

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

HİSSE SENEDİ PİYASASINA KATILMA EĞİLİMLERİNE ETKİ EDEN
DAVRANIŞSAL FAKTÖRLER: İŞLETME BÖLÜMÜ ÖĞRENCİLERİ
ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA

YÜKSEK LİSANS TEZİ

HAZIRLAYAN
FIRAT BOTAN ŞAN

DANIŞMAN
DOÇ. DR. ALİ BAYRAKDAROĞLU

TEMMUZ, 2014
MUĞLA

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

HİSSE SENEDİ PİYASASINA KATILMA EĞİLİMLERİNE ETKİ EDEN
DAVRANIŞSAL FAKTÖRLER: İŞLETME BÖLÜMÜ ÖĞRENCİLERİ
ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA

HAZIRLAYAN: Fırat Botan ŞAN

Sosyal Bilimler Enstitüsünce

“Yüksek Lisans”

Diploması Verilmesi İçin Kabul Edilen Tezdir.

Tezin Enstitüye Verildiği Tarih : 17.07.2014

Tezin Sözlü Savunma Tarihi : 14.07.2014

Tez Danışmanı : Doç. Dr. Ali BAYRAKDAROĞLU

Jüri Üyesi : Prof. Dr. Famil ŞAMILOĞLU

Jüri Üyesi : Prof. Dr. Turgay UZUN

Enstitü Müdürü V. :

Yrd. Doç. Dr. Aytekin FIRAT

TEMMUZ, 2014

MUĞLA

TUTANAK

Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü'nün 09/07/2014 tarih ve 639/2 sayılı toplantısında oluşturulan jüri, Lisansüstü Eğitim-Öğretim Yönetmeliği'nin 24/6 maddesine göre, İşletme Anabilim Dalı Yüksek lisans öğrencisi Fırat Botan ŞAN'ın "Hisse Senedi Piyasasına Katılma Eğilimlerine Etki Eden Davranışsal Faktörler: İşletme Bölümü Öğrencileri Üzerine Bir Araştırma" adlı tezini incelemiş ve aday 14/07/2014 tarihinde saat 14:00'da jüri önünde tez savunmasına alınmıştır.

Adayın kişisel çalışmaya dayanan tezini savunmasından sonra 90 dakikalık süre içinde gerek tez konusu, gerekse tezin dayanağı olan anabilim dallarından sorulan sorulara verdiği cevaplar değerlendirilerek tezin **kabul** edildiğine oybirliği ile karar verildi.

Tez Danışmanı

Doç. Dr. Ali BAYRAKDAROĞLU

Üye

Prof. Dr. FamiL ŞAMILOĞLU

Üye

Prof. Dr. Turgay UZUN

YEMİN

Yüksek lisans tezi olarak sunduğum “Hisse Senedi Piyasasına Katılma Eğilimlerine Etki Eden Davranışsal Faktörler: İşletme Bölümü Öğrencileri Üzerine Bir Araştırma” 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.

17/07/2014

Fırat Boğan ŞAN

YÜKSEKÖĞRETİM KURULU DOKÜMANTASYON MERKEZİ**TEZ VERİ GİRİŞ FORMU****YAZARIN****Soyadı:** ŞAN**Adı** : FIRAT BOTAN**Kayıt No:****TEZİN ADI****Türkçe** : Hisse Senedi Piyasasına Katılma Eğilimlerine Etki Eden Davranışsal Faktörler: İşletme Bölümü Öğrencileri Üzerine Bir Araştırma**Y. Dil** : Behavioral Factors That Effects Stock Market Participation Preferences: A Research on Business Administration Depertmant Students**TEZİN TÜRÜ:** Yüksek Lisans**TEZİN KABUL EDİLDİĞİ****Üniversite** : Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi**Fakülte** :**Enstitü** : Sosyal Bilimler Enstitüsü**Diğer Kuruluşlar** :**Tarih** :**TEZ YAYINLANMIŞSA****Yayınlayan** :**Basım Yeri** :**Basım Tarihi** :**ISBN** :**TEZ YÖNETİCİSİNİN****Soyadı, Adı** : BAYRAKDAROĞLU, Ali**Ünvanı** : Doç. Dr.

TEZİN YAZILDIĞI DİL : TÜRKÇE

TEZİN SAYFA SAYISI:144

TEZİN KONUSU (KONULARI) :

1. Davranışsal Finans
2. Hisse Senedi Piyasasına Katılım
3. Karar Alma

TÜRKÇE ANAHTAR KELİMELER :

1. Finansal okuryazarlık
2. Güven
3. Beklentiler
4. Risk Algısı

İNGİLİZCE ANAHTAR KELİMELER:

1. Financial Literacy
2. Trust
3. Expectations
4. Risk Perceptions

1- Tezimden fotokopi yapılmasına izin vermiyorum (x)

2- Tezimden dipnot gösterilmek şartıyla bir bölümünün fotokopisi alınabilir ()

3- Kaynak gösterilmek şartıyla tezimin tamamının fotokopisi alınabilir ()

Yazarın İmzası :



Tarih : 17.07.2014

ÖZET

Bu çalışmada bireylerin finansal varlık tercihlerine etki eden ekonomik olmayan değişkenler, hisse senedi piyasası özelinde sosyal ve davranışsal faktörler ile açıklanmaya çalışılmıştır. Bireyler çeşitli seçenekler arasında tercihte bulunurken o seçeneklerin ortaya koyduğu bilişleri değerlendirmede bir takım davranışsal faktörler devreye girmektedir ve karar verme sürecini kolaylaştırmaktadır. Ayrıca kararların alınması öncesinde ve sonrasında bireylere etkide bulunan bir takım sosyal faktörler bulunmaktadır. Bu faktörler piyasada anomalilere yol açmaktadır ve literatürde kabul edilen, bireylerin rasyonel kararlar aldığını varsayan modeller ile çelişkiler göstermektedir. Bu durumun bir sonucu olarak piyasalarda sermaye risk primi bulmacası oluşmaktadır ve bireylerin risk algısı dahi dikkate alındığında hisse senedi piyasasının getirilerinin risksiz devlet borçlanma araçlarının getirilerinden fazla olduğu görülmektedir. Risksiz piyasalar ile hisse senedi piyasaları arasındaki bu getiri farkının risk primi ile açıklanamaması ve hisse senedi piyasasına olan katılımın düşük düzeyde kalması finansal okuryazarlık, risk algısı, güven düzeyi, kısa ve uzun vadeli piyasaya dönük beklentiler gibi faktörler ile açıklamaya çalışılmıştır.

Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi İşletme Bölümü öğrencileri üzerinde anket kullanılarak yapılan çalışmada finansal okuryazarlık düzeyinin alınan eğitim süresi ile doğru orantılı olarak artış gösterdiği tespit edilmiştir. Ayrıca finansal okuryazarlık düzeyi yüksek katılımcıların hisse senedi tercihi ile birlikte tercih edecekleri finansal araç sayısı da artmaktadır. Bir diğer bulguya göre finansal okuryazarlık düzeyi ile finansal bilgi düzeyindeki özgüven ters bir ilişki göstermektedir. Risk algısının, finansal kurumlara olan güven seviyesinin, piyasalara dönük olumlu beklentilerin de hisse senedi piyasalarına olan tercihe olumlu etki ettiği tespit edilmiştir.

ABSTRACT

In this study, we investigate the effects of non economic variables that include behavioral and social factors on financial instrument preferences of the individuals. Behavioral factors is activated during the decision making process in the assessment of cognition that belongs to variety of options which is also facilitates the process. In addition to that, there are social factors that influence individuals during the decision making process. According to literature, these factors lead to anomalies in the market and illustrate contradictions with the models that assume individuals are rational decision makers. As a result of this situation, equity premium puzzle occurs in the capital markets and even we consider the risk perception of individuals, the stock market returns excess the risk free government debt instruments return. In this study, we attempted to explain low level of stock market participation, the difference between stock market and risk free markets return by non economic factors such as financial literacy, risk perception, trust, short and long term market expectations.

