finansal risk toleransları yüksek, 51 ve üstü yaş aralığındaki yatırımcıların finansal risk toleransı düşük bulunmuştur.

Albert ve Duffy'nin (2012), çalışması da bu sonucu desteklemektedir. Çalışma sonucunda yaşlı yetişkinlerin genç yetişkinlere oranla daha fazla riskten kaçındıklarını belirlemişlerdir. Yaş ile birlikte risk toleransının azalmasının nedenini Grable ve Lytton (1998:64) yaşlıların genç yatırımcılara göre kayıpları karşılayacak, telafi edecek daha az zamanları olmasına bağlamaktadır.

3.5.5.4. Yatırımcıların Gelir Durumu İle Finansal Risk Toleransı Arasındaki İlişki

Anket kapsamındaki katılımcıların gelir durumları ile finansal risk toleransları arasındaki ilişkiye ait sonuçlar Tablo 23'te verilmiştir.

Tablo 23: Gelir Durumu İle Finansal Risk Toleransı Arasındaki İlişkinin ANOVA Analiz Sonuçları

Gelir Durumu (TL)	N	Mean		
0-2.000	65	,4615		
2.001-3.000	76	,3947		
3.0001-4.000	63	,4762		
4.001-5.000	44	,5000		
5.001 ve Üzeri	65	,4923		
Test of Homogeneity of Variances				
Levene Statistic	df1	df2	Sig.	
2,110	4	308	,079	
ANOVA				
	Sum of Squares	df	Mean Square	Sig.
Between Groups	,479	4	,120	,753
Within Groups	77,272	308	,251	
Total	77,751	312		

Tablo 23'ten de görüleceği üzere en yüksek finansal risk toleransı ortalaması 4.001-5.000 TL gelire sahip olan yatırımcılar arasındadır. Finansal risk toleransı 4.001-5.000 TL arasında gelire sahip yatırımcıların finansal risk toleranslarının daha yüksek olduğu söylenebilir. En düşük finansal risk toleransına sahip yatırımcılar da 2.001-3.000TL gelire sahip olan yatırımcılardır. Varyansların eşitliği testinde Sig.: $0,79 > 0,05$ olduğundan grupların varyansları homojendir. ANOVA Tablosu incelendiğinde Sig: $0,753 > 0,05$ olduğundan grupların ortalamaları arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir farklılık yoktur. Finansal risk toleransı yatırımcıların gelir durumuna göre değişmemektedir. Bu durumda *HC4 Hipotezi reddedilmiştir.*

3.5.5.5. Yatırımcıların Eğitim Durumu İle Finansal Risk Toleransı Arasındaki İlişki

Anket kapsamındaki katılımcıların eğitim durumları ile finansal risk toleransları arasındaki ilişkiye ait analiz sonuçları Tablo 24'te gösterilmiştir.

Tablo 24: Eğitim Durumu İle Finansal Risk Toleransı Arasındaki İlişkinin ANOVA Analiz Sonuçları

Eğitim Durumu	N	Mean		
Lisansüstü	136	,4044		
Üniversite	343	,4344		
Lise	51	,4902		
Ortaokul	5	,6000		
İlkokul	1	1,0000		
Test of Homogeneity of Variances				
Levene Statistic	df1	df2	Sig.	
1.003 ^a	3	531	,391	
ANOVA				
	Sum of Squares	df	Mean Square	Sig.
Between Groups	,738	4	,185	,560
Within Groups	130,977	531	,247	
Total	131,715	535		

Tablo 24'ten de görüleceği üzere en yüksek finansal risk toleransı ortalaması ortaokul mezunlarına aittir. Ortaokul mezunlarının finansal risk toleranslarının yüksek olduğu söylenebilir. En düşük finansal risk ortalaması da ilkokul mezununa aittir. Varyansların eşitliği testinde Sig: $0,391 > 0,05$ olduğundan grupların varyansları

homojendir. ANOVA tablosu incelendiğinde Sig: $0,560 > 0,05$ olduğundan grupların ortalamaları arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir farklılık yoktur. Finansal risk toleransı yatırımcıların eğitim durumuna göre değişmemektedir. Dolayısıyla *HC5 hipotezi reddedilmiştir.*

3.5.5.6. Yatırımcıların Finansal Piyasalarda Yatırım Yapma Süresi İle Finansal Risk Toleransı Arasındaki İlişki

Anket kapsamındaki yatırımcıların yatırım yapma süresi bir anlamda tecrübesiyle finansal risk toleransı arasındaki ilişki Tablo 25’te gösterilmiştir.

Tablo 25: Yatırımcıların Finansal Piyasalarda Yatırım Yapma Süresi İle Finansal Risk Toleransı Arasındaki İlişkinin ANOVA Analiz Sonuçları

Fin. Piy. Yatırım Yapma Süresi	N	Mean		
1 yıldan az	149	,4564		
1-3 yıl	135	,4519		
4-6 yıl	82	,3537		
7-9 yıl	37	,4865		
10 yıl ve Üzeri	133	,4286		
Test of Homogeneity of Variances				
Levene Statistic	df1	df2	Sig.	
4,650	4	531	,001	
Robust Test of Equality of Means				
	Statistic ^a	df1	df2	Sig.
Welch	,784	4	178,069	,537

Tablo 25’ten de görüleceği üzere en yüksek finansal risk toleransı ortalaması 7-9 yıl arasında finansal piyasalarda işlem yapan yatırımcılarda görülmektedir. En düşük finansal risk toleransı ortalaması da 4-6 yıl arasında finansal piyasalarda işlem yapan yatırımcılarda görülmektedir. Varyansların eşitliği testinde Sig.: $0,01 < 0,05$ olduğundan varyanslar homojen değildir. Bu durumda Welch testindeki Sig.: $0,537 > 0,05$ olduğundan grupların ortalamaları arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir farklılık yoktur. Finansal risk toleransı yatırımcıların finansal piyasalarda işlem yapma sürelerine göre değişmemektedir. *HC6 hipotezi reddedilmiştir.*

Tablo 26: Demografik Özellikler ve Finansal Risk Toleransı Arasındaki İlişki

Finansal Risk Toleransı	Cinsiyet	Medeni Durum	Yaş	Eğitim Durumu	Gelir Durumu	Fin. Piy. Yat. Yap. Süresi
İlişki Var	✓	-	✓	-	-	-
Demografik Özelliklere Göre Yatırımcıların Finansal Risk Tolerans Seviyeleri			Finansal Risk Toleransı			
Yaş	21-30	△				
	51 ve üstü	▽				
Cinsiyet	Erkek	△				

SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Evrensel olarak insanlara ait korku, hoşgörü, hırs, açgözlülük, inatçılık, kıskançlık, sebatkârlık vb. duygu ve tutumlar tanımlanmış olmakla birlikte her insanın aynı duygulara aynı oranda sahip olduğu ya da her insanın herhangi bir olaya karşı tutumunun aynı olacağını söylemek mümkün değildir. Bu ve bunun gibi bir takım spesifik özellikler her insanda farklı ölçülerde bulunmaktadır. Her insanın farklı kişilik özelliklerine sahip olduğu düşünüldüğünde her insan farklı psikolojik önyargılara maruz kalacaktır. Diğer taraftan bir insan hem nevrotik hem dışa dönük hem deneyime açık olabilir fakat bir takım özellikler bir insanda ortalama olarak daha fazla öne çıkmakta ya da ağır basmaktadır. Aynı şekilde her insanın psikolojik önyargılara maruz kalması olasıdır fakat her insan farklı psikolojik önyargılara farklı ölçülerde maruz kalmaktadır.

Kişilik ve psikolojik önyargıların yanı sıra davranışsal finansın öne sürmüştüğü gibi insanların risk tutumları da çok boyutludur. İnsanların geçmiş tecrübelerine ait anılarına, yalnız başlarına veya bir grupla hareket etmelerine, riskin onlara tanıdık gelip gelmemelerine, riskin ne kadar kontrol edilebilir gözüktüğüne, riskin ne şekilde tarif edildiğine, riskle karşılaştıkları zamanki ruh haline göre yatırım risklerini algılama biçimleri sürekli değişim göstermektedir. Tüm bu faktörler de riskin çok boyutluluğunun nedenlerini oluşturmakta ve riskin tek bir açıdan değerlendirilmesini zorlaştırmaktadır. Ayrıca bu unsurlar arasında oluşabilecek en küçük bir değişiklik yatırımcıların her seferinde farklı hareket etmesine yol açmaktadır. Tıpta yaygın olarak söylenen “hastalık yoktur, hasta vardır” ifadesi ile herkese tek tip bir reçete verilemeyeceği tartışılmaktadır. Dolayısıyla benzer şekilde finansal piyasalarda da her yatırımcıyı riskten kaçan olarak değerlendirip her yatırımcıya tek bir yatırım stratejisi belirlemektense her yatırımcının kendi bireysel özelliklerine, finansal risk toleranslarına göre yatırım stratejileri belirlemek gerekmektedir.

Yatırımcının kendi kişilik özelliklerini tanıyıp, hangi psikolojik önyargılara maruz kalabileceğinin farkında olması aynı zamanda kendi finansal risk toleranslarına göre karar alması rekabetin çok keskin olduğu finansal piyasalarda önemli bir rekabet avantajı sağlayabilir. Dolayısıyla bu çalışmada da bu farklılıklar ortaya konmuş ve sınıflandırılmıştır. Çünkü akademik literatürde kişilik özellikleri

ve psikolojik önyargular ve risk ayrı ayrı çok işlenmiş olmakla birlikte yerel literatürde hangi kişilik özelliklerinin hangi psikolojik önyarguları gösterdiğine dair çalışma sayısı yok denecek kadar azdır.

Yaptığımız araştırmada her kişiliğin farklı önyargılara maruz kaldığı ve her yatırımcının farklı risk toleransları olduğu görülmektedir. Bu durumda en önemli faktör yatırımcıların kendi kişilikleri ve psikolojik önyarguları hakkında ne kadar bilgi sahibi oldukları diğer bir ifade ile kendilerini ne kadar tanıdıklarıdır. Çünkü bir insanın olduğu kişilik ile olmayı istediği kişilik ve olduğunu sandığı kişilik farklı olabilmektedir. Diğer taraftan yatırımcılar yapılan hataların ya da başarısızlıkların neden kaynaklandığını ya da hangi düşünce hatasından ileri geldiğini bilemeyebilir. Bu çalışma ile konuya bu açıdan dikkat çekilmiştir.

Kısaca yatırımcıların kişilik özellikleri, psikolojik önyarguları, finansal risk toleransları ve demografik özellikleri arasındaki ilişkiyi incelemek amacıyla yaptığımız bu araştırmada hipotezler üç gruba ayrılmış olup her hipotez için ayrı analizler yapılmıştır. Öncelikle araştırma kapsamındaki yatırımcıların demografik ve sosyo-ekonomik özelliklerine ilişkin tanımlayıcı istatistiklere yer verilmiştir. Daha sonra beş faktör kişilik özellikleri ile psikolojik önyarguları arasındaki ilişki “ki-kare analizi” ile; beş faktör kişilik özellikleri ile finansal risk toleransı arasındaki ilişki “lojistik regresyon analizi” ile; son olarak demografik özellikler ile finansal risk toleransı arasındaki ilişki iki kategorili değişkenler için “t” testi, ikiden fazla kategorili değişkenler için “ANOVA analizi” ile test edilmiştir. Yapılan analizlerden elde edilen sonuçlar aşağıda özetlenmiştir.

Araştırma kapsamındaki yatırımcıların demografik ve sosyo-ekonomik özelliklerine ilişkin tanımlayıcı istatistiklere göre büyük çoğunluk erkeklerden oluşmaktadır. Bekar yatırımcı sayısı evli yatırımcı sayısından daha fazladır. 21-30 yaş aralığındaki yatırımcılar çoğunluğu oluşturmaktadır. Bunların büyük bir bölümü üniversite mezunu olup 1 yıldan az süredir finansal piyasalarda işlem yapmakta, 2.001-3.000 TL arası gelir elde etmektedir. Yatırımcılar daha çok Borsa (hisse senedi) piyasasında işlem yapmaktadırlar. Beş faktör kişilik özelliklerinden uyumluluk kişilik özelliği ağır basan yatırımcı sayısı daha fazladır. Yatırımcıların psikolojik önyargılardan temsililik hevristikine daha yatkın oldukları, finansal risk toleranslarının da düşük olduğu tespit edilmiştir.

Araştırmada yatırımcıların dışa dönük, uyumlu, sorumlu, nevrotik ve deneyime açık olmak üzere beş faktör kişilik özelliklerine göre maruz kaldıkları psikolojik önyargılara ilişkin ki-kare analiz sonuçları şu şekildedir:

Beş faktör kişilik özelliklerinin istatistiksel dağılımına bakıldığında uyumluluk kişilik özelliğine sahip yatırımcıların daha çok olduğu görülmektedir. Bununla birlikte psikolojik önyargıya en çok maruz kalan kişilik özelliğinin de “uyumlu kişilere” ait olması dikkat çekmektedir. Uyumlu kişilerin daha çok olmasının nedeni yaşanan kültürden kaynaklanabilir. Çünkü uyumlu kişilik boyutu teoride de yer aldığı gibi genetik faktörlerden ziyade çevresel faktörler tarafından belirlenmekte, kültürden kültüre farklılık göstermektedir. Kültür insanların düşünme alışkanlıklarını etkilemekte, düşünme alışkanlıkları da insanların hem farklı kişilik özellikleri göstermelerine hem riski farklı algılamalarına hem de farklı psikolojik önyargılara maruz kalmalarına neden olmaktadır. Dolayısıyla yaşadığımız kültürün uyumlu kişilik özelliğini desteklediğini söyleyebiliriz.

Uyumlu kişilerin temsililik, bulunabilirlik ve demirleme olmak üzere üç hevristikle birlikte aşırı güven ve aşırı iyimserlik psikolojik önyargılarına yatkın oldukları görülmektedir. Uyumlu kişilerin pozitif ilişkiler kurmaya çalışmaları, işbirliğine yatkın olmaları, karşılaştıkları insanların en iyisi olduğunu varsaymaları gibi özelliklerle aşırı iyimserlik psikolojik önyargısı bağdaşmaktadır. Çünkü aşırı iyimserlik de insanların eylemlerinin sonuçlarının pozitif olacağı düşünce yanılığısından kaynaklanmaktadır. Diğer taraftan uyumlu kişilerin aşırı güven eğiliminde olmalarının da yine kültürle ilişkili olduğu düşünülmektedir. Çünkü bu tür kişiler genellikle tek başlarına hareket etmeyip sosyal açıdan bir gruba ait olmanın veya işbirliğinin verdiği güvenle karar alma eğilimindedirler. Dolayısıyla özellikle bu yatırımcıların kendi psikolojik önyargılarına ve kişilik özelliklerine uygun yatırım stratejileri geliştirebilmeleri için muhakeme yeteneklerini güçlendirmeleri gerekmektedir. Bunun yanı sıra bu kişilerin temsililik hevristikine maruz kalmaları, genelleme yapmalarından kaynaklanabilir. Literatürde de belirtildiği gibi bu hevristik, yatırımcıların son deneyimlere daha fazla ağırlık vermelerinden kaynaklanmaktadır. Dolayısıyla uyumlu kişilerin karar alırken bu durumu da göz önünde bulundurmaları gerektiği düşünülmektedir. Finansal piyasalarda yaygın olarak söylendiği gibi “*finansal piyasaların hafızası yoktur*” bu yüzden yatırımcıların

kendi hafızalarına saplanıp kalmamaları gerekmektedir. Diğer taraftan aşırı bilginin neden oluştuğunu bulunabilirlik hevristikleri için de hangi bilgilerin daha önemli ve öncelikli olduğunu belirlemeleri gerekmektedir. Çünkü belirlemiş oldukları tek bir hedefin gerçekleşmesini beklerken diğer fırsatları kaçırabilirler.