According to survey that conducted on the Business Administration students of Muğla Sıtkı Koçman University, we found that financial literacy level of the participants increase linearly with the number of education year. Besides, survey participants with higher level of financial literacy level prefer more financial instrument includes equity. Another finding of the study shows inverse relationship between financial literacy and self confidence on finance. Lower risk perception, higher trust to the financial intermediaries and favorable expectations are the factors that affect positively equity preferences.

ÖNSÖZ

Akademiye ilk girdiğim günden beri yanımda olan ve bu tezin hazırlanması sürecinde bana her türlü yardım ve fedakârlığı sağlayan, karşılaştığım her türlü problemin çözümünde deneyim ve birikimlerinden faydalandığım Danışmanım Doç. Dr. Ali BAYRAKDAROĞLU'na desteklerinden ötürü teşekkürü bir borç bilirim. Deneyimleri ve birikimleri ile ufkumu her zaman geniş tutmamı sağlayan Prof. Dr. Famil ŞAMİLOĞLU'na teşekkürlerimi sunarım. Çalışmamın hazırlanması sırasında bana her türlü desteği sağlayan Araş. Gör. Tezcan KAŞMER ŞAHİN ve Araş. Gör. Funda KAYA'ya en içten dileklerimi sunarım.

Bu çalışmayı, beni bugünlere getiren, benden maddi ve manevi hiçbir desteğini esirgemeyen ŞAN ailesine ithaf ederim.

İÇİNDEKİLER

| | |
|-----------------------|------|
| ÖZET..... | i |
| ABSTRACT | ii |
| ÖNSÖZ..... | iii |
| İÇİNDEKİLER | iv |
| ŞEKİLLER LİSTESİ..... | vii |
| TABLolar LİSTESİ..... | viii |
| GİRİŞ | 1 |

BİRİNCİ BÖLÜM

DAVRANIŞSAL FİNANS KURAMI

| | |
|--|----|
| 1.1. ETKİN PİYASALAR KURAMI | 7 |
| 1.1.1. Zayıf Tipte Piyasa Etkinliği..... | 8 |
| 1.1.2. Yarı-Güçlü Formda Piyasa Etkinliği | 8 |
| 1.1.3. Güçlü Formda Piyasa Etkinliği..... | 8 |
| 1.2. DAVRANIŞSAL FİNANSIN VARSAYIMLARI VE DİNAMİKLERİ | 9 |
| 1.2.1. Beklenen Fayda Teorisi | 10 |
| 1.2.2. Beklenti Teorisi | 14 |
| 1.2.2.1. Beklenti Teorisi ve İrrasyonel Birey Davranışları | 15 |
| 1.3. BELİRSİZLİK DURUMUNDA KULLANILAN PSİKOLOJİK ÖNYARGILAR..... | 20 |
| 1.3.1. Bilişsel Kısayollar (Hevristikler)..... | 20 |
| 1.3.1.1. Geleneksel Hevristikler | 21 |
| 1.3.1.2. Genel Amaçlı Hevristikler | 25 |
| 1.3.1.3. Özel Amaçlı Hevristikler | 31 |
| 1.3.2. Belirsizlik Altında Karar Almada Bilişsel Önyargılar..... | 36 |
| 1.3.2.1. Teyit Yanılgısı..... | 38 |

| | |
|---|----|
| 1.3.2.2.Geri Görüş Yanılgısı | 39 |
| 1.3.2.3.Aşırı Güven | 43 |
| 1.3.2.4.Bilişsel Çelişki..... | 47 |
| 1.4. SERMAYE RİSK PRİMİ BULMACASI | 50 |

İKİNCİ BÖLÜM

HİSSE SENEDİ PİYASASINA KATILIMA ETKİ EDEN DAVRANIŞSAL FAKTÖRLER

| | |
|---|----|
| 2.1. HİSSE SENEDİ PİYASASINA KATILIMA ETKİ EDEN GELENEKSEL FAKTÖRLER | 54 |
| 2.1.1. Servet ve Eğitim Düzeyleri..... | 54 |
| 2.1.2. Risk Algısı | 59 |
| 2.2. HİSSE SENEDİ PİYASASINA KATILIMA ETKİ EDEN MODERN FAKTÖRLER | 61 |
| 2.2.1. Sosyal İlişkiler ve Etkileşim | 62 |
| 2.2.2. Güven Faktörü | 66 |
| 2.2.3. İnternet ve Teknoloji Kullanımı | 69 |
| 2.2.4. Finansal Okuryazarlık..... | 73 |
| 2.2.5. Bilişsel Zekâ | 77 |
| 2.2.6. Diğer Faktörler..... | 82 |

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

MUĞLA SITKI KOÇMAN ÜNİVERSİTESİ İŞLETME BÖLÜMÜ ÖĞRENCİLERİNİN HİSSE SENEDİ PİYASASINA KATILIM EĞİLİMLERİNE ETKİ EDEN DAVRANIŞSAL FAKTÖRLER ÜZERİNE AMPİRİK BİR ARAŞTIRMA

| | |
|-------------------------------------|----|
| 3.1. LİTERATÜR TARAMASI..... | 86 |
| 3.2. ARAŞTIRMA KONUSUNUN ÖNEMİ..... | 91 |
| 3.3. ARAŞTIRMANIN AMACI..... | 92 |

| | |
|---|------------|
| 3.4. ARAŞTIRMANIN KAPSAMI VE SINIRLARI | 93 |
| 3.5. ARAŞTIRMANIN MODELİ, VERİ SETİ VE KULLANILAN DEĞİŞKENLER | 94 |
| 3.5.1. Araştırmanın Modeli..... | 94 |
| 3.5.2. Araştırmanın Veri Seti ve Kullanılan Değişkenler | 96 |
| 3.6. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ VE TEST EDİLEN HİPOTEZLER | 98 |
| 3.6.1 Araştırmada Kullanılan Analiz Yöntemi: Lojistik Regresyon | 98 |
| 3.6.2. Test Edilen Hipotezler | 102 |
| 3.7. MODELLERİN ANALİZİ VE ELDE EDİLEN BULGULARIN YORUMU | 102 |
| 3.7.1 Veri Yapısının Analizi ve Demografik Değişkenler | 102 |
| 3.7.2. Yapılan Testlere Ait Sonuçlar | 105 |
| 3.7.3. Bulgular ve Değerlendirme..... | 108 |
| GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ | 116 |
| KAYNAKÇA | 119 |
| EK (ANKET) | 142 |
| ÖZGEÇMİŞ..... | 144 |

ŞEKİLLER LİSTESİ

| | |
|--|----|
| Şekil 1. Beklenti Teorisi Değer Fonksiyonu | 16 |
| Şekil 2. Linda Problemi | 30 |
| Şekil 3. Eğitim Seviyesine Göre Gelişmiş Ülkelerdeki Hisse Senedi Piyasasına Doğrudan Katılım Düzeyi | 58 |
| Şekil 4. Eğitim Seviyesine Göre Avrupa Ülkelerinde Hisse Senedi Piyasasına Toplam Katılım Düzeyi..... | 59 |

TABLOLAR LİSTESİ

| | |
|---|-----|
| Tablo 1. Yerli Yatırımcıların Ülkelerindeki Hisse Senedi Piyasasına Katılım Yüzdeleri | 4 |
| Tablo 2. Allais Paradoksu Deneyi..... | 13 |
| Tablo 3. Beklenen Fayda Teorisi Varsayımları ve İhlallerinin Literatür Özeti | 14 |
| Tablo 4. Hevristiklerin Sınıflandırılması | 21 |
| Tablo 5. Temsiliyet Hevristiği Deneyi Sonuçları | 23 |
| Tablo 6. Nedensellik Hevristiği Deneyi..... | 27 |
| Tablo 7. Kullanılan Veri Setine İlişkin Anket Bölümlendirmeleri* | 96 |
| Tablo 8. Çalışmada kullanılan Hipotezler..... | 102 |
| Tablo 9. Katılımcıların Eğitim Aldıkları Sınıf Derecelerine Göre Dağılımları..... | 103 |
| Tablo 10. Katılımcıların Finansal Araç Tercihleri..... | 104 |
| Tablo 11. Tercih Edilen Finansal Araç Adedi | 104 |
| Tablo 12. Finansal Okuryazarlık Sorularına Verilen Doğru Yanıtlar..... | 105 |
| Tablo 13. Objektif ve Sübjektif Değerlendirmelerin Ki Kare Analizi..... | 106 |
| Tablo 14. Objektif ve Sübjektif Değerlendirmelerin Ki Kare Analizi..... | 107 |
| Tablo 15. Kolmogorov-Smirnov Testi Sonuçları..... | 108 |
| Tablo 16. Katılım Gösterilen Sınıf Düzeyinin Finansal Okuryazarlığa Etkisi | 109 |
| Tablo 17. Sınıf Düzeyindeki Farklılıkların Scheffe Testi İle Anlamlandırılması.... | 109 |
| Tablo 18. Katılımcıların Cinsiyetine Göre Hisse Senedi Piyasasına Katılım Tercihi | 110 |
| Tablo 19. Finansal Okuryazarlık Düzeyi ve Yatırım Tercihi Yapılan Finansal Araç Sayısı İlişkisi | 110 |
| Tablo 20. Finansal Okuryazarlık Düzeyi ve Yatırım Tercihi Yapılan Finansal Araç Sayısına İlişkin Anova Analiz Sonuçları | 111 |
| Tablo 21. Finansal Okuryazarlık Özgüveni ile Eğitim Alınan Sınıf İlişkisi..... | 112 |
| Tablo 22. Hosmer ve Lemeshow Test Sonuçları ve R ² Değerleri | 113 |
| Tablo 23. Modeldeki Faktörlere İlişkin Kurulan Lojistik..... | 114 |

GİRİŞ

Hisse senedi piyasaları, sermayelerinin belirli bir kısmını halka arz etmiş olan şirketlerin paylarının alınıp satıldığı piyasalardır. Ülkemizde kotasyon şartlarını taşıyan ulusal pazar, kurumsal ürünler pazarı olduğu gibi, kotasyon şartlarını taşımayan şirketlerin hisselerinin alınıp satıldığı ikinci ulusal pazar ve gözaltı pazarı mevcut bulunmaktadır. Türkiye’de Borsa İstanbul (BIST) çatısı altında faaliyet gösteren hisse senedi piyasasının Dünya Bankası (2012) verilerine göre toplam değeri (piyasa kapitalizasyonu) 556 milyar lira olduğu ve diğer hisse senedi piyasaları arasında 27. sırada bulunduğu tespit edilmiştir. Hisse senedi piyasasında faaliyet gösteren şirket sayısı da 412’ye ulaşmıştır (Sermaye Piyasası Kurulu, 2014). Buna göre Türkiye’deki hisse senedi piyasası toplam Gayri Safi Yurt İçi Hâsıla’nın yüzde 39,1’ini oluşturarak ekonomi açısından büyük önem arz etmektedir.

Hisse senedi piyasaları sermayesini halka arz eden şirketlere, ülke ekonomisine ve son olarak da hisse senedi piyasasına katılan bireysel ve kurumsal yatırımcılara bir takım faydalar sağlamaktadır. Makro açıdan incelendiğinde hisse senedi piyasaları mevcut ülkeye uluslar arası portföy yatırımları aracılığıyla sıcak paranın girmesine sebep olmaktadır. Fon kaynaklarının artması sebebi ile fon maliyetlerinin düşmesi de hisse senedi piyasaları aracılığıyla elde edilen fonların ekonomiye sağladığı avantajlardan biri olarak bilinmektedir. Halkı tasarruflara teşvik ederek ekonomik kalkınmada rol oynamasını sağlayan hisse senedi piyasaları ayrıca ülkedeki mevcut sermayenin tabana yayılmasına da yardımcı olmaktadır. Son olarak şirketlerin birincil piyasalardan halka arz sonucunda elde ettikleri fonları yeni yatırımlara yönlendirerek ekonomik büyümeye ve istihdama katkı sağlamaktadırlar.

Hisse senedi piyasaları sermayelerinin bir kısmını halka arz ederek bu piyasalardan fon sağlayan şirketlere de bir takım faydalar sağlamaktadır. Sermaye piyasası araçlarından biri olan hisse senedi karakteri gereği işletmelere uzun vadeli fon sağlamaktadır. Bu durum işletmelerin kredibilitelerini arttırarak itibar sağlamaktadır. Hisse senedi piyasalarının şirketlere olan bir diğer faydası da sermayelerinin bir kısmını halka arz ederek şirket ortaklarının risklerinin azaltılmasıdır. Hisse senedi piyasalarına katılım gösteren işletmelerin devlet organlarınca ve yatırımcılarınca mali

tablolarının denetim altında olması bu şirketlerin daha denetimli ve dengeli bir büyüme gerçekleştirmesini de sağlamaktadır. Ayrıca işletmelerin hisse senetlerinin özellikle ikincil piyasalarda sürekli olarak işlem görmesi ve belirli bir fiyatlarının oluşması şirketin piyasa değerinin belirlenmesine yardımcı olmaktadır. Bununla birlikte işletmeler hisse senedi piyasalarında işlem gördüklerinde bilinirlikleri artmaktadır ve reklam yapmaktadırlar.

Hisse senedi piyasalarına doğrudan veya yatırım fonları aracılığıyla dolaylı yoldan katılan bireyler açısından da bir takım faydalar sağlamaktadır. Bireylerin mevcut tasarruflarını yatırıma yönlendirerek değerlendirmelerine imkan veren bu piyasalar ayrıca likit özellikleri ile bireylerin yatırımlarını istedikleri zaman nakde çevirmelerine de imkan sağlamaktadırlar. Yatırımcılar hisse senedi piyasalarından kar payı ödemeleri ve yatırım yapılan hisse senedi fiyatlarının artması sonucunda sermaye kazancı olmak üzere iki farklı türde gelir elde etmektedirler. Bireysel yatırımcıların doğrudan hisse senedi piyasalarına katılımı sonucunda elde edilen bu gelirlerin gelir vergisinden istisna tutulması hisse senedi piyasalarının bireylere olan bir diğer avantajıdır.

Hisse senedi piyasalarının getirilerine dayalı olarak geçmiş verileri incelendiğinde yatırımcıların risk iştahsızlığı, işlem maliyetleri ve likidite riski değişkenleri dâhil edildiğinde dahi risksiz borçlanma aracı olan hazine bonolarından daha yüksek getirilere sahip olduğu tespit edilmiştir ve bu durum sermaye risk primi bulmacası olarak nitelendirilmiştir (Mehra ve Prescott, 1985). Sermaye risk primi bulmacası, küresel sermaye değerinin yüzde 85 gibi büyük bir çoğunluğunu oluşturan ülkelerin 100 yıla yakın, uzun süreli verileri incelenerek ortaya konulmuştur (Mehra, 2002).

Ülke risk primlerinin belirli dönemlerde yüksek olması dolayısı ile borçlanma oranlarının yüksek gerçekleşmesi bulmacayı ortadan kaldırsa da uzun dönemde sermaye risk primi bulmacası geçerliliğini korumaktadır. Örneğin, Türkiye’de Başçı ve Ekinci (2002) tarafından yapılan bir çalışmada sermaye risk primi yerine uzun yıllardan beri gerçekleşen enflasyonist ortamın tahvil primine yol açtığı belirtilmiştir. Bununla birlikte çalışma yapıldıktan sonraki dönemde Türkiye’de hisse senedi piyasası yedi katına çıkmıştır (Doğan, 2010: 68).