Araştırmada en az psikolojik önyargıya maruz kalan kişilik özelliği ise nevrotik kişilik özelliğidir. Araştırmada nevrotik kişilerin sadece “pişmanlıktan kaçınma davranışı” sergiledikleri görülmektedir. Nevrotik kişiler teoride de belirtildiği gibi yapı itibarıyla karamsar oldukları için bu kişileri zarara uğrama tehlikesi kaygılandırmaktadır. Tehlikelere karşı daha duyarlı olan bu yatırımcılar aynı zamanda bu tehlikelere de daha hazırlıklıdır. Bunun yanı sıra pişmanlık da acı ve öfkeyi içeren çok güçlü negatif bir duygudur, nevrotik kişiler de suçluluk hissetme gibi negatif duyguları deneyimleme eğilimleri yüksek olan kişilerdir. Bu da onları pişmanlıktan kaçınma davranışına itebilir.

Analiz sonuçları uyumlu kişilerden sonra en fazla psikolojik önyargıya maruz kalan yatırımcıların dışa dönük kişiler olduğunu göstermektedir. Dışa dönük kişilerin temsililik hevristikleri ile hem sürü davranışı hem de aşırı güven psikolojik önyargılarına daha yatkın oldukları tespit edilmiştir. Bu kişilerin sürü davranışına maruz kalmaları, sosyal olmalarıyla yorumlanabilir. Diğer bir ifade ile bu kişiler sosyal oldukları için kalabalıklarla daha fazla etkileşim içerisinde olup yatırım trendleri ya da modası konusunda daha fazla etki altında kalabilirler. Bu da onların sürüyü bilinçli bir şekilde takip etmelerine neden olabilir. Yatırımcıların sürü davranışının bilinçli mi yoksa irrasyonel bir şekilde mi olduğu ayrı bir çalışmanın konusunu oluşturabilir.

Araştırmada sorumluluk kişilik özelliği ağır basan yatırımcıların pişmanlıktan kaçınma ve demikleme hevristikleri önyargılarına maruz kaldıkları tespit edilmiştir. Sorumlu kişilerin planlı, disiplinli çalışmakta olmalarından dolayı veya bilmedikleri ya da çok bilgi sahibi oldukları konularda bilinçaltında çıpa atmaları mümkün olabilir. Çünkü demikleme hevristikleri, hem fazladan tek bir olgunun bile insanların akıl yürütme sürecini sistematik olarak çarpıtmasından kaynaklanmakta hem de insanların belirsizlikten veya bir şeyi bilmemekten hoşlanmamalarından ileri gelmektedir. Belirsizlikten kurtulmak istedikleri için de bu kişiler çıpa atarlar. Kişilik özelliklerine göre finansal risk toleranslarını araştırdığımız bu çalışmada sorumlu

kişilerin finansal risk toleransının düşük olduğu tespit edilmiştir. Bu netice bu kişilerin risk almaya çok istekli olmadıklarını ifade etmektedir. Dolayısıyla finansal risk toleranslarının düşük olması pişmanlıktan kaçınma davranışına yol açabilir.

Araştırma sonuçları deneyime açık kişilik özelliği ağır basan yatırımcıların aşırı güven ve aşırı iyimserlik psikolojik önyargılarına daha çok yatkın olduklarını göstermektedir. Sosyal ve iddialı olmaları, çok az zihinsel çatışma yaşamaları, diğerlerinden üstün olmayı istemeleri nedeniyle bu kişiler bu önyargılara maruz kalabilirler. Araştırma sonuçları bu kişilerin finansal risk toleranslarının da yüksek olduğunu göstermektedir. Aşırı güven ve aşırı iyimserlik finansal risk toleransının yüksek olmasına neden olabilir.

Yatırımcıların kişilik özellikleri ile finansal risk toleransları arasındaki ilişki lojistik regresyon analiz sonuçlarına göre doğrulanmış olup beş faktör kişilik özelliklerine göre sınıflandırılan yatırımcıların farklı finansal risk toleransı gösterdikleri tespit edilmiştir. Buna göre yatırımcıların beş faktör kişilik özellikleri ile finansal risk tolerans seviyeleri şu şekildedir: Uyumlu ve sorumlu kişilerin finansal risk toleransları düşük; dışa dönük, nevrotik ve deneyime açık kişilerin finansal risk toleransları yüksektir.

Yatırımcıların demografik özellikleri ile finansal risk toleransları arasındaki ilişkinin “t” testi ve one way ANOVA analiz sonuçlarına göre yaş ve cinsiyet ile finansal risk toleransı arasında anlamlı bir farklılık bulunmuş; medeni durum, gelir, eğitim ve yatırım yapma süresi ile finansal risk toleransı arasında anlamlı bir farklılık olmadığı tespit edilmiştir. Yapılan analiz sonucunda kadın ve erkeklerin finansal risk toleranslarının farklı olduğu ve erkeklerin finansal risk toleranslarının daha yüksek olduğu görülmüştür.

Analiz sonucunda, yatırımcıların yaşları değiştikçe finansal risk toleranslarının da değiştiği tespit edilmiştir. Buna göre 21-30 yaş aralığındaki yatırımcıların finansal risk toleransları yüksek, 51 ve üstü yaş aralığındaki yatırımcıların finansal risk toleransı düşük bulunmuştur.

Psikolojik önyargılara eğilimli olup farkında olmayan yatırımcılar, beklemedikleri sonuçlar aldıklarında finansal risk toleranslarının üstünde risk alabilirler. Kötü sonuç alan yatırımcılar haksızlığa uğradıklarını düşünebilir, kendilerini veya başkalarını suçlama gibi savunma mekanizmaları kullanabilirler. Bu

yüzden her karar sağlam bir içgörü gerektirmektedir. Dolayısıyla yatırım kararlarında psikolojik önyargıları anlamak, hataları azaltabilir, uygun eylemler alınmasını sağlayabilir, yatırım sonuçlarını iyileştirebilir. Fakat bu tür eylemlerde bulunmak aşırı karlar sağlanacağı anlamına gelmemektedir. Önemli olan çözüm üretebilmek için yatırım kararlarında ortaya çıkan hataların doğru bir şekilde tespit edilmesidir. Bunun yanısıra yatırımcıların bilinçdışı psikolojik önyargılarını kontrol altına alıp yönetebilmeleri, yatırımcının doğru sorun üzerinde durup yanlış sorunlara çözüm bulmaya çalışmakla vakit kaybetmesini önlemiş olur.

Davranışsal finans ile psikolojik önyargılar üzerine yapılan araştırmalar, yatırımcıların birçok psikolojik önyargıya maruz kaldığını ortaya koymaktadır. Bu psikolojik önyargıların insan donanımının bir parçası olduğu düşünüldüğünde bunlardan kaçınmaktan ziyade bu önyargılarla yaşamayı öğrenmek gerekmektedir. Diğer bir ifade ile bunları kontrol edebilecek bilinç seviyesine ulaşmak gerekmektedir. Bu çalışmada yatırımcıların maruz kalabilecekleri yedi psikolojik önyargı incelenmiştir. Yatırımcıların kişilik özellikleri ve psikolojik önyargıları arasındaki ilişkinin araştırıldığı çalışmalarda daha çok aşırı güven, yatkınlık etkisi ve sürü davranışı olmak üzere üç psikolojik önyargı incelenmiştir. Dolayısıyla her ne kadar bu çalışmada diğer çalışmalara nazaran daha fazla sayıda önyargı ele alınmış olsa da tüm önyargılar yer almamaktadır. Bundan sonraki çalışmalara ışık tutması amacıyla bu sayı artırılabilir. Diğer taraftan yapılan bu çalışmaların büyük çoğunluğu yerel değildir. Bu faktörlerin Türkiye şartları altında araştırılması çalışmalarına devam edilmesi gerekmektedir. Ayrıca kişilik özellikleri ile psikolojik önyargılar arasındaki ilişki farklı kültürler karşılaştırılarak da test edilebilir. Bu tür bir çalışma yapılması konuya farklı bir boyut kazandırıp araştırmanın derinliğini artırabilir. Bununla birlikte bu çalışma daha çok yatırımcıya daha çabuk ulaşabilmek amacıyla İstanbul ilinde finansal piyasalarda yatırım yapan yatırımcılara uygulanmıştır. Dolayısıyla diğer çalışmalar için Türkiye'nin tüm illerini kapsayacak şekilde araştırma yapılması farklı sonuçlar doğurabilir.

Bunun yanı sıra bu çalışmada kişilik özelliklerini sınıflandırmak için beş faktör kişilik modelinden yararlanılmıştır. Myers - Briggs Kişilik Modeli, A ve B tipi kişilik modeli gibi başka modellerle de kişilik sınıflandırma ölçümleri yapılarak daha farklı yaklaşımlar elde edilebilir. Kişilik özellikleri ile finansal risk toleransı

arasındaki ilişkiyi incelediğimiz bu araştırmada psikolojik önyargılar ile finansal risk toleransı ve psikolojik önyargılar ile demografik özellikler arasındaki ilişki test edilmemiştir. Davranışsal finans ile ilgili yapılan çalışmalar bu değişkenler arasındaki ilişkiye yoğunlaşmakla birlikte bu faktörler bundan sonraki çalışmalar için araştırmaya dahil edilebilir.

Bütün bunlara ilaveten araştırmada konuyla bağlantılı olması açısından kullanılan finansal risk toleransı ölçeği yerine farklı ölçekler araştırılarak bu ölçeklere göre değerlendirme yapılabilir. Son olarak araştırmada veriler lojistik regresyon ve Ki-kare analiz yöntemleri ile test edilmiştir. Bu test yöntemleri yerine farklı yöntemler kullanılabilir. Kısaca bu çalışma, farklı yöntem ve modellerle daha fazla sayıda psikolojik önyargıları kapsayacak şekilde farklı dönemlerde araştırılıp farklı sonuçlar karşılaştırılarak yapılabilir.

KAYNAKÇA

- Abaan, Ernur Demir (1998). "Fayda Teorisi ve Rasyonel Seçimler", Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği, No: 2002/3, Ankara.
- Acar, Gökmen Tarık (2008). "İktisadı Değiştirmek Neoklasik İktisada Eleştirel Bir Yaklaşım", İletişim Yayınları, İstanbul.
- Ackert, Lucy F. Ve Richard Deaves (2010). "Behavioral Finance: Psychology, Decision- Making and Markets", South- Western, Cengage Learning.
- Ady, Sri Utami, Ubud Salim, Siti Aisyah (2013). "Psychology's Factors of Stock Buying and Selling Behavior in Indonesia Stock Exchange (Phenomenology Study of Investor Behavior in Surabaya)", *IOSR Journal of Business and Management (IOSR-JBM)*, e-ISSN:2278-487X, Volume:7, Issue:3, (Jan.- Feb), pp:11-22.
- Akerlof, George A. ve William T. Dickens, (1982). "The Economic Consequences of Cognitive Dissonance", *The American Economic Review*, Vol: 72, No: 3, June.
- Akerlof, George ve Robert J. Shiller (2010). "Hayvansal Güdüler", Scala Yayıncılık, İstanbul.
- Akers, Ronald L. (1990). "Rational Choice Deterrence, and Social Learning Theory in Criminology: The Path Not Taken", *Journal of Criminal Law and Criminology*, Volume 81, Issue 3 Fall.
- Akin, Hale (2009). "Menkul Kıymet Portföy Yatırımlarında Davranışsal Finans Yönteminin Kullanılması ve Bir Uygulama Örneği", Selçuk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Muhasebe Finansman Bilim Dalı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Konya.
- Aktaş, Fatma Rabia (2012). "Davranışsal Finans ve Yatırımcı Psikolojisi: İMKB Üzerine Ampirik Bir Analiz", Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Uluslar arası İktisat Bilim Dalı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.
- Alada, A. Dinç (2000). "İktisat Felsefesi ve Belirsizlik", Bağlam Yayıncılık, Ankara.
- Albert, Steven M ve John Duffy (2012). "Differences in Risk Aversion Between Young and Older Adults", *Neuroscience and Neuroeconomics 1*, pp: 3-9.

- Ali, Imran ve Muhammed Sharefat Waheed (2013). “*Determinants of Small Equity Investor’s Risk Assumption Attitude*”, 2nd International Conference on Humanities, *Economics and Geography* (ICHEG’2013), London, (UK).
- Alkan, N (2006). “Reliability and Validity of The Turkish Version of The Big Five Inventory, Unpublished Manuscript.
- Allık, Jürı ve Robert R. McCrae (2004). “Toward Geography of Personality Traits: Patterns of Profiles Across 36 Cultures”, *Journal of Cross- Cultural Psychology*, Vol: 35, No: 1, pp: 13-28.
- Allport, Floyd H. Ve Gordon W. Allport (1921). “Classics in the History of Psychology”, *Journal of Abormal and Social Psychology* 16, pp:6-40, (An internet resource developed by: Cristopher D. Green).
- Altıntaş, Mustafa, Demirel, Baki, Güvercin, Deniz, Aksoy, Emre, Sevim, Cüneyt ve Günaydın, İbrahim (2008). “Ekonomi Biliminde Dönüşümün Nobel Ekonomi Ödüllerine Yansıması”, *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, Cilt: 19, Sayı: 66, s.s: 119-153.
- Anic, Gabriella (2007). “The Association Between Personality and Risk Taking”, Graduate School Theses and Dissertations, University of South Florida Scholar Commons,
- Arnold, Vicky, Jean C. Bedard, Jillian Phillips, Steve G. Sutton (2009). “The İmpact of Risk on Investor Decision Processes and Outcomes in The Post-Sox Environment”, Preliminary Working Paper.
- Aronson, Elliot (2002). “The Social Animal”, Worth Publishers, 41 Madison Avenue, Tenth Edition, New York.
- Arrow, Kenneth J. (1982). “Risk Perception in Psychology and Economics”, *Economic Inquiry*, 20: 1, p. 1.
- Ateş, Alper (2007). “Finansal Yatırımların Davranışsal Finans Açısından Değerlendirilmesi Üzerine Bir Araştırma”, Selçuk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Muhasebe- Finansman Bilim Dalı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Konya.
- Aydın, Nurhan, Mehmet Başar, Metin Coşkun (2010). “*Finansal Yönetim*”, Detay Yayıncılık, Ankara.