Hisse senedi priminin yüksek olmasına rağmen hisse senedi piyasalarına olan katılım düşük seviyede gerçekleşmektedir. Bu durum ekonomi ve finans literatüründeki modellerde çokça kullanılan, ekonomik insan (homo economicus) olarak nitelendirilen ve rasyonel kararlar aldığı varsayılan model ile çelişkiler göstermektedir. Sermaye varlığı fiyatlama modeli ve arbitraj fiyatlama modeli gibi geleneksel finans modellerine göre bireyler belirsizlik durumlarında tercihte bulunurken elde edilen faydayı maksimum yapacak şekilde rasyonel hareket etmektedirler. Burada maksimum faydanın ölçüsü de ancak yapılacak ampirik çalışmalarla belirlenebilmektedir (Friedman, 1953: 6).

Hisse senedi piyasalarının bireylere sunduğu bir takım faydalara karşın bireylerin hisse senedi piyasasına limitli düzeyde katılım göstermesi rasyonel olmayan birey davranışı bağlamında ele alınabilmektedir. Hisse senedi piyasalarına olan katılım birçok ülkede düşük oranlarda gerçekleşmektedir. Özellikle yerli yatırımcıların yatırımlarını kendi ülkelerindeki hisse senedi piyasalarına yönlendirmede eksiklikler bulunmaktadır.

Bireylerin tasarruflarını kendi ülkelerindeki hisse senedi piyasasına yönlendirebilmelerine göre sıralandığında, Türkiye'nin yüzde 1,2 katılım oranı ile hisse senedi piyasasına en düşük düzeyde katılım gösterdiği tespit edilmiştir. Bu durum diğer gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin verileri ile kıyaslamalı olarak Tablo 1'de de gösterilmektedir. Bu oranlara göre Türkiye'de hisse senedi piyasasında yatırım yapan yaklaşık olarak bir milyon hesap bulunmaktadır. Bu hesaplardan aktif yatırım hesabı olarak kullanılmayanlar çıkarıldığında hisse senedi piyasasına olan katılım oranı daha da düşmektedir.

Tablo 1. Yerli Yatırımcıların Ülkelerindeki Hisse Senedi Piyasasına Katılım Yüzdeleri

| Ülkeler | Yerli Yatırımcının Yerli Piyasaya Katılım Oranları (%) | Yerli Yatırımcıların Yabancı Piyasalara Katılımı (%) |
|----------------|--|--|
| Almanya | 8,9 | 57,2 |
| Amerika | 26 | 16,3 |
| Avustralya | 40,4 | 24,3 |
| Avusturya | 5,6 | 70,8 |
| Belçika | 5 | 66,6 |
| Danimarka | 28 | 45,7 |
| Finlandiya | 18,7 | 22 |
| Fransa | 15 | 38,7 |
| Hollanda | 14 | 49,5 |
| Hong Kong | 13,8 | 31,9 |
| İngiltere | 30 | 31,1 |
| İrlanda | 17 | 79 |
| İsveç | 22 | 45,2 |
| İsviçre | 17,6 | 42,8 |
| İtalya | 7 | 50,7 |
| Japonya | 29,7 | 15,5 |
| Kanada | 25 | 30,2 |
| Norveç | 21 | 59,9 |
| Portekiz | 14,5 | 35,8 |
| Singapur | 8,3 | 41,8 |
| Türkiye | 1,2 | 0,3 |
| Yeni Zelanda | 31 | 45,8 |
| Yunanistan | 10,2 | 5,7 |

Kaynak; GIANNETTI, Mariassunta ve KOSKINEN, Yrjö, Investor Protection, Equity Returns and Financial Globalization, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol.45 (1), Feb.2010, ss. 135-168

Hisse senedi piyasalarının maddi getirilerine rağmen tasarruf sahibi karar vericiler tarafından tercih edilmemesi, ekonomik olmayan, davranışsal ve sosyal faktörlerin araştırılmasına ve hisse senedi piyasasına katılım üzerindeki etkisinin incelenmesine neden olmuştur. Hisse senedi piyasalarına katılım önündeki ekonomik olmayan engellerden biri olarak bilgi maliyetleri (information costs) (Laakso, 2010: 14) gösterilmektedir. Ekonomik gelişmelerde, genelde finansal piyasaların, özelde ise hisse senedi piyasalarının önemli bir rol alması bu piyasaların gelişerek daha karmaşık bir hal almasına ve asimetrik bilginin artmasına neden olmuştur.

Bu maliyetleri ortadan kaldırarak hisse senedi piyasasına katılım göstermek için yine bir takım ekonomik olmayan faktörler ortaya çıkmaktadır. Bunlar; finansal okuryazarlık (Lusardi, 2006), bilişsel zekâ (Grinblatt, Koleharju ve Linnainmaa, 2011), internet ve teknoloji kullanımı (Jermann ve Quadrini, 2007), güven (Guiso, Sapienza, Paola ve Zingales, 2008), risk algısı (Allen ve Gale, 1994), sosyal ilişkiler ve etkileşim (Madrian ve Shea, 2001 ve diğer bir takım sosyal ve davranışsal

faktörlerden oluşmaktadır. Bireyler bu faktörlerin aracılığı ile piyasada oluşan bilgi ve işlem maliyetlerini minimuma indirmektedir.

Bireylerin bilgi ve işlem maliyeti gibi bir takım kısıtları bu faktörler aracılığı ile azaltarak hisse senedi piyasasına katılmasından bir takım faydalar elde edilmektedir. Mikro açıdan bakıldığında hisse senedi piyasasına katılım gösterenler ile katılım göstermeyenler arasında tüketim ve refah farklılıkları açığa çıkmaktadır (Mankiw ve zeldes, 1991; Heaton ve Lucas, 2000). Toplumun en zengin %10'luk kesimi toplam servetin yüzde 62'sine sahip olduğu 1983 yılından bu oran artarak 2007 yılında yüzde 71'e ulaşmıştır (Favilukis, 2012). Hisse senedi piyasaları bireylerin tasarruflarını yatırıma yönlendirerek bu servet eşitsizliğini ortadan kaldırmaktadır. Makro açıdan bakıldığında ise hisse senedi piyasasına katılımın piyasaları likit hale getimesi, maliyetlerin azalması, piyasaların etkinleşmesi ve hisse senedi primi probleminin ortadan kalkması gibi birçok konuda fayda sağlamaktadır.

Bireylerin hisse senedi piyasalarını tercih etmesinde etken olan ekonomik olmayan faktörlerin ve bu faktörlerin önem derecelerinin tespit edilmesi bireyleri hisse senedi piyasalarına yönlendirmede önem arz etmektedir. Bireylerin tercihlerinde risk ve getiri faktörleri dışında davranışsal faktörlerden etkilenmesi çalışmanın kuramsal çerçevesini oluşturmaktadır ve çalışmanın birinci bölümünde değinilmektedir. Literatürde mevcut olan hisse senedi piyasasına katılma tercihinde etki eden geleneksel ve modern faktörlere ise çalışmanın ikinci bölümünde yer verilmiştir. Bu faktörlere ilave olarak piyasalara dönük beklentiler, finansal kurumlara olan güven düzeyi ile bireylerin finansal okuryazarlıklarına ilişkin faktörler ampirik olarak çalışmanın üçüncü bölümünde ele alınmaktadır. Üçüncü bölümde yapılan analizlere ilişkin bulgulara, çalışmanın genel değerlendirme ve sonuç kısmında değinilmektedir.