- Aytaç, Serpil (2001). "Örgütsel Davranış Açısından Kişiliğin Önemi", *İş, Güç Endüstri İlişkileri ve İnsan Kaynakları Dergisi*, Cilt: 3, Sayı: 1, Sıra: 1, No: 96.
- Baker, H. Kent Ve John R. Nofsinger (2002). "Psychological Biases of Investors", *Financial Services Review*, 11 (2002) 97-116, April.
- Baltussen, Guido (2009). "Behavioral Finance: An Introduction", Stern School of Business, New York University & Erasmus School of Economics, Erasmus University Rotterdam.
- Banerjee, V. Abhijit (1992). "A Simple Model of Herd Behavior", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol: CVII, Issue: 3, pp: 797-817.
- Barak, Osman (2008). "*Davranışsal Finans: Teori ve Uygulama*", Gazi Kitapevi, Ankara.
- Barber, Brad M. Ve Terrance Odean (2001). "Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence and Common Stock Investment", *The Quarterly Journal of Economics* 116(1), pp: 261-292.
- Barber, Brad M., Terrance Odean ve Ning Zhu (2005). "Do Noise Traders Move Markets?", (Erişim Tarihi: 03.04.2015), <http://www.haas.berkeley.edu/groups/finance/Noise.pdf>.
- Barberis, Nicholas ve Richard Thaler (2002). "A Survey of Behavioral Finance", *Nber Working Paper Series*, No: 9222, Jel No: G11, G12, G30, September.
- Barrick, Murray R., Greg L. Stewart ve Mike Pietrowski (2002). "Personality and Job Performance: Test of The Mediating Effects of Motivation Among Sales Representatives", *Journal of Applied Psychology*, Vol: 87, pp: 43-51.
- Barrick, Murray ve Michael K. Mount (1991). "The Big Five Personality Dimensions and Job Performance: A Meta-Analysis", *Personal Psychology* 44, No: 1, pp: 1-26.
- Barro, Robert J. ve Rachel M. McCleary (2003). "Religion and Economic Growth", National Bureau of Economic Research, *NBER Working Paper Series*, No: 9682.
- Bashir, Tagadus, Safia Fazal, Irum Shabeer, Wagas Aslam ve Ghullam Jelani (2013). "Impact of Demographics and Personality Traits on Confidence Level: Determinants of Overconfidence (Evidence from Employees and Students)",

IOSR Journal of Business and Management (IOSR-JBM), e-ISSN: 2278-487X, p-ISSN: 2319-7668, Volume 10, Issue (May.-Jun, 2013), pp: 58-67.

- Bashir, Taqadus, Nazish Azam, Arslan Ali Bulut, Aaqiba Javed, Ayesha Tanvir (2013). "Are Behavioral Biases Influenced By Demographic Characteristic & Personality Traits? Evidence From Pakistan", *European Scientific Journal*, Vol: 9, No: 29, ISSN: 1857-7881 (print), e – ISSN 1857-7431.
- Baumeister, Roy F. Ve John Tierney (2012). "*İrade: Gözardı Ederseniz Zararlı Çıkarsınız*", Tual Yayınları, İstanbul.
- Bayar, Yılmaz (2012). "Davranışsal Finans Perspektifinden Küresel Finansal Krizin Yatırımcı Davranışlarına Etkileri", İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul.
- Bayrak, Oben Kurtuluş (2012). "Davranışsal Finans", Sermaye Piyasasında Güven, TSPAKB, Sayı: 120, ISSN: 1304-8155.
- Bayrakdaroğlu, Ali (2012). "*Finansal Yönetim*", Lisans Yayıncılık, İstanbul.
- Becker, Gary S. (1962). "Irrational Behavior and Economic Theory", *The Journal of Political Economy*, Vol: 70, No: 1, 1-13.
- Bernstein, Peter L. (2011). "*Tanrılara Karşı Riskin Olağanüstü Tarihi*", Scala Yayıncılık, 6. Baskı, İstanbul.
- Bhatt, Ajay (2014). "Relationship Between Sociology and Anthropology?", (Erişim Tarihi: 09.05.2014), <http://www.preservearticles.com/201101173435/relationship-between-sociology-and-anthropology.html>.
- Blaug, Mark (1978). "*Economic Theory in Retrospect*", Cambridge University Press, Cambridge.
- Bono, Joyce E., Terry L. Boles, Timothy A. Judge ve Kristy J. Lauver (2002). "The Role of Personality in Task and Relationship Conflict", *Journal of Personality* 70:233, pp: 312-344.
- Borghans, Lex, Angela Lee Duckworth, James J. Heckman ve Bas ter Weel (2008). "The Economics and Psychology of Personality Traits", *IZA Discussion Paper* No: 3333.

- Bostancı, Faruk (2003), “Davranışçı Finans”, Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi, Yeterlilik Etüdü, İstanbul.
- Botterill, Linda ve Nicole Mazur (2004). “Risk & Risk Perception: A Literature Review”, *Rural Industries Research and Development Corporation*, Publication No: 04/043, Project No: BRR-8A.
- Bouchard, Thomas J. (2004). “Genetic Influence on Human Psychological Traits”, *American Psychological Society*, Vol: 13, No: 4, pp: 148-151.
- Boudon, Raymond (2006). “Homo Sociologicus: Neither a Rational Nor An Irrational Idiot”, (Erişim Tarihi: 07.05.2014), <http://www.raco.cat/index.php/papers/article/viewFile/52770/60720>.
- Bowles, Samuel, Herbert Gintis ve Melissa Osborne (2001). “The Determinants of Earnings: A Behavioral Approach”, *Journal of Economic Literature*, Vol: 39, No: 4, pp: 1137-1176.
- Brozynski, Torsten, Lukas Menkhoff ve Ulrich Schmidt (2004). “The Impact of Experience on Risk Taking, Overconfidence and Herding of Fund Managers: Complementary Survey Evidence”, School of Economics and Management”, *University of Hannover, Discussion Paper No: 292*.
- Bruni, Luigino and Robert Sugden (2007). “The Road Not Taken: How Psychology Was Removed From Economics, And How It Might Be Brought Back”, *The Economic Journal*, 117 (January) 146-173.
- Burger, Jerry M. (2006). “Kişilik: Psikoloji Biliminin İnsan Doğasına Dair Söyledikleri”, KaknüsYayınları, 1. Basım, İstanbul.
- Busenitz, Lowell W. Ve Jay B. Barney (1997). “Biases and Heuristic in Strategic Decision Making: Differences Between Entrepreneurs and Managers in Large Organization”, *Journal of Business Venturing* 12(1), pp: 9-30.
- Buss, David M. (1991). “Evolutionary Personality Psychology”, *Annual Review of Psychology* 42, pp: 459-492.
- Camerer, Colin F. George Loewenstein ve Drazen Prelec (2004). “Neuroeconomics: Why Economics Needs Brains”, *Journal of Economics*, 106 (3), pp: 555-579.

- Camerer, Colin F. ve George Loewenstein (2002). "Behavioral Economics: Past, Present, Future", *California Institute of Technology, Division of Humanities and Social Sciences*, P: 1-61.
- Camerer, Colin F., George Loewenstein ve Matthew Rabin (2002). "*Advanced in Behavioral Finance*", Princeton University Press, New Jersey.
- Camerer, Colin, George Loewenstein ve Drazen Prelec (2005). "Neuroeconomics: How Neuroscience Can Inform Economics", *Journal of Economic Literature*, Vol: XLIII, pp: 9-64.
- Camgöz Metin, Selin (2009). "Kişilik Özellikleri İle Finansal Performans Arasındaki İlişkiler: A-Tipi Yatırım Fonu Yöneticileri Üzerine Bir Değerlendirme", Hacettepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara.
- Campbell, W. Keith, Adams S. Goodie ve Joshua D. Foster (2004). "Narcissism, Confidence, and Risk Attitude", *Journal of Behavioral Decision Making*, No, 17, pp: 297-311.
- Canli, Turhan (2004). "Functional Brain Mapping of Extraversion and Neuroticism: Learning from Individual Differences in Emotion Processing", *Journal of Personality*, 72(6), pp: 1105-1132.
- Canli, Turhan John E. Ural Desmond, Zuo Zhao ve John D. E. Gabrieli (2002). "Sex Differences in The Neural Basis of Emotional Memories", *Proceeding of National Academy of Sciences* 99 (16):10789-10794.
- Caspi, Avshalom, Karen Sugden, Terrie E. Moffitt, Alan Taylor, Ian W. Craig, Honalee Harrington, Joseph McClay, Jonathan Mill, Judy Martin, Antony Braithwaite, Richie Poulton (2003). "Influence of Life Stress on Depression: Moderation by a Polymorphism in the 5-HTT Gene", *Science*, 301, pp: 386-389.
- Ceyhan, Gökşen (2008). "Yaşam Biçimlerinin Finansal Risk Toleransına Olan Etkileri Üzerine Bir Uygulama", Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Pazarlama Programı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara.

- Chang, Eric C. , Joseph W. Cheng, Ajay Khorana (2000). “An Examination of Herd Behavior in Equity Markets: An International Perspective”, *Journal of Banking & Finance* 24, pp: 1651-1679.
- Chen, M. Keith, Venkat Lakshminarayanan, Laurie R. Santos (2006). “How Basic Are Behavioral Biases? Evidence from Capuchin Monkey Trading Behavior”, *Journal of Political Economy*, Vol: 114, No:3.
- Choi, Incheol, Jong An Choi ve Ara Norenzayan (2004). “Culture and Decision”, *Blackwell Handbook of Judgement and Decision Making*, Derek J. Koehler, Nigel Harvey Copyright, Blackwell Publishing Ltd.
- Cloninger, Susan (2009). “Conceptual Issues in Personality Theory”, *The Cambridge Handbook of Personality Psychology*, Cambridge. Philip J. Corr ve Gerald Matthews.
- Coalition for Juvenile Justice (2006). “Applying Research to Practice: What Are The Implications of Adolescent Brain Development for Juvenile Justice?”, (Erişim Tarihi: 05.05.2014), http://www.juvjustice.org/sites/default/files/resource-files/resource_138_0.pdf.
- Cohen, Michael X., Jennifer Young, Jong-Min Baek, Cristopher Kessler, Charan Ranganath (2005). “Individual Differences in Extraversion and Dopamine Genetics Predict Neural Reward Responses”, *Cognitive Brain Research* 25, pp: 851-861.
- Cont, Rama ve Jean- Philippe Bouchaud (2000). “Herd Behaviour and Aggregate Fluctuations in Financial Markets”, *Macroeconomic Dynamics*, Printed in the United States of America, 170 - 196.
- Cook, Karen Schweers and Margeret Levi (1990). “The Limits of Rationality”, University of Chicago, (Erişim Tarihi: 19.02.2014), http://www.google.com.tr/books?hl=tr&lr=&id=7M82yReFf4sC&oi=fnd&pg=PA2&dq=The+Limits+of+Rationality&ots=2tGPjroC5b&sig=hQBRqzceF9ZNMepcPZQemtyYpzc&redir_esc=y#v=onepage&q=The%20Limits%20of%20Rationality&f=false.
- Coricelli, Giorgio, Hugo D. Critchley, Mateus Joffily, John P O’Doherty, Angela Sirigu & Raymond Dolan (2005). “Regret and Its Avoidance: A Neuroimaging

- Study of Choice Behavior”, *Nature Neuroscience*, Vol: 8, Number: 8, 1255-1262.
- Corr, Philip J. (2006). “*Understanding Biological Psychology*”, Blackwell Publishing, USA.
- Costa, Paul T. (1996). “Work and Personality: Use of the NEO-PI-R in Industrial/Organisational Psychology”, *Applied Psychology: An International Review* 45(3), pp: 225-241.
- Costa, Paul T., Robert R. McCrae ve Par Staff (2000). Revised NEO Personality Inventory™, *PAR Psychological Assessment Resources*, pp:2-18.
- Çakmur, Hülya (2012). “Araştırmalarda Ölçme- Güvenirlilik-Geçerlilik”, *TAF Preventive Medicine Bulletin* 11(3), pp: 339-344.
- Çalık ve Düzü, (2009). “İktisat ve Psikoloji”, Akademik Bakış, *Uluslararası Hakemli Sosyal Bilimler E-Dergisi*, ISSSN: 1694, Sayı: 18.
- Çitilci, Tuğberk (2014). “*Para & Psikoloji*”, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., 1. Baskı, İstanbul.
- Damasio, Antonio R. (2006). “*Descartes’in Yanılgısı*”, Varlık Yayınları, İstanbul.
- Daniel, Kent, David Hirshleifer, Siew Hong Teoh (2001), “Investor Psychology in Capital Markets: Evidence and Policy Implications”, *Journal of Monetary Economics*, 49, pp:139-209.
- David, Over (2004). “*Rationality and the Normative/Descriptive Distinction*”, Blackwell Handbook of Judgement and Decision Making, Derek J. Koehler, Nigel Harvey Copyright, Blackwell Publishing Ltd.
- De Bondt, Werner F. M. Ve Richard H. Thaler (1994). “Financial Decision-Making in Markets and Firms: A Behavioral Perspective”, *NBER Working Paper Series, Working Paper*, No: 4777.
- De Bondt, Werner, Gulnur Muradoğlu, Hersh Shefrin ve Sotiris K. Staikouras (2008). “Behavioral Finance: Quo Vadis?”, *Journal of Applied Finance*.
- Decker, Bill D. (1995). “A Review of The Psychological Literature on Risk Perception in Terms of Chance, Harm, and Context”, Master of Science, Michigan State University, Department of Agricultural Economics.

- Demir, Ömer (2013). “*Akal ve Çıkar: Davranışsal İktisat Açısından Rasyonel Olmanın Rasyonelliği*”, Sentez Yayıncılık, Ankara.
- Demir, Yusuf, Tahsin Akçakanat ve Ahmet Songur (2011). “Yatırımcıların Psikolojik Eğilimleri ve Yatırım Davranışları Arasındaki İlişki: İMKB Hisse Senedi Yatırımcıları Üzerine Bir Uygulama”, *Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi* (<http://sbe.gantep.edu.tr>), 10(1): 117-145, ISSN: 1303-0094.
- Denney, David (2005). “*Risk & Society*”, Sage Publications, London.
- Devenow, Andrea ve Ivo Welch (1996). “Rational Herding in Financial Economics”, *European Economic Review* 40, pp: 603-615.
- Digman, John M. (1990). “Personality Structure: Emergence of the Five-Factor Model”, *The Annual Review of Psychology*, Vol: 41, pp: 417-440.
- Diñer, Fehmi (2010). “Kelimelerin Tarihi: Risk Kelimesinin Etimolojisi”, (Erişim Tarihi: 06/05/2014), <http://blog.milliyet.com.tr/kelimelerin-tarihi---risk--kelimesinin-etimolojisi/Blog/?BlogNo=225803>.
- Dobelli, Rolf (2014). “*Hatasız Düşünme Sanatı: Yapmamanız Gereken 52 Düşünce Hatası*”, NTV Yayınları, 5. Baskı, İstanbul.
- Doğukanlı, Hatice ve Yıldırım Beyazıt Önal (2000). “Adana İli Kapsamında Hisse Senedi Yatırımcıları Profilinin ve Hisse Senedine Yatırım Kararlarında Etkili Olan Faktörlerin Karşılaştırılması”, *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt: 6, Sayı: 6, s: 185-209.
- Dohmen, Thomas, Armin Falk, David Huffman, Uwe Sunde (2007). “Are Risk Aversion And Impatience Related to Cognitive Ability?”, *IZA Discussion Paper*, No: 2735.
- Dorn, Daniel ve Gur Huberman (2007). “Preferred Risk Habitat of Individual Investors”, (Erişim Tarihi: 25.05.2014), <http://www.econ.yale.edu/~shiller/behfin/2007-12/dorn.pdf>.
- Dowling, Michael ve Brian Lucey (2010). “Other Behavioral Biases”, *Behavioral Finance: Investors, Corporations and Markets*, H. Kent Baker and John R. Nofsinger, The Robert W. Kolb Series in Finance, John Wiley & Sons, Inc., Canada.
- Duman, Bilal (2009). “*Neden Beyin Temelli Öğrenme?*”, Pegem Akademi, Ankara.