BİRİNCİ BÖLÜM

DAVRANIŞSAL FİNANS KURAMI

Davranışsal finans, multidisipliner bir alan olarak ilk defa psikoloji bilimi çalışmalarında Herbert SIMON (1955)'un '*A Behavioral Model of Rational Choice*' çalışması ile ve daha sonra finans alanında Robert Weintraub (1963)'un '*On Speculative Price and Random Walks A Denial*' çalışması ile ilk örneklerini göstermektedir. Bununla birlikte toplumsal davranışların ve hisse senedi piyasalarının hareketlerinin anlamlandırılmasına yönelik yaklaşımlar çok daha eskilere dayanmaktadır. Le Bon (1896) tarafından yayınlanan '*Kitle: Popüler Akıl Üzerine Bir Çalışma*' ve daha sonraları Selden (1912)'in '*Hisse Senedi Piyasalarının Psikolojisi*' kitapları bu alanda görülen ilk örnekler olarak karşımıza çıkmaktadır. Tversky ve Kahneman (1973) ilk defa hevristik kavramını ve çeşitleri üzerine bir çalışma başlatmıştır. Daha sonra Kahneman ve Tversky (1979), Bernoulli (1954) tarafından ortaya konan '*Beklenen Fayda Teorisi*'ne bir eleştiri getirmiştir ve '*Beklenti Teorisi: Risk Altında Karar Almanın Analizi*' adlı çalışmayı yayınlamışlardır. Bu çalışma ile ekonomi ve finans literatüründe rasyonel ve statik olarak kabul edilen bireylerin yerine psikolojinin, belirsizliğin ve rastgeleliğin girmesini sağlayarak, daha dinamik yeni bir paradigma oluşturulmuştur.

Davranışsal finans alanının ortaya çıktığı zamana kadar finans teorileri yatırımcıların rasyonel davrandıkları varsayımı üzerinden hareket etmektedir. Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli (SVFM), Arbitraj Fiyatlama Modeli (AFM) ve Opsiyon Fiyatlaması gibi modeller varlıkların risk ve getirileri arasındaki ilişkileri incelerken daima yatırımcıların rasyonel davranış sergilediklerini varsaymaktadırlar. Davranışsal finans kuramı bunun tersini iddia etmektedir (Ateş ve Altan, 2008: 133). Buna göre yatırımcılar bir takım sistematik önyargılara sahiptirler ve yatırım kararı alırken rasyonel olmayan birtakım davranışlar göstermektedirler.

Davranışsal finans alanında yapılan araştırmalardan ilki Adam Smith'in Ahlaki Duygular Teorisi (The Theory of Moral Sentiments) kitabına kadar dayandırılrsa da sistematik olarak gerçekleştirilen davranışsal finans çalışmalarının ilki Simon (1955)

tarafından gerçekleştirilmiştir. ‘*Rasyonel Seçimin Davranışsal Modeli*’ isimli çalışmada, rasyonel seçimin o zamana kadarki olan tanımlarına bir alternatif tanım getirmeyi hedeflemiştir. Karar almanın dinamik bir süreç olduğunu, insan bilgisi ve yeteneklerinin limitli olmasının belirli bir takım geleneksel teorilerle (ekonomik insan, yönetici insan gibi) uyumsuzluklar yarattığını ortaya koymuştur.

Davranışsal finans ilk ortaya çıktığında finans çevrelerince çok fazla kabul görmemesi ile birlikte alandaki ampirik çalışmaların artmasıyla daha fazla önem kazanmıştır. Örneğin; Samuelson (1963) deneyimine göre bir iş arkadaşına % 50 olasılıkla yazı tura atmayı eğer kazanırsa \$ 200 vermeyi, kaybederse \$ 100 para birimi almayı teklif etmiştir. Arkadaşı bu teklifi red etmektedir ancak iddiayı aynı koşullarda 100 defa tekrar etmesi durumunda oyuna dâhil olacağını belirtmiştir. İkinci durumda olasılıklar ve çıktıların matematiksel olarak değişmemiş olmasına rağmen karar vericinin fikrini değiştirmesi rasyonel olmayan insan davranışına örnek olarak gösterilmiştir. Weintraub (1963) çalışmasında spekülasyon fiyat hareketlerinin sistematik ve tahmin edilebilir bir trend izleyip izlemediğini araştırmıştır. Rastsal yürüyüş (random walk) teorisinin aksine geçmiş fiyatların gelecekte oluşacak fiyatlar hakkında fikir verebileceğini öne sürmüştür. Ayrıca profesyonel yatırımcıların spekülasyon ile fiyat hareketlerinden gelir elde ettiklerine vurgu yapmıştır. Çeşitli zaman serilerinde fiyat hareketlerinin incelendiği bu çalışmada anlamlı ve uyumlu bir şekilde birbirini takip eden trendler tespit edilmiştir ve bu durumun spekülörlere sermaye kazancı fırsatı sunduğu ifade edilmiştir. Bu çalışma ile yatırımcılara sermaye kazancı elde etmede teknik analizin faydalı olacağı vurgusu yapılmıştır.

1.1. ETKİN PİYASALAR KURAMI

Etkin Piyasalar Hipotezi bireyleri yatırım yaparlarken kararlarında rasyonel davranırlar ve beklenen faydayı maksimum yapmak isterler şeklinde kabul etmektedir. Bireylerin mikro temelde rasyonel olmayan kararlar alması bu durumu değiştirmemektedir. Örneğin, yeni bir bilgiyi aşırı değerleyenler ile olduğundan düşük değerleyenler birbirlerinin fiyatlar üzerindeki etkisini azaltarak piyasayı etkin seviyeye getireceklerdir. Ayrıca bu hipoteze göre bireyler mevcut tüm bilgiyi uygun şekilde işleyebilmektedirler. Bunun yanında davranışsal finans, bireylerin yatırım

kararı verirken rasyonel şekilde davranmadıklarını öne sürmektedir (Shiller, 2001: 1307).

Fama (1970) çalışmasında piyasadaki tüm mevcut bilgilerin varlıkların fiyatlarına yansıdığı durumu 'Etkin Piyasalar Hipotezi' olarak tanımlamaktadır. Bu tanıma göre menkul kıymetin piyasa fiyatı menkul kıymetin gerçek değerine eşit olmaktadır. Piyasaların rassal olarak hareket ettiği varsayımı yapılan bu hipotezde, piyasanın etkin olup olmadığı 3 farklı formda test edilmektedir. Bunlar; Zayıf Tipte Piyasa Etkinliği, Yarı Güçlü Tipte Piyasa Etkinliği ve Güçlü Tipte Piyasa Etkinliğidir.

1.1.1. Zayıf Tipte Piyasa Etkinliği

Zayıf formda etkinliğe göre piyasadaki geçmiş fiyat verilerinden faydalanarak ortalamanın üzerinde getiri elde edilememektedir. Bu formdaki piyasalarda fiyatların birbirini takip etmediği ve rastsal (random walk) olduğu kabul edilmektedir. Dolayısı ile bu formdaki piyasalarda teknik analizden de faydalanılmamaktadır. Bununla birlikte temel analiz ile zayıf tipte piyasalarda beklenen üzerinde getiri elde edilebileceği varsayılmaktadır (Hudson, Dempsey ve Keasy, 1995: 1129).

1.1.2. Yarı-Güçlü Formda Piyasa Etkinliği

Yarı güçlü formdaki piyasalarda şirketler tarafından kamuya açıklanan bilgilerin fiyatlara yansıdığı kabul edilmektedir. Bu piyasa türünde yatırımcılar kamuya açık bilanço ve gelir tablosunda yer alan verileri kullanarak ortalama üstü getiri elde edememektedirler. Dolayısı ile teknik analiz ve temel analiz aracılığıyla tespit edilen değerle piyasada beklenen üstünde getiri elde edilememektedir. Yarı güçlü formdaki piyasa etkinliğinde sadece içeriden haber alanlar beklenen üzerinde piyasalardan getiri elde edebilmektedirler (Griffin, 2009: 29).

1.1.3. Güçlü Formda Piyasa Etkinliği

Güçlü formda etkin bir piyasada ise içeriden bilgi edinme (insider trading) durumunda dahi ortalamanın üzerinde getiri elde edilememektedir. Bir başka deyişle menkul ile ilgili her türlü bilgi fiyatlara yansımış bulunmaktadır ve piyasa değeri menkulün gerçek değerini belirtmektedir. Buna göre piyasalar etkinlik kazandıkça mevcut bilgiler aracılığı ile ortalamanın üzerinde getiri elde ihtimali azalmaktadır.

Yapılan çalışmalar güçlü formda piyasa etkinliğinin gerçeği tam olarak yansıtmadığını ve hisse senedi piyasalarındaki özellikle fon yatırımcılarının şirketlerden edindikleri özel bilgiler ile piyasada beklenen üzerinde getiri elde ettiklerini tespit etmiştir (Fama,1970: 409).

Günümüzde ekonomistler bu hipotezin yerine daha çok psikolojik ve davranışsal faktörlerin önemliliğini vurgulamaktadır (Malkiel, 2003: 60).

1.2. DAVRANIŞSAL FİNANSIN VARSAYIMLARI VE DİNAMİKLERİ

Davranışsal finans bu noktada klasik finans teorilerinden ayrılmaktadır. Davranışsal finansa göre bireyler bir takım özellikleri bakımından rasyonellikten sapmalar göstermektedir. Dolayısı ile risk ve getiriyi açıklamakta kullanılan teoriler ve modeller ile piyasayı tahmin etmeye yönelik analizler yatırımcıların psikolojik durumlarını dikkate almamaktadır. Bu bağlamda davranışsal finans etkin piyasa hipotezine karşı çıkmaktadır. Aynı zamanda yatırımcıların karar alırken rasyonel davranmayarak yatırım ile ilişkili olmayan bilgiyi de yatırım karar sürecine dâhil ettiği belirtilmektedir. Ayrıca bilişsel kusurlar ve psikolojik önyargılar da yatırım sürecine etki eden faktörlerdendir. Piyasalarda yaşanan anomalilere de bu bağlamda açıklama getirilmektedir (Ateş ve Altan, 2008: 141). Anomaliler, nedenselliği mevcut (örn; etkin piyasalar) teorilerle açıklanamayan nedensel rast gelişler olarak tanımlanmaktadır. Anomalilere örnek olarak Ocak Ayı Etkisi gösterilmektedir. Yılın ilk ayında hisse senetlerinin getirilerinin şirketlerin büyüklüklerine ve de ülkelerin vergi kanunlarına bağlı olmaksızın normalin üzerinde olması Keim (1982) tarafından Ocak Ayı Anomalisi olarak tanımlanmaktadır.

Anomaliye bir diğer örnek olarak haftanın günleri etkisi veya diğer adıyla Pazartesi Etkisi gösterilmektedir. Bu anomaliye göre hisse senedi getirilerinin Cuma günleri Pazartesiye kıyasla daha yüksek gerçekleştiği belirtilmektedir. Dolayısı ile bu anomaliler piyasaların etkin olmayışına kanıt olarak gösterilmektedirler.(French, 1980: 68)

Bireylerin maksimum faydaya ulaşmayı istemeleri yani bencil davranmaları toplumsal koşullarla da uyuşmamaktadır. Dolayısı ile toplumsal yaşam bireyin bencilliğine bir takım kısıtlamalar getirmektedir. Etkin piyasalar hipotezi tarafından

ortaya atılan bir diğer varsayım da piyasaların mevcut tüm bilgiyi fiyatlamış olmasıdır. Davranışsal finansa göre bireylerin özellikleri ve karar mekanizmaları sayısal modellere giremeyecek kadar karmaşıklık göstermektedir (Tufan, 2008: 37).

Ekonomi bireyleri durağan değişkenler olarak ele alırken davranışsal finans bireyi kararsız bir değişken olarak ele almaktadır. Bu yönüyle de davranışsal finansın temelleri psikoloji, sosyoloji ve antropoloji gibi bilimlere dayanmaktadır.

Etkin Piyasalar Hipotezinin ve Beklenen Fayda Teorisinin aksine Kahneman ve Tversky (1979) tarafından ortaya konan Beklenti Teorisine göre insanlar kazanç ve kayıpları farklı şekilde değerlendirmektedirler. Ayrıca beklenen riskin yerine algılanan riskin hesaba katılması gerekliliğine de değinilmektedir (Döm, 2003: 1).

Ekonomistler ve psikologlar bireylerin karar mekanizmalarının temelinde kişisel çıkarların ve rasyonelliğin olduğunu varsaymaktadır. Bu bağlamda rasyonellik, genel olarak karar vericilerin ve özel olarak da yatırımcıların mevcut alternatif seçenekler arasından eldeki bilgiyi kullanarak optimum seçim yapması anlamına gelmektedir. Geleneksel ekonomi kuramların temelinde insanın bir istatistik programı gibi beklentilerine göre oluşturduğu olasılıklar temelinde karar verdiği varsayılmaktadır. Burada rastgele gerçekleşen olaylara bireylerin doğru olasılıklar atfetmiş olduğu varsayılmaktadır. Bu teori literatürde beklenen fayda maksimizasyonu olarak geçmektedir (Barak, 2008: 68).

1.2.1. Beklenen Fayda Teorisi

Beklenti Teorisi risk altında karar vermenin analizi olarak Beklenen Fayda Teorisine alternatif bir eleştiri olarak geliştirilmiştir. Dolayısı ile ekonomi ve finans bilimlerinin temelinde geniş yer edinen ‘Beklenen Fayda Teorisine’ değinmekte fayda bulunmaktadır.

Beklenen Fayda Teorisi ilk defa Bernoulli (1954) tarafından ortaya konulmuştur. ‘‘Bireylerin risk algılarına göre Beklenen Fayda Fonksiyonu farklılık göstermektedir’’ görüşünden yola çıkarak belirsizlik halinde insan davranışını açıklamaya çalışmaktadır.

Beklenen fayda teorisi tüm olası çıktıların sonuçları ile çarpımlarının toplamları şeklinde hesaplanmaktadır. Yani tüm olasılık toplamlarının 1 olduğu ($p_1+p_2+\dots+p_n=1$) ve çıktıların $x_1+x_2+\dots+x_n$ olduğu durumda beklenen fayda şu şekilde hesaplanmaktadır;

$$U(x_1, p_1; \dots; x_n, p_n) = p_1 u(x_1) + \dots + p_n u(x_n) \quad (1.1)$$

Burada;

U = Beklenen Fayda fonksiyonunu

u = Beklenen Faydayı

x = Çıktı sonuçlarını

p = Olasılık değerlerini göstermektedir.

Beklenen fayda teorisine göre rasyonel seçim yapan bireylerin hangi koşulda olursa olsun beklenen faydası yüksek olan seçeneği tercih edecekleri belirtilmektedir. Beklenen Fayda Teorisi'nin çıktıları olasılıkları ile ağırlıklandırması gerçek hayattaki uygulamalarla çelişki göstermektedir.

Tversky ve Kahneman (1986) yaptıkları çalışmada von Neuman ve Morgenstern (1944) tarafından ortaya konan Beklenen Fayda Teorisinin dört temel varsayımına değinmektedir. Bu varsayımlar Çıkarma (Cancellation), Geçişlilik (Transitivity), Üstünlük (Dominance) ve Değişmezlik (Invariance)'dir. Teoriye göre bu dört varsayımı gerçekleştiren bireyler rasyonel olarak kabul edilmektedir ve tercihleri fayda fonksiyonunda temsil edilmektedir.