- Durand, Robert B., Rick Newby ve Jay Sanghani (2006). "An Intimate Portrait of the Individual Investor", (Erişim Tarihi: 25.05.2014), file:///C:/Users/bilge/Downloads/SSRN-id887441.pdf.
- Durmuş, Beril; E. Serra Yurtkoru, Murat Çinko (2012). "Sosyal Bilimlerde SPSS'le Veri Analizi", Beta Yayınları, İstanbul.
- Earls, Mark (2009). "Sürü: Kitle Davranışı Nasıl Yönetilir? Nasıl Değiştirilir?", MediaCat, 1. Basım, İstanbul.
- Eaton, R. Douglas Van (2000). "The Psychology Behind Common Investor Mistakes", Market Structure, *AAll Journal*.
- Ede, Müjdat (2007). "Davranışsal Finans ve Bireysel Yatırımcı Davranışları Üzerine Ampirik Bir Uygulama", Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.
- Eisenberg, Melvin Aron (1995). "The Limits of Cognition and The Limits of Contract", *Berkeley Law Scholarship Repository*, 47 Stan. L. Rev. 211.
- Eisenstein, Charles (2012). "Kutsal Ekonomi: Geçiş Çağında Para, Armağan ve Toplum", Okuyanıs, İstanbul.
- Epstein, Richard A. (2006). "Behavioral Economics: Human Errors and Market Corrections", *The University of Chicago Law Review*, p:111-132.
- Eren, Ercan ve Metin Sarfati (2011). "İktisatta Yeni Yaklaşımlar", İletişim Yayınları, İstanbul.
- Eroğlu, Nadir (2011). "İktisatta Rasyonalite ve Para Politikası", Derin Yayınları, İstanbul.
- Evans, Jonathan St. B. T. (2003). "In Two Minds: Dual- Process Accounts of Reasoning" *Trends inn Cognitive Sciences*, Vol: 7, No: 10.
- Fan, Jessie X. Ve Jing Jian Xiao (2005). "A Cross-Cultural Study in Risk Tolerance: Comparing Chinese and Americans", *Take Charge America Institute for Consumer Financial Education and Research*, Working Paper 5-3.
- Feist, Gregory J. (1998). "A Meta- Analysis of Personality in Scientific and Artistic Creativity", *Personality and Social Psychology Review*, Vol: 2, No: 4, pp:290-309.

- Feix, Oliver (2002). "Behavioral Asset Pricing", *Seminar Paper to be Presented at The Behavioural Finance- Workshop*.
- Fenton-O'Creevy, Mark, Nigel Nicholson, Emma Soane ve Paul William (2005). "*Traders: Risk, Decisions and Management in Financial Markets*," Oxford University Press.
- Fernandez, Beatriz, Teresa Garcia-Merino, Rosa Mayoral, Vale Santos, Eleuterio Vallelado (2009). "The Role of The Interaction Between Information and Behavioral Bias in Explaining Herding", *Behavioral Finance*, cass.city.ac.uk.
- Fleeson, William, Adriane B. Malanos ve Noelle M. Achille (2002). "An Intraindividual Process Approach to the Relationship Between Extraversion and Positive Affect: Is Acting Extraverted as "Good" as Being Extraverted?", *Journal of Personality and Social Psychology*, Vol: 83, No: 6, pp: 1409- 1422.
- Frankfurter, George ve Elton G. McGoun (2001). "Anomalies in Finance What Are They and What Are They Good For?", *International Review of Financial Analysis* 10", pp:407-429.
- Frisch, Deborah ve Robert T. Clemen (1994). "Beyond Expected Utility: Rethinking Behavioral Desion Research", *Psychological Bulletin*, Vol: 116, No: 1, 46-54.
- Fromlet, Hubert (2001). "Behavioral Finance Theory and Practical Application", *Bussiness Economics*", Vol: 36, Issue: 3, July.
- Gandevani, Ned (2002). "*How to Become a Successful Trader: The Trading Personality Profile: Your Key to Maximizing Your Profit with Any System*", Writers Club Press, America.
- Gervais, Simon ve Terrance Odean (2001). "Learning to Be Overconfident", *The Review of Financial Studies Spring, The Society for Financial Studies*, VI: 14, No: 1, pp: 1-27.
- Gervais, Simon, J. B. Heaton ve Odean (2002). "The Positive Role of Overconfidence and Optimism in Investment Policy", Working Paper, Rodney L. White Center for Financial Studies, pp:1-45.
- Gigerenzer, Gerd (2004). "*Fast and Frugal Heuristics: The Tools of Bounded Rationality*", Blackwell Hnadbook of Judgement and Decision Making, Derek J. Koehler, Nigel Harvey Copyright, Blackwell Publishing Ltd.

- Gigerenzer, Gerd (2009). “*Sezgilerin Gücü: Bilinçdışının Zekası*”, Optimist Yayınları, İstanbul.
- Gilovich, Thomas, Dale Griffin, Daniel Kahneman (2002). “Heuristic and Biases: The Psychology of Intuitive Judgement”, Cambridge University Press, Cambridge, United Kingdom.
- Goldstein, Bruce (2013). “*Bilişsel Psikoloji*”, Kaknüs Yayınları, İstanbul.
- Goleman, Daniel (2012). “*Duygusal Zeka: EQ Neden IQ'dan Daha Önemlidir?*” Varlık Yayınları, 35. Baskı, İstanbul.
- Grable, John E. Ve R. H. Lytton (1998). “Investor Risk Tolerance: Testing The Efficacy of Demographics As Differentiating and Classifying Factors”, *Financial Counseling and Planning* 9, pp: 61-74.
- Grable, John ve Ryth H. Lytton (1999). “Financial Risk Tolerance Revisited: The Development of a Risk Assessment Instrument”, *Financial Services Review* 8, pp: 163-181.
- Greenspan, Alan (2013). “The Map and The Territory: Risk, Human Nature, and The Future of Forecasting”, Penguin Group, England.
- Guerrien, Bernard (1999). “*Neo-Klasik İktisat*”, İletişim Yayınları, İstanbul.
- Guiso, Luigi ve Paola Sapienza, Luigi Zingales (2006). “Does Culture Affect Economic Outcomes?”, *The Journal of Economic Perspectives* 20, pp: 23-48.
- Güler, Nil (2011). “Kişilik psikolojisi, Önyargının Psikolojisi ve Kamuoyu: Gordon Allport ve Walter Lippmann'ın Görüşleri Çerçevesinde Bir Değerlendirme”, *Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi* 2(2), s: 101-134.
- Günaydın, Hasan (2007). “*Ekonomik Psikoloji*”, Elit Kültür Yayınları, İstanbul.
- Gürsel, Seyfettin (2008). “Yeni İktisadın Sorumluluğu”, Referans Gazetesi, 20.11.2008.
- Hachicha, Nizar (2014). “New Sight of Herding Behavioural Through Trading Volume”, Corporate Finance and Finance Theory, (Erişim Tarihi: 25.03.2014), file:///C:/Users/bilge/Downloads/New%20sight%20of%20herding%20behavioral%20through%20trading%20volume%20nouvelle%20version.pdf.

- Hallahan, Terrence A., Robert W. Faff ve Michael D. McKenzie (2004). "An Empirical Investigation of Personal Financial Risk Tolerance", *Financial Services Review* 13, pp: 57-58.
- Hanson, John D. Ve Douglas A. Kysar (2008). "Taking Behavioralism Seriously: The Problem of Manipulation", Harvard Law School, *Harvard Public Law Working Paper*, No: 08-54.
- Harris, Christine R., Michael Jenkins ve Dale Glaser (2006). "Gender Differences in Risk Assessment: Why Do Women Take Fewer Risks Than Men?", *Judgement and Decision Making*, Vol: 1, No: 1, pp:48-63.
- Hart, K. (2007). "A Short History of Economic Anthropology", The Memory Bank, (Erişim Tarihi: 09.01.2014). <http://thememorybank.co.uk/2007/11/09/a-short-history-of-economic-anthropology/>
- Hasanoğlu, Alper (2009). "*Bir Terapistin Arka Bahçesi*", Remzi Kitapevi, 7. Baskı, İstanbul.
- Hasanoğlu, Alper (2014). "Karar Vermenin İstirabı", (Erişim Tarihi: 08.12.2014), http://www.radikal.com.tr/yazarlar/alper_hasanoglu/karar_vermenin_istirabi-1246560
- Hayutin, Adele M. (2007). "Graying of The Global Population", Public, *Policy and Aging Report* 17, pp:12-17.
- Heine, Steven J. Ve Darrin R. Lehman (1995). "Cultural Variation in Unrealistic Optimism: Does The West Feel More Invulnerable Than The East?", *Journal of Personality and Social Psychology*, Vol: 68, No: 4, pp: 595-607.
- Hens, Thorsten ve Mei Wang (2007). "Does Finance Have a Cultural Dimension?", *National Centre of Competence in Research Financial Valuation and Risk Management*, Working Paper No: 377.
- Hilary, Gilles ve Kai Wai Hui (2009). "Does Religion Matter in Corporate Decision Making in America?", *Journal of Financial Economics*, 93(3), pp: 455-473.
- Hirshleifer, David ve Siew Hong Teoh (2001). "Herd Behavior and Cascading in Capital Markets: A Review and Synthesis", *Munich Personal RePEc Archive*, No: 5186.

- Hjelle, Larry A. ve Daniel J. Ziegler (1992). "Personality Theories: Basic Assumptions, Research, and Applications", New York- Hill Book Company.7
- Hodgson, Geoffrey (2012). "On The Limits of Rational Choice Theory", *Economic Thought* 1: 94-108, University of Hertfordshire Business School, UK.
- Hogan, Robert (2009). "*Kişilik ve Kurumların Kaderi*", Remzi Kitapevi, İstanbul.
- Hogan, Robert ve Joyce Hogan (1992). "Hogan Personality Inventory Manual", (Erişim Tarihi: 20.05.201), <http://www.drbobhurley.com/pdf/HPIManual.pdf>.
- Hooker, J. N. (2011). "Moral Implications of Rational Choice Theories", *Teper School of Business*, Carnegie Mellon University.
- Hsee, Christopher K. ve Elke U. Weber (1999). "Cross-National Differences in Risk Preference and Lay Predictions", *Journal of Behavioral Decisions Making*, Vol: 12, No: 2.
- Hutchinson, John M. C., Gerd Gigerenzer (2005). "Simple Heuristic and Rules of Thumb: Where Psychologists and Behavioral Biologists Might Meet", *Behavioral Process* 69. ss. 97-124.
- Investopedia (2014). "Financial Literacy", (Erişim Tarihi: 17/05/2014), <http://www.investopedia.com/terms/f/financial-literacy.asp>.
- Jagongo, Ambrose ve Vincent S. Mutswenje (2014). "A Survey of The Factors Influencing Investment Decisions: The Case of Individual Investors at The NSE", *International Journal of Humanities and Social Science*, Vol: 4, No: 4, pp:92-102.
- Jamshidinavid, Babak, Mojtaba Chavoshani ve Shahla Amiri (2012). "The Impact of Demographic and Psychological Characteristics on The Investment Prejudices in Tehran Stock", *European Journal of Business and Social Sciences*, Vol: 1, No: 5, pp: 41-53.
- Jensen, Eric (2005). "*Teaching with The Brain in Mind*", 2nd Edition, Revised and Updated, Association for Supervision Curriculum Development Alexandria, Virginia USA, (Erişim Tarihi: 15.05.2014), <https://titleidgrants.wikispaces.com/file/view/Teaching+with+the+Brain+in+Mind,+2nd+ed.,+Rev.+and+Updated..pdf.pdf>

- Jensen-Campbell, Lauri A. ve William G. Graziano (2001). "Agreeableness as a Moderator of Interpersonal Conflict", *Journal of Personality* 69:2, pp: 323-362.
- John, O.P., Donahue, E.M. ve Kentle, R. L. (1991). "The Big Five Inventory Versions 4a and 54", Berkeley University of California, Berkeley, Institute of Personality and Social Research.
- John, Oliver P. ve Sanjay Srivastava (1999). "*The Big-Five Trait Taxonomy: History, Measurement, and Theoretical Perspectives*", In L. A. Pervin ve O. P. John (Eds.), *Handbook of Personality: Theory and Research* (2nd ed.), Newyork: Guilford.
- Judge, Timothy A., Chad A. Higgins, Carl J. Thoresen, Murray R. Barrick (1999). "The Big Five Personality Traits, General Mental Ability, and Career Success Across the Life Span", *Personnel Psychology* 52, No: 3.
- Judge, Timothy A., Daniel Heller ve Michael K. Mount (2002). "Five-Factor Model of Personality and Job Satisfaction: A Meta-Analysis", *Journal of Applied Psychology*, Vol: 87, No: 3, pp: 530-541.
- Jureviciene, Daiva ve Kristina Jermakova (2012). "The Impact of Individuals' Financial Behaviour on Investment Decisions", *Electronic International Interdisciplinary Conference*.
- Kahneman ve Tversky (1979). "Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk", *Econometrica*, Vol: 47, No: 2, pp: 263-292.
- Kahneman, Daniel (2002). "Maps of Bounded Rationality: A Perspective on Intuitive Judgement and Choice", *Prize Lecture*, December 8.
- Kahneman, Daniel ve Amos Tversky (1984). "Choices, Values and Frames", *American Psychologist*, 39, 4: 341-350.
- Kahneman, Daniel ve Mark W. Riepe (1998). "Aspect of Investor Psychology Beliefs, Preferences and Biases Investment Advisors Should Know About", *Journal of Portfolio Management*, Vol: 24, No: 4.
- Kahyaoğlu, Mehmet Burak (2011). "Finansal Piyasa Yatırımcılarının Risk Algısındaki Değişimin Analizi", *Sakarya Üniversitesi, Sosyal Bilimler*

- Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Muhasebe ve Finansman, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Sakarya.
- Karabıyık, Lale ve Adem Anbar (2010). “*Sermaye Piyasası ve Yatırım Analizi*”, Ekin Yayınevi, Bursa.
- Karaman, Neslihan Güney; Turkan Doğan, Aysel Esen Çoban (2010). “A Study to Adapt The Big Five Inventory to Turkish”, *Procedia Social and Behavioral Sciences 2*, pp: 2357-2359.
- Keren, Gideon ve Karl H. Teigen (2004). “Yet Another Look at the Heuristics and Biases Approach”, Blackwell Hnadbook of Judgement and Decision Making, Derek J. Koehler, Nigel Harvey Copyright, Blackwell Publishing Ltd.
- Kıyılar, Murat ve Okan Acar (2009). “Behavioural Finance And The Study of The Irrational Financial Choices of Credit Card Users”, *Annales Universitatis Apulensis Series Oeconomica*.
- Kishore, Rohit (2004). “Theory of Behavioral Finance and its Application to Property Market: A Change in Paradigm”, Twelfth Annual Pacific Rim Real Estate Society Conference, January 22-25, Auckland, New Zealand.
- Kleinman, Paul (2014). “*Psiko101: Psikolojinin Gerçekleri, Temel Öğeler, İstatistikler, Testler ve Daha Fazlası!*”, Çeviren: Hasan Kaplan, Okuyanus, 3. Basım, İstanbul.
- Knoll, Melissa A. Z. (2010). “The Role of Behavioral Economics and Behavioral Decision Making in Americans’ Retirement Savings Decisions”, *U. S. Social Security Administration Office of Retirement and Disability Policy, Social Security Bulletin*, Vol: 70, No: 4.
- Knutson, Brian ve Richard Peterson (2005). “Neurally Reconstructing Expected Utility”, *Games and Economic Behavior* 52, pp: 305-315.
- Knutson, Brian, Scott Rick, G. Elliott Wimmer, Drazen Prelec and George Loewenstein (2006). “Neural Predictors of Purchases”, *Neuron* 53, pp:147-156.
- Korkmaz, Turhan ve Ali Ceylan (2006). “*Sermaye Piyasası ve Menkul Değerler Analizi*”, Ekin Kitapevi, 3. Baskı, Ankara.

- Kowert, Paul ve Margaret G. Hermann (2013). "Who Takes Risks? Daring and Caution in Foreign Policy Making", *The Journal of Conflict Resolution*, Vol: 41, pp: 611-637.
- Kuhnen, Camelia M. Ve Brian Knutson (2005). "The Neural Basis of Financial Risk Taking", *Neuron, Elsevier Inc.*, Vol: 47, 763-770.
- Kutlu, Münir Güneş (2011). "Alışmadan Kültüre Öğrenmenin Evrimi", *Bilim ve Ütopya*, Sayı: 209.
- Küçüksille, Engin (2004). "Optimal Portföy Oluşturmaya Davranışsal Bir Yaklaşım", Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Isparta.
- Küden, Murat (2014) . "Davranışsal Finans Açısından Bireysel Yatırım Tercihlerinin Değerlendirilmesi", Gediz Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İzmir.
- Lagnado, David A. ve Steven A. Sloman (2004). "*Inside and Outside Probability Judgement*", Blackwell Handbook of Judgement and Decision Making, Derek J. Koehler, Nigel Harvey.
- Laibson, David ve Richard Zeckhauser (1998). "Amos Tversky and the Ascent of Behavioral Economics", *Journal of Risk and Uncertainty*, Kluwer Academic Publishers, 16: 7-47.
- Lakshmi, P., S. Visalakshmi, N. Thamaraiselvan ve B. Senthilarasu (2013). "Assessing The Linkage of Behavioral Traits and Investment Decisions Using SEM Approach", *Journal of Economics and Management* 7(2), pp: 221-241.
- Landreth, Harry ve David C. Colander (1976). "History of Economic Theory", *Houghton Mifflin Company*, Atlanta.
- Lehrer, Jonah (2009). "*Karar Anı: Beynimiz Karar Vermemizi Nasıl Sağlıyor?*", Boğaziçi Üniversitesi Yayın Evi, İstanbul.
- Levinson, Justin D. Ve Kaiping Peng (2007). "Valuing Cultural Differences in Behavioral Economics", *The ICFAI Of Behavioral Finance*, Vol: IV, No: 1, pp: 32-47.
- Levitt, Steven D. Ve Stephen J. Dubner (2006). "*Görünmeyen Ekonomi: Dünya Gerçekte Nasıl İşliyor?*", Boyner Yayıncılık, 3. Baskı, İstanbul.

- Levy, Haim ve Zvi Wiener (2002). "Prospect Theory and Utility Theory: Temporary Versus Permanent Attitude Toward Risk", *The Hebrew University of Jerusalem Working Paper*, 1-36.
- Levy, Jack S. (1992). "An Introduction to Prospect Theory", *Political Psychology*, Vol: 13, No: 2, pp: 171-186.
- Lin, Huei Wen (2011). "Elucidating The Influence of Demographics and Psychological Traits on Investment Biases", *World Academy of Science, Engineering and Technology*, Vol: 5.
- Lin, Huei-Wen (2012). "How Herding Bias Could Be Derived From Individual Investor Types and Risk Tolerance?", *World Academy of Science, Engineering and Technology*, Vol: 6, No:6.
- Lindstrom, Martin (2012). "*Buy.ology: Satın Almaya Dair Bildiğimiz Her şey Neden Yanlış?*", Optimist Yayınları, İstanbul.
- Liu, Yuping (1998). "Prospect Theory: Developments and Applications in Marketing", *Rutgers University Working Paper*, pp:1-34.
- Lo, Andrew W. (2005). "Reconciling Efficient Markets With Behavioral Finance: The Adaptive Markets Hypothesis", *Recent Research*, Vol: 7, No: 2.
- Lo, Andrew W., Dimitry V. Repinz ve Brett N. Steenbarger (2005). "Fear and Greed in Financial Markets: A Clinical Study of Day- Traders", *Cognitive Neuroscientific Foundations of Economic Behaviour*, Vol: 95.
- Lobao, Julio ve Ana Paula Serra (2002). "Herding Behavior: Evidence from Portuguese Mutual Funds", (Erişim Tarihi: 19.02.2014), http://www.fep.up.pt/investigacao/cempre/actividades/sem_fin/sem_fin_01/PAPERS_PDF/paper_sem_fin_20jun02.pdf.
- Loewenstein, George (2000). "Preferences, Behavior, and Welfare Emotions in Economic Theory and Economic Behavior", *AEA Papers and Proceedings*, Vol: 90, No: 2.
- Loomes, Graham ve Robert Sugden (1982). "Regret Theory: An Alternative Theory of Rational Choice Under Uncertainty", *The Economic Journal*, Vol: 92, No: 368, pp: 805-824.

- Lucas, Richard E., Ed Diener Eunhook M. Suh ve Liang Shao, Alexander Grob (2000). "Cross-Cultural Evidence for the Fundamental Features of Extraversion", *Journal of Personality and Social Psychology*, Vol: 79, No: 3, pp: 452-468.
- Luong, Le Phuoc ve Doan Thi Thu Ha (2011). "Behavioral Factors Influencing Individual Investors, Decision Making and Performance", A Survey at The Ho Chi Minh Stock Exchange, Umea School of Business Spring Semester, Master Thesis.
- Manglik, Gauri (2006). "Countering Over-Confidence And Over-Optimism By Creating Awareness and Experimental Learning Amongst Stock Market Players", *Social Science Research Network, Working Papers Series*.
- Markus, Hazel Rose ve Shinobu Kitayama (1991). "Culture and The Self: Implications for Cognition, Emotion and Motivation", *Psychological Review*, Vol: 98, No: 2, pp: 224-253.
- Martino, Benedetto, Dharshan Kumaran, Ben Seymour ve Rymond J. Dolan (2006). "Frames, Biases and Raitonal Decision- Making in The Human Brain", *Science* 313, 684.
- Mc Adams, Dan P. (1997). "A Conceptual History of Personality Psychology", In. R. Hogan. J. Johnson & S. Briggs (Ed.), *Handbook of Personality Psychology, Academic Press*, pp: 3-39.
- McAuley, Ian (2010). "When Does Behavioral Economics Really Matter?", Australian Economic Forum, (Erişim Tarihi: 25.01.2014), <http://www.home.netspeed.com.au/mcau/academic/conf/bepolicy.pdf>
- McCrae, Robert R. (2009). "The Five- Factor Model of Personality Traits: Consensus and Controversy", *The Cambridge Handbook of Personality Psychology*, Cambridge. Philip J. Corr ve Gerald Matthews.
- McCrae, Robert R. Ve Oliver P. John (1992). "An Introducton to The Five- Factor Model and Its Applications", *Journal of Personality* 60, pp:175-215.
- McFadden, Daniel (1996). "Rationality for Economists?", *Journal of Risk and Uncertainty*, Special Issue on Preference Elicitation.

- McGuckian, Fergus (2013). "Behavioral Finance and Financial Markets: Micro, Macro, and Corporate", Università Politecnica Delle Marche Facoltà Di Economia, Tesi di Dottorato.
- McKenzie, Richard B. (2010). "Predictably Irrational or Predictably Rational?", *Featured Article*, January 4.
- Mercier, Hugo (2009). "Cross-Cultural Differences in Risk Taking", (Erişim Tarihi: 10/05/2014), <http://www.cognitionandculture.net/home/blog/10-hugo/418-cross-cultural-differences-in-risk-taking>.
- Michenaud, Sebastien ve Bruno Solnik (2008). "Applying Regret Theory to Investment Choices: Currency Hedging Decisions", (Erişim Tarihi: 30.03.2014), <http://www.inquireurope.org/seminars/2009/papers%20Edinburgh/BrunoCurrency-Regret-FULL.pdf>.
- Mikels, Joseph A. Ve Andrew E. Reed (2009). "Monetary Losses Do Not Loom Larger in Later Life: Age Differences in The Framing Effect", *J. Gerontol B Psychol Sci Soc. Sci.* 64B(4), pp: 457-460.
- Mlodinow, Leonard (2013). "*Subliminal: Bilinçdışı Davranışlarınızı Nasıl Yönetir?*", Okuyanus, İstanbul.
- Mount, Michael K., Murray R. Barrick ve Greg L. Stewart (1998). "Five-Factor Model of Personality and Performance in Jobs Involving Interpersonal Interactions", *Human Performance* 11, pp: 145-165.
- Murgea, Lect. Aurora (2010). "Classical and Behavioural Finance in Investor Decision", West University of Timisoara Faculty of Economics and Business Administration, Timisoara, Romania, (Erişim Tarihi: 05.05.2014), http://feaa.ucv.ro/annals/v2_2010/0038v2-024.pdf
- Neisser, Ulric Chair, Gwyneth Booboo, Thomas J. Bouchard, A. Wade Boykin, Nathan Brody, Stephen J. Ceci, Diane F. Halpern, John C. Loehlin, Robert Perloff, Robert J. Sternberg, Susana Urbina (1996). "Intellegence: Knowns and Unknowns", *American Psychologist*, Vol: 51, No: 2, pp: 77-101.
- Nelson, Julie A. (2011). "*Hayatımızdaki Ekonomi*", Yapı Kredi Yayınları, İstanbul.

- Nicholson, Nigel, Mark Fenton - O' Creevy, Emma Soane, Paul Willman (2014), "Risk Propensity and Personality", Economic and Social Research Council, L211252056, (Erişim Tarihi: 25.03.2014) <http://www.london.edu/facultyandresearch/research/docs/risk.ps.pdf>
- Nieves, Robert ve Bahaudin G. Mujtaba (2006). "Culture And Universal Professional Values in Global Organizations: Is There A Divergence or Convergence of Cultural Values?", *Journal of Diversity Management*, Vol: 1, Number: 1.
- Niki Kojabad, Arezou (2012). "Menkul Kıymet Borsalarında Alınan Yatırımcı Kararlarına Davranışsal Finans Etkileri: Tahran Menkul Kıymetler Borsası Örneği ve İMKB Karşılaştırması", Ege Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İzmir.
- Nikolaou, Ioannis ve Ivan T. Robertson (2001). "The Five-Factor Model of Personality and Work Behaviour in Greece", *European Journal of Work and Organizational Psychology* 10(2), pp: 161-186.
- Nisbett, Richard E. (2013). "Düşüncenin Coğrafyası: Doğulular İle Batılılar Nasıl - ve Neden – Birbirinden Farklı Düşünürler?", Varlık Yayınları, İstanbul.
- Nofsinger, John R. Ve Richard W. Sias (1999). "Herding and Feedback Trading by Institutional and Individual Investors", *The Journal of Finance*, Vol. LIV, No: 6.
- Oberlech, Thomas (2004). "Perception of Successful Traders by Foreign Exchange Professionals", *The Journal of Behavioral Finance*, Vol: 5, No: 1, pp: 23-31.
- Odean, Terrance (1998). "Are Investors Reluctant to Realize Their Losses?", *The Journal of Finance*, Vol: LIII, No: 5, pp: 1775-1798.
- Özan, Mengü Hafize (2010). "İşletmelerde Alınan Finansal Kararların Yatırımcı Davranışları Üzerindeki Etkilerinin İncelenmesi", Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Finans Programı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İzmir.
- Özcan, Handan (2011). "Davranışsal Finansın Bireysel Yatırımcıların Karar Mekanizmaları Üzerindeki Etkileri: Finansal Yatırımcıların Değerlendirilmelerine Yönelik Araştırma", Nevşehir Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Nevşehir.

- Özel, Hüseyin (2013). “*Piyasa Ütopyası*”, Bilgesu Yayıncılık, 2. Baskı, Ankara.
- Özerol, Hakan (2009). “*Kriz Geliyorum Der*”, Elma Yayınevi, Ankara.
- Özerol, Hakan (2011). “*Davranışsal Finans: Bireysel Yatırımcıların Nasıl Davranacakları Belli Olmaz*”, İş ve Yönetim Serisi 49, Elma Yayınevi, Ankara.
- Özkalp, Enver ve Çiğdem Kirel (2004). “*Örgütsel Davranış*”, TC. Anadolu Üniversitesi Yayını No: 1468, Açıköğretim Fakültesi Yayını No: 782, 2. Baskı, Anadolu Üniversitesi, Eskişehir.
- Parker, Tim (2014). “Behavioral Bias – Cognitive Vs. Emotional Bias in Investing”, (Erişim Tarihi: 29.04.2014), <http://www.investopedia.com/articles/investing/051613/behavioral-bias-cognitive-vs-emotional-bias-investing.asp>
- Paulus, Martin P., Corianne Rogalsky, Alan Simmons, Justin S. Feinstein ve Murray B. Stein (2003). “Increased Activation in The Right Insula During Risk-Taking Decision Making is Related to Harm Avoidance and Neuroticism, *NeuroImage* 19, pp:1439-1448.
- Payne, John W. ve James R. Bettman (2004). “Walking with the Scarecrow: The Information- Processing Approach to Decision Research”, *Blackwell Handbook of Judgement and Decision Making*, Derek J. Koehler, Nigel Harvey.
- Peterson, Richard L. (2010). “*Neuroeconomics and Neurofinance*”, 73-94, Baker, H. Kent and John R. Nofsinger, *Behavioral Finance: Investors, Corporations and Markets*, The Robert W. Kolb Series in Finance, John Wiley & Sons, Inc., Canada.
- Peterson, Richard L. (2012). “*Karar Anı*”, Scala Yayıncılık, İstanbul.
- Peterson, Richard L. Ve Frank F. Murtha (2010). “*MarketPsych: How to Manage Fear and Build Your Investor Identity*”, John Wiley& Sons, Inc., New Jersey, (Erişim Tarihi: 30.05.2014), <http://download.e-bookshelf.de/download/0000/5808/30/L-G-0000580830-0002383653.pdf>.
- Pompian, Michael M. (2006). “*Behavioral Finance and Wealth Management: How to Build Optimal Portfolios That Account For Investor Biases*”, Wiley Finance,

- John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, (Erişim Tarihi: 24.02.2013), http://www.untagsmd.ac.id/files/Perpustakaan_Digital_1/FINANCE%20Behavioral%20finance%20and%20wealth%20management%20%20building%20optimal%20portfolios%20that%20account%20for%20in.pdf
- Pompian, Michael M. (2008). "Using Behavioral Investor Types to Build Better Relationships with Your Clients", *Journal of Financial Planning*, pp:64-76.
- Pompian, Michael M. ve John M. Longo (2004). "A New Paradigm for Practical Application of Behavioral Finance: Creating Investment Programs Based on Personality Type and Gender to Produce Better Investment Outcomes", *The Journal of Wealth Management*, Fall, 9-15.
- Pompian, Michael M. ve John M. Longo (2005). "The Future of Wealth Management: Incorporating Behavioral Finance into Your Practice", *Journal of Financial Planning*, Vol: 18, Issue 3.
- Popper, Karl R. (2010). "*Bilimsel Araştırmanın Mantığı*", Yapı kredi Yayınları, 4. Baskı, İstanbul.
- Prabhakaran, K. ve P. Karthika (2014). "A Study on Risk Perception and Portfolio Management of Equity Investors in Coimbatore City, pp:1-13, (Erişim Tarihi: 10.04.2014), <http://jms.nonolympictimes.org/Articles/1.pdf>.
- Prast, Henriëtte (2004). "Investor Psychology: A Behavioral Explanation of Six Finance Puzzles", *Research Series Supervision No 64*, Feb. 2004, De Nederlandsche Bank.
- Prosad, Jaya M., Sujata Kapoor, Jhumur Sengupta (2012). "An Examination of Herd Behavior: An Empirical Evidence from Indian Equity Market", *International Journal of Trade, Economic and Finance*, Vol: 3, No: 2.
- Rabin, Matthew (1998). "Psychology and Economics", *Journal of Economic Literature*, Vol: XXXVI, PP: 11-46.
- Ramachandran, V. S. ve Sandra Blakesle (2013). "*Beyindeki Hayaletler: İnsan Zihninin Gizemlerine Doğru*", Boğaziçi Üniversitesi Yayınevi, İstanbul.
- Restak, Richard M. (2014). "*Akal Kullanma Kılavuzu*", Aylak Kitap, Ankara.