1. **Çıkarma (Cancellation)** : Von Neuman ve Morgenstern (1944) tarafından 'İkame Aksiyomu' (substitution axiom), Savage (1954)'a göre 'Kesin Şeyler Prensibi' (sure-thing principle) veya Luce ve Krantz (1971)'a göre Bağımsızlık (Indipendence) olarak adlandırılmaktadır. Bu varsayımına göre eğer birey A'yı B'ye tercih ediliyorsa, farklı bir değişkenin olması olasılığı ihtimalinde (örneğin yağmurun yağması veya önümüzdeki yılın seçim sonuçları) de sonuçlar değişmiyorsa yine A'yı B'ye tercih etmelidir.
2. **Geçişkenlik (Transitivity)** : Riskli ve risksiz seçimlerde geçerli olan bir varsayımdır. Farklı değişkenlere değer atandığında ve bu değerlerin

birbirlerinin sonuçlarını etkilememesi durumunda faydası büyük olan seçeneğin, bir başka deyişle dominant olanın tercih edilmesi varsayımına dayanmaktadır. Buna göre;

$$u(A) > u(B) \text{ ve } u(B) > u(C) \text{ ise,} \quad (1.2.)$$

Burada;

u = Bir olayın beklenen faydası

A = A olayının gerçekleşmesi durumunu

B = B olayının gerçekleşmesi durumunu

C = C olayının gerçekleşmesi durumunu ifade etmektedir.

geçişkenlik varsayımına göre A seçeneği C seçeneğine tercih edilmelidir.

3. **Üstünlük (Dominance)** : Beklenen fayda teorisinin en önemli varsayımlarından biri olan üstünlük varsayımına göre karar vericinin faydası büyük olan seçeneği tercih etmesi gerektiğini belirtmektedir. Öreğin; $u(A) > u(B)$ ise, A seçeneği tercih edilmelidir.
4. **Değişmezlik (Invariance)** : Beklenen Fayda Teorisinin bu varsayımına göre tercih problemi ne şekilde sunulursa sunulsun sonuç değişmemektedir.

Bireyler risk karşısında 3 farklı tutum sergilemektedirler. Bunlar; risk alan, riske karşı kayıtsız ve riskten kaçan şeklindedir. Beklenen fayda teorisine göre bireylerin bu tercihlerine göre kazanma olasılığı en yüksek getiriye tercih edeceği belirtilmektedir. Bireylerin neden riskten kaçındıkları beklenen fayda teorisi ile açıklanmaktadır. Buna göre bireyler azalan fayda ile riskten kaçınma hali göstermektedirler. Beklenen fayda teorisi finans literatüründeki birçok teoriyi açıklamada kullanılsa da varsayımları ile ilgili bir takım eleştiriler mevcut bulunmaktadır (Barak, 2008: 73).

Çıkarma veya başka bir deyişle bağımsızlık varsayımı Allais (1953) tarafından yapılan çalışma ile çürütülmüştür. Olasılık etkisinin tercihleri etkilemesi Beklenti Teorisi tarafından Kesinlik Etkisi olarak adlandırılmaktadır. Değişmezlik varsayımı ise Çerçeveleme Etkisi ile çürütülmektedir.

Bireyler gerçekleşme ihtimali daha yüksek olaylara, gerçekleşme ihtimali daha düşük olaylara kıyasla daha fazla ağırlık vermektedir. Buna literatürde kesinlik etkisi denilmektedir (Kahneman ve Tversky, 1979: 265)

Beklenen fayda teorisinin rasyonel bireyler ile ilgili varsayımların geçersizliğini ortaya koyan ilk çalışma Allais (1953) tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu çalışmada katılımcıların yarısından fazlasının rasyonel olmayan tercihlerde bulunduğu tespit edilmiştir. Literatürde Allais Paradoksu olarak da geçen kurama göre bireyler beklenen faydası eşit olan iki farklı durumda farklı tercihte bulunmaktadır. Beklenen fayda teorisine göre aynı risk algısı düzeyindeki bireylerin aynı tercihi yapması beklenirken Allais tarafından yapılan uygulamada durum böyle olmamaktadır. Örnek vermek gerekirse, Tablo 2.'de gerçekleştirilen iki farklı deney ile ilgili olasılık ve çıktı verileri yer almaktadır.

Tablo 2. Allais Paradoksu Deneyi

| DENEY 1 | | | | DENEY 2 | | | |
|---------------------|--------------|---------------------|-------------|---------------------|-------------|---------------------|-------------|
| OYUN 1A | | OYUN 1B | | OYUN 2A | | OYUN 2B | |
| KAZANÇ \$1Milyon | ŞANS %100 | KAZANÇ \$1Milyon | ŞANS %89 | KAZANÇ Hiçbirşey | ŞANS %89 | KAZANÇ Hiçbirşey | ŞANS %90 |
| | | Hiçbirşey | %1 | \$1Milyon | %11 | | |
| | | \$5Milyon | %10 | | | \$5Milyon | %10 |

Kaynak; OLIVER, Adam; A quantitative and qualitative test of the Allais paradox using health outcomes; Journal of Economic Psychology; Volume 24, Issue 1, February 2003, pp. 35–48

Yapılan çalışmalar sonucunda bireylerden 1A ve 1B isimli oyunlar arasında seçim yapması istendiğinde katılımcıların çoğu 1A oyununu seçmektedirler. Bunun yanında 2A ve 2B oyunları arasında tercih yapılması istendiğinde ise bireyler tercihlerini 2B'den yana kullanmaktadır. Fakat bu seçim beklenen fayda teorisi ile çelişki göstermektedir. Beklenen fayda teorisine uyan bir bireyin seçimi 1A, 2A veya 1B, 2B şeklinde olmalıdır.

Bireylerin tercihlerinin maksimum faydayı yansıttığı varsayımı altında seçenekleri matematiksel olarak ifade ettiğimizde şu sonuçlar açığa çıkmaktadır;

Deney 1'deki oyunlar için beklenen fayda;

$$(\$1 \text{ Milyon}) 1 > (\$1 \text{ Milyon}) 0.89 + (\$0 \text{ Milyon}) 0.01 + (5 \text{ Milyon}) \%10$$

Deney 2'deki oyunlar için beklenen fayda;

$$(\$0 \text{ Milyon}) 0.89 + (\$1 \text{ Milyon}) 0.11 < (\$0 \text{ Milyon}) 0,9 + (\$5 \text{ Milyon}) 0,1$$

Deney 2'deki eşitliği tekrardan yazdığımızda;

$$0.11 (\$1 \text{ Milyon}) < 0.01 (\$0 \text{ Milyon}) + 0,1 (\$5 \text{ Milyon})$$

$$1 (\$1 \text{ Milyon}) - 0.89 (\$1 \text{ Milyon}) < 0.01 (\$0 \text{ Milyon}) + 0,1 (\$5 \text{ Milyon})$$

$$1 (\$1 \text{ Milyon}) < 0.89 (\$1 \text{ Milyon}) + 0.01 (\$0 \text{ Milyon}) + 0,1 (\$5 \text{ Milyon})$$

Görüldüğü üzere iki farklı deneydeki oyunların beklenen faydalarının karşılaştırılması farklı sonuçlar vermektedir. Bireylerin deney 1'de beklenen faydadan teorisinden sapma göstererek 1B oyunu yerine 1A oyununu seçmesini Kahneman ve Tversky'nin kesinlik etkisine örnek olarak gösterilebilir. Bir başka deyişle beklenen fayda teorisine göre 1B oyunu daha fazla fayda sağlarken, 1A oyunun %100 kesinlik içermesi bireyler tarafından daha fazla tercih edilmesine yol açmaktadır.