- Ricciardi, Victor (2005). "A Research Starting Point for The New Scholar: A Unique Perspective of Behavioral Finance", *Social Science Research Network* (www.ssrn.com).
- Ricciardi, Victor ve Helen K. Simon (2000). "What is Behavioral Finance?", *Business, Education and Technology Journal Fall*.
- Ritter, Jay R. (2003). "Behavioral Finance", *Pacific- Basin Finance Journal*, Vol: 11, No: 4, pp. 429-437.
- Roberts, Brent W. Ve Wendy F. DelVecchio (2000). "The Rank-Order Consistency of Personality Traits From Childhood to Old Age: A Quantitative Review of Longitudinal Studies", *Psychological Bulltein*, Vol: 126, No: 1, pp: 3-25.
- Roszkowski, Michael J. Ve Geoff Davey (2010). "Risk Perception and Risk Tolerance Changes Attributable to The 2008 Economic Crisis: A Subtle but Critical Difference", *Journal of Financial Service Professionals*, pp:42-53.
- Rubinstein, Ariel (2008). "Comments on Neuroeconomics", *Economics and Philosophy* 24, Cambridge University Press, pp:485-794.
- Russell, Bertrand (2013). "*Sorgulayan Denemeler*", Say Yayınları, 20. Baskı, İstanbul.
- Sachse, Katharina, Helmut Jungermann, Julia M. Belting (2011). "Investment Risk – The Perspective of Individual Investors", *Journal of Economic Psychology*, pp: 437 -447.
- Sadi, Rasoul, Hassan Ghalibaf Asl, Mohammad Reza Rostami, Aryan Gholipour (2011). "Behavioral Finance: The Explanation of Investors' Personality and Perceptual Biases Effects on Financial Decisions", *International Journal of Economics and Finance*, Vol: 3; No: 5.
- Samanez- Larkin, Gregory R., Camelia M. Kuhnen, Daniel J. Yoo ve Brian Knutson (2010). "Variability in Nucleus Accumbens Activity Mediates Age- Related Suboptimal Financial Risk Taking", *The Journal of Neuroscience* 30(4), pp: 1426-1434.
- Sanfey, Alan G. (2007). "Social Decision- Making: Insights From Game Theory and Neuroscience", *Science*, Vol: 318, No: 5850, pp: 598-602, (Erişim Tarihi: 09/05/2014), <https://www.sciencemag.org/content/318/5850/598.full>.

- Savaş, Vural Fuat (2007). “*Varsayalım ki İktisat*”, Nobel Yayın Dağıtım, 2. Baskı, Ankara.
- Scharfstein, David S. Ve Jeremy C. Stein (1990), “Herd Behavior and Investment”, *The American Economic Review*, June, pp: 465-479.
- Schindler, Mark (2007). “*Rumors in Financial Markets, Insights into Behavioral Finance*”, Wiley Finance, John Wiley & Sons Ltd. Şti, (Erişim Tarihi: 16.02.2014),
http://www.google.com.tr/books?hl=tr&lr=&id=f9c455Ucx1AC&oi=fnd&pg=PR5&dq=Rumors+in+Financial+Markets,+Insights+into+Behavioral+Finance&ots=eydhh_Titp&sig=qDNrLeE4O4Lbsf-hi_UFOQFIWW4&redir_esc=y#v=onepage&q=Rumors%20in%20Financial%20Markets%2C%20Insights%20into%20Behavioral%20Finance&f=false
- Schoemaker, Paul J. H. (1982). “The Expected Utility Model: Its Variants, Purposes, Evidence and Limitations”, *Journal of Economic Literature*, Vol: 20, No: 2, pp: 529-563.
- Seasholes, Mark S. (2010). “Social Interactions and Investing”, 647-670, Baker, H. Kent and John R. Nofsinger, *Behavioral Finance: Investors, Corporations and Markets*, The Robert W. Kolb Series in Finance, John Wiley & Sons, Inc., Canada.
- Sefil, Sinem ve Hakkı Kutay Çilingiroğlu (2011). “Davranışsal Finansın Temelleri: Karar Vermenin Bilişsel ve Duygusal Eğilimleri”, *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Sayı: 19, s: 247-268.
- Senemoğlu, Nuray (2012). “*Gelişim Öğrenme ve Öğretme: Kuramdan Uygulamaya*”, Pegem Akademi, 21. Baskı, Ankara.
- Seyhan, Osman (2013). “Offender Decision Making Process in Property Crimes and Its Policy Implications”, *Turkish Journal of Police Studies*, 15 (2), ss. 155-170.
- Shafi, Mohammad (2014). “Determinants Influencing Individual Investor Behavior in Stock Market: A Cross Country Research Survey”, *Arabian Journal of Business and Management Review (Nigerian Chapter)*, Vol: 2, No: 1.

- Shah, Anuj K. Ve Daniel M. Oppenheimer (2008). "Heuristic Made Easy: An Effort-Reduction Framework", *Psychological Bulletin*, Vol: 134, No: 2, 2007-222.
- Shefrin, Hersh ve Meir Statman (1985). "The Disposition to Sell Winners too Early and Ride Losers too Long: Theory and Evidence", *The Journal of Finance*, Vol: XL, No 3, July.
- Shepperd, James A., Patrick Carroll, Jodi Grace, Meredith Terry (2002). "Exploring The Causes of Comparative Optimism", *Psychologica Belgica* 42, pp:65-98.
- Shiller, Robert J. (1995). "Conversation, Information and Herd Behavior", *Rhetoric and Economic Behavior*, Vol: 85, No: 2.
- Shiller, Robert J. (2003). "From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance", *Journal of Economic Perspectives*, Volume 17, Number 1, p: 83-104.
- Shleifer, Andrei ve Robert W. Vishny (1997). "The Limits of Arbitrage", *The Journal of Finance*, Vol: 52, No:1, pp:35-55.
- Siddiqui Saif ve Shuchita Singh (2009). "Behaviour Influence on Stock Market Investmets: A Survey", *Pranjana*, Vol: 12, No: 2, Jul - Dec.
- Simon, Mark, Susan M. Houghton ve Karl Aquino (1999). "Cognitive Biases, Risk Perception and Venture Formation: How Individuals Decide to Start", *Journal of Business Venturing* 15, pp:113-134.
- Slovic, Paul, Baruch Fischhoff ve Sarah Lichtenstein (1982). "Why Study Risk Perception?", *Risk Analysis*, Vo: 2, No:2.
- Slovic, Paul, Melissa L. Finucane, Ellen Peters ve Donald MacGregor (2003). "Risk as Analysis and Risk as Feelings: Some Thoughts about Affect, Reason, Risk and Rationality", Decision Research, 1021 Oak Street, National Cancer Institue Workshop on Conceptualizing and Measuring Risk Perception, Washington.
- Soares, Ana Maria, Mino Farhangmehr, Aviv Shoham (2006). "Hofstede's Dimensions of Culture in International Marketing Studies", *Journal of Business Research* 60, pp: 277-284.
- Solmuş, Tarık (2007). "*Endüstriyel Klinik Psikoloji ve İnsan Kaynakları Yönetimi*", Beta Yayınları, İstanbul.
- Solmuş, Tarık (2014). "İş Yaşamında Kullanılan Kişilik Ölçüm Araçları: Hangisi "Doğru", Hangisi "Kötü ?", (Erişim Tarihi: 24.05.2014,

- <http://tariksolmus.org/site/makaleler/kisilikolcum.pdf>. (Daha önce isguc.org’da yayınlanmıştır).
- Solmuş, Tarık (2014). “İş Yaşamında Kullanılan Kişilik Ölçüm Araçları: Hangisi “Doğru”, Hangisi “Kötü”?”, (Erişim Tarihi 17.11.2014), <http://www.tariksolmus.org/>
- Soros, George (2009). “*Finansal Piyasalar İçin Yeni Paradigma*”, İnkılap Kitapevi, İstanbul.
- Soydal, Haldun (2010). “*Yeni Ekonomi: Kuantum - Nöroekonomi*”, Palet Yayınları, Konya.
- Soydal, Haldun, Zekeriya Mızrak, Fatma Nur Yorgancılar (2010), “Nöro Ekonomi Kavramı’nın İktisat Bilimi İçindeki Yeri, Önemi ve Bilimselliği”, *Selçuk Üniversitesi İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, Sayı: 19.
- St Clements University (2013). “*Psikolojinin Temelleri*”, Türkiye Enformasyon Bürosu Yayınları, Press Grup.
- Stanovich, Keith E. (2009). “Rationality versus Intelligence”, (Erişim Tarihi: 22.05.2014), <http://www.project-syndicate.org/commentary/rationality-versus-intelligence>.
- Statman, Meir (1995). “Behavioral Finance Versus Standard Finance”, [aiifinance.com](http://www.aiifinance.com), (Erişim Tarihi: 18.06.2013). <http://www.aiifinance.com/Statman.pdf>.
- Statman, Meir (2011). “What Investors Really Want”, Paul Westbrook, Book Review McGraw-Hill.
- Strack, Rainer, Jens Baier ve Anders Fahlander (2008). “Managing Demographic Risk”, *Harvard Business Review*, Copyright Zurich HelpPoint.
- Strong, Robert A. (2009). “*Portfolio Construction Management & Protection*”, 5th edition, Cengage Learning, Canada, (Erişim Tarihi: 23.02.2014), http://books.google.com.tr/books?id=fk-rYsLrekAC&printsec=frontcover&hl=tr&source=gbs_ge_summary_r&cad=0#v=onepage&q&f=false
- Sung, Jaimie ve Sherman Hanna (1996). “Factors Related to Risk Tolerance”, *Association for Financial Counseling and Planning Education*, Vol: 7.

- Sutherland, Stuart (2011). “*İrrasyonel*”, Domingo Yayıncılık, İstanbul.
- Swedberg, Richard (2001). “Sociology And Game Theory: Contemporary And Historical Perspectives”, *Theory And Society* 30, pp: 301-335.
- Şeref, Yakup (2010). “Türkiye ve Polonya’daki Yatırımcıların, Kendi Kazanç/Kayıplarını, Diğer Yatırımcıların Kazanç/Kayıplarıyla Karşılaştırmasının Yatırım Kararlarına Etkisi Üzerine Yapılmış Deneysel bir Çalışma”, Hacettepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Muhasebe- Finans Bilim Dalı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara.
- Tacer, Aysun Özen (2007). “*Son Kararınız mı? Kararın Kör Noktaları*”, Alfa Basım Yayın Dağıtım, İstanbul.
- Taffler, Richard J. Ve David A. Tuckett (2010). “Emotional Finance: The Role of The Unconscious in Financial Decisions”, 95-112, Baker, H. Kent and John R. Nofsinger, *Behavioral Finance: Investors, Corporations and Markets*, H. Kent Baker and John R. Nofsinger, The Robert W. Kolb Series in Finance, John Wiley & Sons, Inc., Canada.
- Taleb, Nassim Nicholas (2011). “*Siyah Kuğu: Olasılıksız Görünenin Etkisi*”, Varlık Yayınları, 4. Basım, İstanbul.
- Telli, Açelya (2014). “1999, 2000 ve 2008 Kriz Dönemlerinde Türk Ticari Bankaların karlılıklarının Lojistik Regresyon Analizi İle İncelenmesi”, Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Bankacılık ve Finans Anabilim Dalı Bankacılık ve Finans Yüksek Lisans Programı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Thaler Richard H. ve Sendhil Mullainathan (2013). “Behavioral Economics, the Concise Encyclopedia of Economics”, (Erişim Tarihi: 21.06.2013). <http://www.econlib.org/library/Enc/BehavioralEconomics.html>.
- Thaler, Richard (1980). “Toward a Positive Theory of Consumer Choice”, *Journal of Economic Behavior and Organization* 1, pp: 39-60.
- Thaler, Richard (2005). “The Psychology of Choice and The Assumptions of Economics”, 99-131, Roth, Alvin E. (Edited by), “*Laboratory Experimentation*

- in Economics: Six Points of View*", Cambridge University Press, Cambridge, (Erişim Tarihi: 23.02.2013), <http://www.library.fa.ru/files/Roth.pdf>
- Thaler, Richard H. (1999). "The End of Behavioral Finance", *Financial Analysts Journal*, Vol: 55, No: 6, pp: 12-17.
- Thaler, Richard T. Ve Cass R. Sunstein (2013). "*Dürtme (Nudge): Sağlık Zenginlik ve Mutlulukla İlgili Kararları Uygulamak*", Pegasus Yayınları, İstanbul.
- The Royal Swedish Academy of Sciences (2002). "Foundations of Behavioral and Experimental Economics: Daniel Kahneman and Vernon Smith", Advance Information on the Prize in Economic Sciences.
- Thetford, William N. Ve Roger Walsh (1985). "Theories of Personality and Psychopathology: Schools Derived from Psychology and Philosophy", *Psychiatry* (4td ed.), Vol: 1, pp: 458-481.
- Thomas, T. C. ve G. Rajendran (2012). "BB&K Five-way Model and Investment Behavior of Individual Investors: Evidence From India", *Journal of Economics and Management*, 6 (1): 115-127.
- Tiwari, Ashwani (2009). "Behavioral Finance: A Key to Wealth Management", Investor Psychology, *Financial Planning Journal*, pp:43-46.
- Trepel, Christopher, Fox, Craig R. ve Russel A. Poldrack (2005). "Prospect Theory on The Brain? Toward a Cognitive Neuroscience of Decision Under Risk", *Cognitive Brain Research* 23, 34-50.
- Tufan, Ekrem (2008). "*Davranışsal Finans*", İmaj Yayınevi, Ankara.
- TÜBİTAK (2014). "Beyin Görüntülemenin Gücü", TÜBİTAK Bilim ve Teknik Dergisi, (Erişim Tarihi: 01.02.2013), http://biltek.tubitak.gov.tr/merak_ettikleriniz/index.php?kategori_id=17&soru_id=4154
- Tversky, Amos (1975). "A Critique of Expected Utility Theory: Descriptive and Normative Considerations", *Erkenntnis*, Volume:9, Issue: 2, pp: 163-173.
- Tversky, Amos ve Daniel Kahneman (1974). "Judgement Under Uncertainty: Heuristic and Biases", *Science*, New Series, Vol: 18, No: 4157, pp: 1124-1131.
- Ulu, İnci pınar (2007). "An Investigation of Adaptive and Maladaptive Dimensions of Perfectionism Relation to Adult Attachment and Big Five Personality

- Traits”, The Graduate School of Social Sciences of Middle East Technical University, Doctor of Philosophy in Department of Educational Sciences.
- Venter, Gerhard Van de ve David Michayluk (2007). “A Longitudinal Study of Financial Risk Tolerance”, (Erişim Tarihi: 27/04/2014), http://www.fma.org/Reno/Papers/Longitudinal_Financial_Risk_Tolerance.pdf.
- Wang, Alex (2009). “Interplay of Investors’ Financial Knowledge and Risk Taking”, *The Journal of Behavioral Finance* 10, pp: 204-213.
- Wang, Mei ve Paul S. Fischbeck (2007). “Similar in How to Frame, But Different in What to Choose”, *Marketing Bulletin* 15 Article 2, 1-12.
- Weber, Cristoph S. (2013). “Cultural Differences in Risk Tolerance”, *IWE Working Paper* No: 01-2013, ISSN: 1862-0787, Erlangen.
- Weber, Elke U. Ve Christopher Hsee (1998). “Cross-Cultural Differences in Risk Perception, But Cross-Cultural Similarities in Attitudes Towards Perceived Risk”, *Management Science*, Vol: 44, No: 9.
- Weber, Elke U., Ann-Renée Blais ve Nancy E. Betz (2002). “A Domain-specific Risk-attitude Scale: Measuring Risk Perceptions and Risk Behaviors”, *Journal of Behavioral Decision Making* 15, pp: 263-290.
- Williamson, Rohan (2010). “The Role of Culture in Finance”, 631-646, Baker, H. Kent and John R. Nofsinger, *Behavioral Finance: Investors, Corporations and Markets*, The Robert W. Kolb Series in Finance, John Wiley & Sons, Inc., Canada, (Erişim Tarihi: 19.02.2013), [https://books.google.com.tr/books?id=_PrVf0trM6EC&pg=PT641&lpg=PT641&dq=Williamson,+Rohan+%282010%29,+%E2%80%9CThe+Role+of+Culture+in+Finance&source=bl&ots=wGMQwB11aT&sig=Rv4hHMetxaFc-yox1V-vREk-c2U&hl=tr&sa=X&ei=7pHrVLIqO4HgOKpU&ved=0CDUQ6AEwAg#v=onepage&q=Williamson%2C%20Rohan%20\(2010\)%2C%20%E2%80%9CThe%20Role%20of%20Culture%20in%20Finance&f=false](https://books.google.com.tr/books?id=_PrVf0trM6EC&pg=PT641&lpg=PT641&dq=Williamson,+Rohan+%282010%29,+%E2%80%9CThe+Role+of+Culture+in+Finance&source=bl&ots=wGMQwB11aT&sig=Rv4hHMetxaFc-yox1V-vREk-c2U&hl=tr&sa=X&ei=7pHrVLIqO4HgOKpU&ved=0CDUQ6AEwAg#v=onepage&q=Williamson%2C%20Rohan%20(2010)%2C%20%E2%80%9CThe%20Role%20of%20Culture%20in%20Finance&f=false)
- Witteloostuijn, Arjen Van ve Katrin Muehlfeld (2007). “Trader Personality and Trading Performance A Financial Market Pilot Experiment”, *Preliminary Draft*, (Erişim Tarihi: 14.05.2013), <http://static.luiss.it/esa2007/programme/papers/70.pdf>

- Wolfe, Patricia (2010). “*Brain Matters: Translating Research into Classroom Practice*”, 2nd Edition, Elexandria, Virginia USA, (Erişim Tarihi: 25.01.2014), http://www.google.com.tr/books?hl=tr&lr=&id=VPRQBAAAQBAJ&oi=fnd&pg=PR9&dq=Brain+Matters:+Translating+Research+into+Classroom+Practice&ots=f1RKrJVD2y&sig=j21ZNIGd8_iEoXQrcD5peLnN17s&redir_esc=y#v=onepage&q=Brain%20Matters%3A%20Translating%20Research%20into%20Classroom%20Practice&f=false
- Yalçın, Kadir Can (2009). “Behavioral Finance: Investor Psychology”, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, İngilizce Muhasebe Finansman Bilim Dalı, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul.
- Yangınözü, Berrin (2014). “Tüketici Davranışlarının Değişmesi ve Davranışsal Ekonomi”, (Erişim Tarihi: 04.03.2014), <http://www.perakende.org/guncel/haberler/tuketici-davranislarinin-degismesi-ve-davranissal-ekonomi-1336654312h.html>
- Yao, Rui ve Sherman Hanna (2005). “The Effect of Gender and Marital Status on Financial Risk Tolerance”, *Journal of Personal Finance*, Vol: 4, Issue: 1, pp: 66-85.
- Yaşar, Burçay (2008). “Davranışsal Finans ve Fiyat Köpüğü: İMKB Endekslerinde Fiyat Köpüğüyle İlgili Mevsimsel Birim Kök Araştırması”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, İstanbul.
- Yates, J. Frank, Ju-Whei Lee ve Julie G. Bush (1997). “General Knowledge Overconfidence: Cross-National Variations, Response Style and “Reality””, *Organizational Behavior and Human Decision Process*, Vol:70, No: 2, pp: 87-94.
- Yazgan İnanç, Banu ve Eşef Ercüment Yerlikaya (2013). “*Kişilik Kuramları*”, Pegem Akademi, 7. Baskı, Ankara.
- Yıldız, Ayşe (2014). “Kurumsal Yönetim Endeksi ve Altman Z Skoruna Dayalı lojistik Regresyon Yöntemiyle Şirketlerin Kredi Derecelendirmesi”, *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, C: 19, S:3, s: 71-89.

- Yılmaz, Ensar (2012). “*Oyun Teorisi*”, Gözden Geçirilmiş 2. Basım, Literatür Yayıncılık, İstanbul.
- Yılmaz, Nilgün (2009). “Yatırımcı Davranışını Etkileyen Faktörlerle Yatırım Kararları Arasındaki İlişki Bireysel – Kurumsal Yatırımcı Farklılaşması”, Yıldız Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, İşletme Yönetimi Yüksek Lisans Programı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.
- Yörükoğlu, Atalay (1993). “*Gençlik Çağı: Ruh Sağlığı ve Ruhsal Sorunlar*”, 8. Baskı, Özgür Yayın Dağıtım, İstanbul.
- Yüksel, N. Derya (2009). “İMKB’de Yatırımcı Davranışı ve Örnek Bir Uygulama”, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Finansman Programı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İzmir.
- Zaidi, Farheen Btool ve Muhammed Zubair Tauni (2012). “Influence of Investor’s Personality Traits and Demographics on Overconfidence Bias”, *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, Vol: 4, No: 6.
- Zel, Uğur (2011). “*Kişilik ve Liderlik: Evrensel Boyutlarıyla Yönetmel Açından Araştırmalar, Teoriler ve Yorumlar*”, Nobel Yayıncılık, 3. Basım, Ankara.
- Zweig, Jason (2007). “*Paranız ve Beyniniz*”, İnkilap Kitapevi, İstanbul.

EK 1 ARAŞTIRMADA KULLANILAN ANKET FORMU
KASIM 2014 | FİNANSAL YATIRIMCI DAVRANIŞ ARAŞTIRMASI

A- Finansal piyasalarda (Hisse senedi, Forex, vs.) işlem yapıyor musunuz?

Evet, işlem yapıyorum. (Yanda ki yatırım araçlarına çoklu cevap verilebilir)	Borsa (Hisse Senedi)	01	1
	VIOP (Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası)	02	
	Forex	03	
Hayır, işlem yapmıyorum.			2

B – KİŞİLİK ÖZELLİKLERİ

Lütfen aşağıdaki ifadelerin sizi ne kadar tanımladığını belirtiniz.

1	2	3	4	5
Kesinlikle katılmıyorum	Katılmıyorum	Kısmen	Katılıyorum	Kesinlikle katılıyorum

1. Konuşkan	1	2	3	4	5
2. Başkalarının kusurunu bulmaya eğilimli	1	2	3	4	5
3. Bir işi eksiksiz yapan	1	2	3	4	5
4. Depresif ve hüzünlü	1	2	3	4	5
5. Orijinal, yeni fikirler üreten	1	2	3	4	5
6. Mesafeli	1	2	3	4	5
7. Yardımsever, bencil olmayan	1	2	3	4	5
8. Özensiz olabilen	1	2	3	4	5
9. Rahat, stresle iyi başedebilen	1	2	3	4	5
10. Birçok farklı konuya meraklı	1	2	3	4	5
11. Enerji dolu	1	2	3	4	5
12. Başkalarıyla ağız dalaşı başlatan	1	2	3	4	5
13. Güvenilir bir çalışan	1	2	3	4	5
14. Gergin olabilen	1	2	3	4	5
15. Yaratıcı zekası olan, derin düşünen	1	2	3	4	5
16. Heyecan ve coşku yaratan	1	2	3	4	5
17. Bağışlayıcı bir yapıya sahip	1	2	3	4	5
18. Düzensiz olmaya eğilimli	1	2	3	4	5
19. Çok endişelenen	1	2	3	4	5
20. Hayal gücü zengin	1	2	3	4	5
21. Sessiz kalmaya eğilimi olan	1	2	3	4	5
22. İnsanlara genellikle güvenen	1	2	3	4	5
23. Tembelliğe meyilli	1	2	3	4	5
24. Duygusal açıdan dengeli, kolay kolay üzülmeyen	1	2	3	4	5
25. Yaratıcı	1	2	3	4	5
26. Girişken bir kişiliğe sahip	1	2	3	4	5
27. Soğuk ve kayıtsız olabilen	1	2	3	4	5
28. Bir işi bitirmeden bırakmayan	1	2	3	4	5
29. Duygusal iniş ve çıkışlar yaşayan	1	2	3	4	5
30. Sanatsal ve estetik deneyimlere değer veren	1	2	3	4	5
31. Bazen utangaç ve tutuk	1	2	3	4	5
32. Hemen hemen herkese karşı nazik ve düşünceli	1	2	3	4	5
33. İşleri etkin, verimli yapan	1	2	3	4	5
34. Gergin durumlarda sakin kalan	1	2	3	4	5
35. Rutin işler yapmayı tercih eden	1	2	3	4	5
36. Dışadönük, sosyal	1	2	3	4	5
37. Zaman zaman başkalarına karşı kabalaşan	1	2	3	4	5
38. Plan yapan ve onları uygulayan	1	2	3	4	5
39. Kolayca heyecanlanan	1	2	3	4	5
<i>Tablonun devamı</i>					

40. Düşünmekten ve fikirlerle oynamaktan hoşlanan	1	2	3	4	5
41. Sanatsal ilgileri az olan	1	2	3	4	5
42. Başkaları ile işbirliği yapmaktan hoşlanan	1	2	3	4	5
43. Dikkati kolay dağılan	1	2	3	4	5
44. Sanat, müzik ve edebiyat konusunda çok bilgili	1	2	3	4	5

C – RİSK ALGISI

1. Genel anlamda, risk alma bakımından en iyi arkadaşınız sizi nasıl tanımlar?

- a). Gerçek bir kumarbaz
b). Yeterli bilgiye sahip olduktan sonra risk alma taraftarı
c). Dikkatli
d). Riskten kesinlikle kaçınan

2. Bir TV yarışmasındasınız ve aşağıdaki seçeneklerden birini seçeceksiniz. Hangi seçeneği tercih ederdiniz?

- a). Nakit 1.000 TL
b). 5.000 TL kazanmak için %50 şans
c). 10.000 TL kazanmak için %25 şans
d). 100.000 TL kazanmak için %5 şans

3. “Ömürde bir kere olacak bir tatil” için para biriktirmeyi yeni bitirdiniz. Tatile çıkmadan üç hafta önce işinizi kaybediyorsunuz. Ne yaptınız?

- a). Tatili iptal edersiniz
b). Daha mütevazı bir tatile çıkarsınız
c). Yeni bir iş arayışına hazır olmak için zamana ihtiyacınız olduğunu düşünerek planladığınız gibi tatile çıkarsınız
d). Daha kapsamlı bir tatil yaparsınız çünkü böyle birinci sınıf tatil için son şansınız olabilir

4. Yatırım yapmak için beklenmedik bir şekilde 20.000 TL elinize geçti, ne yaptınız?

- a). Bankaya, para piyasasına yatırırsınız
b). Güvenirliliği yüksek tahvillere veya hazine bonosuna yatırırsınız
c). Hisse senedine yatırım yaparsınız

5. Deneyimlerinize dayanarak, borsaya ya da yatırım fonlarına yatırım yapmada kendinizi ne kadar rahat hissedersiniz?

- a). Pek değil
b). Biraz rahat
c). Çok rahat

6. “Risk” kelimesini düşündüğünüzde aklınıza gelen ilk kelime aşağıdakilerden hangisidir?

- a). Kayıp
b). Belirsizlik
c). Fırsat
d). Heyecan

7. Bazı uzmanlar altın, mücevher ve gayrimenkul gibi yatırım araçlarının değer kazanacağını; tahvil fiyatlarının düşebileceğini, bunun yanı sıra devlet tahvillerinin görece daha güvenli olduğunu düşünüyor. Yatırımlarınızın çoğu şu anda yüksek faizli devlet tahvillerinde bulunmaktadır. Bu durumda ne yaptınız?

- a). Tahvilleri elimde tutarım
b). Tahvilleri satar, yarısını para piyasası araçlarına aktarır diğer yarısını da altın, mücevher ya da gayrimenkul gibi yatırım araçlarında değerlendirirsiniz
c). Tahvilleri satar ve tamamını altın, mücevher ya da gayrimenkul gibi yatırım araçlarından birine aktarırdınız
d). Tahvilleri satar, paranın tamamını altın, mücevher ya da gayrimenkul gibi yatırım araçlarından birine yatırır ve bu yatırım araçlarından daha fazla satın almak için de ödünç para alırdınız

8. Aşağıda dört yatırım seçeneğinin en iyi ve en kötü getirileri yer almaktadır. Hangi seçeneği tercih edersiniz?

- a). En çok 200 TL kazanç; 0 kazanç/zarar
b). En çok 800 TL kazanç; en çok 200 TL kayıp
c). En çok 2.600 TL kazanç; en çok 2.400 TL kayıp
d). En çok 4.800 TL kazanç; en çok 2.400 TL kayıp

9. Sahip olduğunuz şeylere ek olarak, size 1.000 TL verildi. Aşağıdaki seçeneklerden hangisini tercih ederdiniz?

- a). 500 TL garanti kazanç
b). 1000 TL kazanmak için %50 şans ve hiçbir şey kazanmamak için %50 şans

10. Sahip olduğunuz şeylere ek olarak, size 2.000 TL verildi. Hangisini seçersiniz?

- a). 500 TL kesin kayıp
b). 1.000 TL kaybetmek için %50 şans ve hiçbir şey kaybetmemek için %50 şans

11. Bir akrabasının size aşağıdaki seçeneklerden BİRİNE paranın TAMAMINI yatırmak kaydıyla 100.000 TL miras bıraktığını düşünün. Hangisini seçersiniz?

- a). Bir tasarruf hesabı ya da para piyasasına
b). Hisse senedi ve tahvil içeren yatırım fonlara
c). 15 adi hisse senedi olan portföy
d). Altın, gümüş ve petrol gibi mallara

12. 20.000 TL'lik bir yatırım yapmak durumunda kalsanız, aşağıdaki seçeneklerden hangisi size daha cazip gelir?

- a). %60'ı düşük riskli yatırım %30'u orta riskli yatırım %10'u yüksek riskli yatırım
b). %30'u düşük riskli yatırım %40'ı orta riskli yatırım %30'u yüksek riskli yatırım
c). %10'u düşük riskli yatırım %40'ı orta riskli yatırım %50'si yüksek riskli yatırım

13. Güvendiğiniz uzman bir arkadaşınız ve komşunuz bir grup yatırımcıyı altın madeni arama girişimine fon sağlamak için bir araya getiriyor. Şayet başarılı olunursa girişim 50 ile 100 kat arası kazanç getirecek. Şayet girişim başarısız olursa tüm yatırımınız batacak. Arkadaşınız başarı şansını sadece %20 olarak görüyor. Paranız olsaydı, ne kadar yatırım yapardınız?

- a). Hiçbir şey yatırmazdım
b). Bir aylık maaş
c). Üç aylık maaş
d). Altı aylık maaş

D – BİLİŞSEL ÖNYARGILAR

1. "Ayşe, 31 yaşında bekar, açık sözlü ve zeki biridir. Ayşe felsefe alanında ihtisas yapmıştır. Bir öğrenci olarak ayrımcılık ve sosyal adalet konularıyla yoğun bir şekilde ilgilenmektedir aynı zamanda nükleer karşıtı gösterilere katılmıştır." Aşağıda Ayşe ile ilgili ifadelerden hangisi doğru olabilir?

- () Ayşe banka memurudur () Ayşe banka memuru ve feministtir

2. "Finansal bilginin iyi olduğuna inandığım kişi/kişilerin eylemlerini takip ederim" ifadesine katılıyor musunuz? () Evet () Hayır

3. Gelecekte ekonominin daha iyi olacağı konusunda ne kadar iyimlersiniz?

- () Hiç iyimser değilim () İyimserim () Çok iyimserim

4. "Yüksek kalitedeki ürünler daha pahalıdır" ifadesine katılıyor musunuz?

- () Evet () Hayır

5. "Bir hisse senedinde yakın bir zamanda kayba uğradınız. Tekrar bir yatırım yapacaksınız, riskleri ve getirileri aynı olan bir büyük bir de orta büyüklükteki iki şirketten birine yatırım yapacaksınız. Aşağıdaki seçeneklerden hangisi daha fazla pişman olmanıza neden

- () Büyük şirketin hisselerini alıp zarar etmek () Orta büyüklükteki şirketin hisselerini alıp zarar etmek

6. Aşağıdaki ifadelerden sizce hangisi doğru olabilir?

- () İngilizcede "ing" ile biten kelimeler daha çoktur () İngilizcede "n" ile biten kelimeler daha çoktur

7. Türkiye'de aşağıdaki hastalıklardan sizce hangisine daha çok rastlanmaktadır?

- () Kalp hastalığı () Sigaradan kaynaklanan akciğer kanseri

8. "Capetown, Güney Afrika'nın başkentidir." ifadesine katılıyor musunuz? () Evet () Hayır

9. Yukarıdaki soruya (8.soru) doğru cevap verdiğinizden ne kadar eminsiniz?

- () %100 () %80 () %60 () %40 () %20

10. "Kimsenin yatırım yapmadığı bir hisse senedine yatırım yapmak risklidir" ifadesine katılıyor musunuz? () Evet () Hayır

11. "Hisse senedi seçme konusunda diğer yatırımcılardan daha iyiyim ve hisse senedine etki eden faktörleri herkesten önce görürüm" ifadesine katılıyor musunuz? () Evet () Hayır

12. Bir yatırım yaparken aşağıdaki durumlardan hangisi sizin daha çok pişman olmanıza neden olur?

- () Satın aldığımız bir hisse senedinin kayba uğraması
() Kazandırmasını tahmin ettiğiniz ama satın almadığımız bir hisse senedinin değer kazanması

13. Bir yazı tura oyununda altı kere yazı tura atıldığını düşünün. Sizce aşağıdaki seçeneklerden hangisinin gelme ihtimali daha yüksektir?

- () TTTTTT () TTTYYY () TTYTTY

14. "Bir hisse senedi satın aldınız ve değer kazandı. Daha fazla yükselmesini beklemeden hemen satarsınız çünkü değeri düşerse satmadığınıza pişman olursunuz" ifadesi için aşağıdaki seçeneklerden hangisi sizi tanımlar?

- () Çok sık () Genellikle () Bazen () Nadiren () Hiçbir zaman

15. Yatırım konusundaki bilgi düzeyinizi nasıl tanımlarsınız?

- () Bilgisiz () Biraz bilgili () Bilgili () Çok bilgili

16. Bir hisse senedinde yakın bir zamanda kayba uğradınız. Tekrar bir yatırım yapacaksınız, aşağıdaki durumlardan hangisini tercih edersiniz?

- () Zararınızı karşılamak için getirisi ve riski yüksek hisseleri seçersiniz
() Temkinli davranarak getirisi ve riski düşük hisseleri tercih edersiniz çünkü tekrar kaybetmek istemezsiniz.

17. İki yıl önce 12 TL'den XYZ hisse senedini satın aldınız. Hisse senedinin şimdiki fiyatı 15TL. Birkaç ay önce hisse senedinin fiyatı beklenenden yüksek bir şekilde 20TL'ye ulaşmıştı. Fakat o zaman hisse senedini satmadınız. Daha sonra ise hisse senedinin fiyatının yönetsel hesaplama hataları yüzünden 15 TL'ye düştüğünü öğrendiniz. Bu durumda:

- () Hisse senedinin fiyatı bir kere 20 TL'ye ulaşmış, tekrar bu fiyata geldiğinde satarım diye düşünürsünüz
() Şirketin finansal durumunu araştırır ona göre karar verirsiniz

18. Sosyal çevrenizin bir hisse senedinin değer kazanması/kaybetmesini garanti olarak lanse etmesi gibi bir durumda sözkonusu hisseyi aldınız veya sattınız mı? () Evet () Hayır

19. Piyasadan daha iyi performans gösteren hisse senetlerini toplama konusunda ne kadar kontrolünüz olduğunu düşünüyorsunuz?

() Hiç kontrolüm yok () Çok az kontrolüm var () Kontrolüm var () Oldukça kontrolüm var

20. Aldığınız bir hisse senedinin gelecekte de değer kazanacağı konusunda ne kadar iyimsersiniz?

() Hiç iyimser değilim () İyimserim () Çok İyimserim

21. "Eğer hisse senedi geçmiş 3-5 yıl arasında kötü/iyi bir performans sergilemişse o hisse senedinin gelecekte de kaybettireceğini/kazandıracığını düşünürüm" ifadesine katılıyor musunuz?

() Evet () Hayır

22. Bir hisse senedi aldınız oldukça iyimsersiniz; yeni almış olduğunuz kötü bir haber iyimserliğinizi nasıl etkiler?

() Etkilemez, iyimserliğinizi korursunuz; çünkü hisse senedi yakından tanıdığımız/çalıştığımız bir firma olup, bir süre sonra iyi haberler gelecektir diye düşünürsünüz

() Endişelenirsiniz, satmak için yatırımınızı gözden geçirirsiniz

23. 15 yıl önce 25.000 TL'ye ev satın aldınız ve şimdi evi satmak istiyorsunuz. Emlakçınız, evin şimdiki değerinin 100.000TL olduğunu söyleyince çok sevindiniz. Fakat daha sonra evinizin bulunduğu bölgede yer alan büyük bir iş merkezinin iflas etmesi ve birçok işçinin işten çıkarılması nedeniyle ev fiyatlarında %10 düşüş olduğunu öğrendiniz. Bu durumda:

() Fiyatta düşüş yapmazsınız. Evinizin fiyatını 100.000 TL olarak korursunuz

() Fiyatı %5 düşürürsünüz, 95.000 TL

() Fiyatı %10 düşürürsünüz 90.000 TL

() Fiyatı 80.000 TL'ye düşürürsünüz, teklif almaktan emin olmak istersiniz

24. "Değeri düşen hisse senedini zararı karşılancaya kadar bekler ondan sonra satırım" ifadesi için aşağıdaki seçeneklerden hangisi sizi tanımlar?

() Çok sık () Genellikle () Bazen () Nadiren () Hiçbir zaman

E- DEMOGRAFİ

E01. Cinsiyet?

1	Erkek	2	Kadın
---	-------	---	-------

E02. Yaşınızı öğrenebilir miyim?

YAŞ:					
1	18'den küçük	3	21-30	5	41-50
2	18-20	4	31-40	6	51 ve üstü

E03. Medeni durumunuzu öğrenebilir miyim?

1	Bekar	2	Evli	3	Dul/Boşanmış
---	-------	---	------	---	--------------

E04. Aylık ortalama toplam gelirinizin ne kadar olduğunu öğrenebilir miyim?

Açık Olarak Yazınız:					
.- TL					
01	0-2.000 TL	03	3.001-4.000 TL	05	5.001 TL ve Üzeri
02	2.001-3.000 TL	04	4.001-5.000 TL		

E05. Eğitim durumunuz?

1	2	3	4	5
Lisans üstü	Üniversite	Lise	Ortaokul	Lise

E06. Finansal piyasalarda yatırım yapma sürenizi öğrenebilir miyim?

1	2	3	4	5
1 yıldan az	1-3 yıl	4-6 yıl	7-9 yıl	10 yıl ve üzeri

EK 2 HA, HB VE HC İLE BUNLARA AİT ALT HİPOTEZLERİN TOPLU SONUÇLARI

HA ve HA Alt Hipotezlerini Değerleme Tablosu

HA: Yatırımcıların beş faktör kişilik özellikleri ile psikolojik önyargıları arasında ilişki vardır.	
HA Alt Hipotezleri	
HA1: Dışa dönük kişilik özelliği ile temsililik hevrstiki arasında ilişki vardır.	KABUL
HA2:Uyumlu kişilik özelliği ile temsililik hevrstiki arasında ilişki vardır.	KABUL
HA3:Sorumlu kişilik özelliği ile temsililik hevrstiki arasında ilişki vardır.	RED
HA4:Nevrotik kişilik özelliği ile temsililik hevrstiki arasında ilişki vardır.	RED
HA5:Deneyime açık kişilik özelliği ile temsililik hevrstiki arasında ilişki vardır.	RED
HA6:Dışa dönük kişilik özelliği ile bulunabilirlik hevrstiki arasında ilişki vardır.	RED
HA7:Uyumlu kişilik özelliği ile bulunabilirlik hevrstiki arasında ilişki vardır.	KABUL
HA8:Sorumlu kişilik özelliği ile bulunabilirlik hevrstiki arasında ilişki vardır.	RED
HA9:Nevrotik kişilik özelliği ile bulunabilirlik hevrstiki arasında ilişki vardır.	RED
HA10:Deneyime açık kişilik özelliği ile bulunabilirlik hevrstiki arasında ilişki vardır.	RED
HA11:Dışa dönük kişilik özelliği ile demirleme hevrstiki arasında ilişki vardır.	RED
HA12:Uyumlu kişilik özelliği ile demirleme hevrstiki arasında ilişki vardır.	KABUL
HA13:Sorumlu kişilik özelliği ile demirleme hevrstiki arasında ilişki vardır.	KABUL
HA14:Nevrotik kişilik özelliği ile demirleme hevrstiki arasında ilişki vardır.	RED
HA15:Deneyime açık kişilik özelliği ile demirleme hevrstiki arasında ilişki vardır.	RED
HA16:Dışa dönük kişilik özelliği ile aşırı güven arasında ilişki vardır.	KABUL
HA17:Uyumlu kişilik özelliği ile aşırı güven arasında ilişki vardır.	KABUL
HA18:Sorumlu kişilik özelliği ile aşırı güven arasında ilişki vardır.	RED
HA19:Nevrotik kişilik özelliği ile aşırı güven arasında ilişki vardır.	RED
HA20:Deneyime açık kişilik özelliği ile aşırı güven arasında ilişki vardır.	KABUL
HA21:Dışa dönük kişilik özelliği ile aşırı iyimserlik arasında ilişki vardır.	RED
HA22:Uyumlu kişilik özelliği ile aşırı iyimserlik arasında ilişki vardır.	KABUL
HA23:Sorumlu kişilik özelliği ile aşırı iyimserlik arasında ilişki vardır.	RED
HA24:Nevrotik kişilik özelliği ile aşırı iyimserlik arasında ilişki vardır.	RED
HA25:Deneyime açık kişilik özelliği ile aşırı iyimserlik arasında ilişki vardır.	KABUL
HA26:Dışa dönük kişilik özelliği ile pişmanlıktan kaçınma arasında ilişki vardır.	RED
HA27:Uyumlu kişilik özelliği ile pişmanlıktan kaçınma arasında ilişki vardır.	RED
HA28:Sorumlu kişilik özelliği ile pişmanlıktan kaçınma arasında ilişki vardır.	KABUL
HA29:Nevrotik kişilik özelliği ile pişmanlıktan kaçınma arasında ilişki vardır.	KABUL
HA30:Deneyime açık kişilik özelliği ile pişmanlıktan kaçınma arasında ilişki vardır.	RED
HA31:Dışa dönük kişilik özelliği ile sürü davranışı arasında ilişki vardır.	KABUL
HA32:Uyumlu kişilik özelliği ile sürü davranışı arasında ilişki vardır.	KABUL
HA33:Sorumlu kişilik özelliği ile sürü davranışı arasında ilişki vardır.	RED
HA34:Nevrotik kişilik özelliği ile sürü davranışı arasında ilişki vardır.	RED
HA35:Deneyime açık kişilik özelliği ile sürü davranışı arasında ilişki vardır.	RED

HB ve HB Alt Hipotezlerini Değerleme Tablosu

HB: Yatırımcıların beş faktör kişilik özellikleri ile finansal risk toleransları arasında ilişki vardır.	
HB Alt Hipotezleri	
HB1: Dışa dönük kişilik özelliği ile finansal risk toleransı arasında ilişki vardır.	KABUL
HB2: Uyumluluk kişilik özelliği ile finansal risk toleransı arasında ilişki vardır.	KABUL
HB3: Sorumluluk kişilik özelliği ile finansal risk toleransı arasında ilişki vardır.	KABUL
HB4: Nevrotik kişilik özelliği ile finansal risk toleransı arasında ilişki vardır.	KABUL
HB5: Deneyime açık kişilik özelliği ile finansal risk toleransı arasında ilişki vardır.	KABUL

HC ve HC Alt Hipotezlerini Değerleme Tablosu

HC: Yatırımcıların demografik özellikleri ile finansal risk toleransları arasında anlamlı bir farklılık vardır.	
HC Alt Hipotezleri	
HC1: Yaş ile finansal risk toleransı arasında anlamlı bir farklılık vardır.	KABUL
HC2: Cinsiyet ile finansal risk toleransı arasında anlamlı bir farklılık vardır.	KABUL
HC3: Medeni durum ile finansal risk toleransı arasında anlamlı bir farklılık vardır.	RED
HC4: Gelir ile finansal risk toleransı arasında anlamlı bir farklılık vardır.	RED
HC5: Eğitim ile finansal risk toleransı arasında anlamlı bir farklılık vardır.	RED
HC6: Yatırım yapma süresi ile finansal risk toleransı arasında anlamlı bir farklılık vardır.	RED

KİŞİSEL BİLGİLER

Adı Soyadı : BİLGEHAN KÜBİLAY

Doğum Yeri : ZONGULDAK

Doğum Yılı : 1981

Medeni Hali : EVLİ

EĞİTİM VE AKADEMİK BİLGİLER

Lise 1995-1999 : MEHMET ÇELİKEL SÜPER LİSESİ

Lisans 2000-2004 :KARADENİZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ İİBF
ÇALIŞMA EKO. VE ENDÜSTRİ İLİŞKİLERİ

Y. Lisans 2006-2009 : ZONGULDAK KARELMAS ÜNİVERSİTESİ İİBF
İŞLETME

Yabancı Dil : İNGİLİZCE

MESLEKİ BİLGİLER

2007-2010 : ŞEKERBANK T.A.Ş.