Beklenen fayda teorisinin varsayımlarının ve bu varsayımlara karşı geliştirilen anti tezlerin özet olarak gösterildiği Tablo 3. şu şekildedir;

Tablo 3. Beklenen Fayda Teorisi Varsayımları ve İhlallerinin Literatür Özeti

| Beklenen Fayda Varsayımları | Ampirik İhlalleri | Açıklayıcı Model |
|-----------------------------|--|-----------------------------|
| <i>Çıkarma</i> | Kesinlik Etkisi (Allais 1953, Kahneman ve Tversky 1979) | Linear olmayan fonksiyonlar |
| <i>Geişkenlik</i> | Tercihlerin Değişmesi (Preference Reversals Slovic ve Lichtenstein 1983) | İki Değişkenli Modeller |
| <i>Üstünlük</i> | Risk Eğilimleri, Karar Ağırlıkları | Beklenti Teorisi |
| <i>Değişmezlik</i> | Çerçeveleme Etkisi | Beklenti Teorisi |

Kaynak; TVERSKY, Amos ve KAHNEMAN, Daniel, Rational Choice and the Framing of Decisions; The Journal of Business, Vol. 59, No. 4, Part 2: The Behavioral Foundations of Economic Theory (Oct., 1986), ss. S251-S278

Buna göre Beklenen Fayda Teorisinin varsayımlarından olan üstünlük ve değişmezlik ilkelerinin gerçek hayatla olan çelişkisi yalnızca Beklenti Teorisi tarafından oluşturulan model ile açıklanabilmektedir.

1.2.2. Beklenti Teorisi

Beklenti teorisi yaptığı birçok deney aracılığı ile bireylerin çoğunda karar verirken rasyonel davranıştan sapmalar gösterdiğini ortaya koymaktadır. Karar alıcıların

bilgiyi işlerken bir takım özelliklerinden ve duygularından dolayı farklılıklar ortaya koyması Beklenen Fayda Teorisinin rasyonel insan varsayımı ile çelişki göstermektedir. Bu bağlamda beklenti teorisi, beklenen fayda teorisine bir alternatif olarak geliştirilmiştir. Buna göre beklenti teorisinde beklenen fayda teorisinde kullanılan olasılıkların yerini karar ağırlıkları almaktadır ayrıca değerlendirmeler son çıktılar yerine kazançlar ve kayıplar üzerinden yapılmaktadır.

Bireyin risk altında karar almasını açıklayan oyun teorilerinin bireyi mantıksal analiz çerçevesinde ele aldığı bilinmektedir. Bu teoriler bireyi olduğu gibi yani betimleyici bir şekilde açıklamak yerine bireyi olması gerektiği gibi (normatif) yani ideal ve rasyonel bir biçimde açıklama yoluna gitmektedir. Bireyi normatif şekilde açıklayan teorilerin gerçekten çok fazla sapma göstermesi ve bu sapmaların hata sayılamayacak kadar sistematik olması beklenti teorisinin geçerliliğini ortaya koymaktadır (Tversky ve Kahneman, 1986: 252).

1.2.2.1. Beklenti Teorisi ve İrrasyonel Birey Davranışları

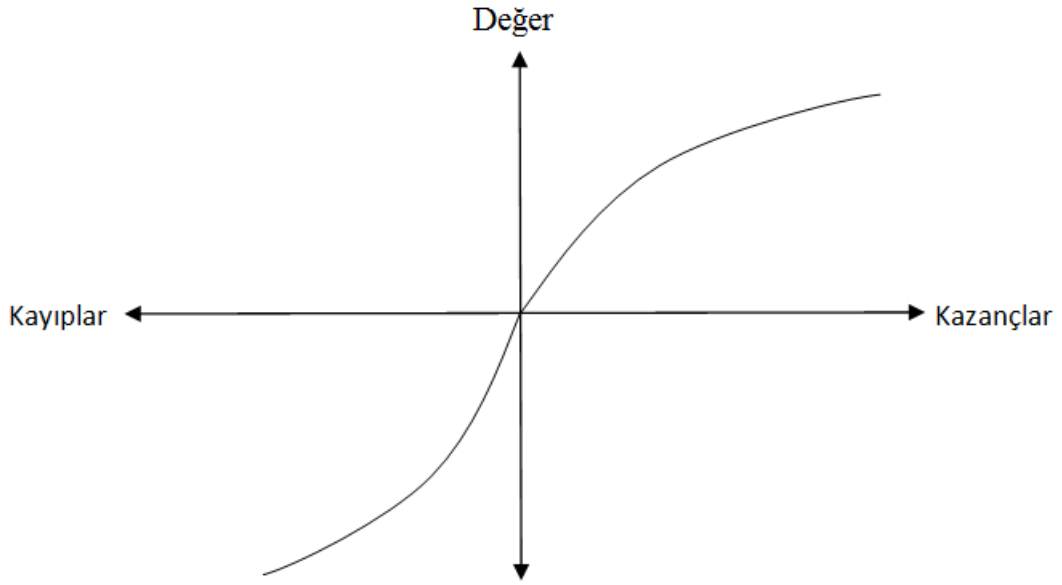
Kahneman ve Tversky (1979) tarafından ortaya konan Beklenti Teorisi 14 adet deneysel uygulama ile geliştirilmiştir. Risklilik altında sigorta ve kumar tercihlerinin incelendiği bu araştırmalarda bireylerin karar verirken bir takım özelliklerinden ötürü rasyonellikten sapmalar yaşadığı tespit edilmektedir. Beklenti teorisi ile ilgili bir takım bulgular şu şekildedir (Döm, 2003: 14);

Referans Noktası ve Risk Eğilimi

Geleneksel karar analizlerine göre kazançlar veya kayıplar servet üzerinden değerlendirilmektedir. Örneğin \$20 değerindeki bir yazı tura oyununda muhtemel çıktılar bireyin mevcut serveti (w) temelinde yarattığı etkiye göre değerlendirilmektedir. Bu durumda Beklenen Fayda Teorisi gibi geleneksel yaklaşımlar değerlendirmelerini $w + \$20$ veya $w - \$20$ şeklinde bireyin cari serveti üzerinden gerçekleştirmektedir. Fakat davranışsal yaklaşım açısından karar alıcılar küçük çıktıları servet düzeylerine göre değerlendirmeyerek kazanç, kayıp veya mevcut durumun korunması şeklinde değerlendirmektedir (Kahneman ve Tversky, 1984: 342). Burada referans noktası olarak hisse senedinin satın alındığı fiyat veya

geçen yılın en yüksek fiyatı baz alınmaktadır ve ölçümlerde sıfır noktası olarak değerlendirilmektedir.

Davranışsal ölçüm kullanılarak elde edilen bulguya göre öznel değer kazancın konkav fonksiyonudur, kayıp durumunda ise konveks fonksiyonudur. Şekil 1’de de ifade edildiği gibi kazancın konkav ve kaybın konveks oluşu aynı para büyüklüğündeki kazanç ve kaybın farklı değerlendirilmesine yol açmaktadır. Bir başka deyişle yatırımcılar aynı büyüklükteki kayba kazançtan daha fazla değer vermektedir.



Şekil 1. Beklenti Teorisi Değer Fonksiyonu

Kaynak: TVERSKY, Amos; KAHNEMAN, Daniel, Extensional versus intuitive reasoning: The conjunction fallacy in probability judgment, Psychological Review, Vol. 90(4), Oct 1983, 293-315

Örnek vermek gerekirse 100 TL ye satın alınan (referans noktası) bir hisse senedinin üç ay sonra 120 TL’den 110 TL’ ye düşmesi, 80 TL’den 70 TL’ye düşmesine göre daha az etkili olmaktadır. Bir başka deyişle yatırımcıya kayıp alanındaki 10 TL’lik azalış kazanç alanındaki 10 TL’lik azalıştan daha fazla etki yaratmaktadır. Burada etki ile kastedilen fiziki bir etki olmayıp değer kaybının yarattığı olumsuzluktur.

Geleneksel ekonomi teorisi bireylerin riskten kaçındığını varsaymaktadır. Davranışsalcı görüş ise bireylerin kazanç ya da kayıp durumlarına göre farklı riskli davranış eğilimi gösterdiğini belirtmektedir. Yapılan pozitif sonuçlu deneylerin bir referans noktası (0) yardımıyla negatife çevrilerek incelenmesi sonucunda bireylerin risk eğilimlerinin kazanç ve kayıp durumlarına göre farklılaştığı tespit edilmiştir. Bu durum literatürde yansıtma etkisi (reflection effect) olarak adlandırılmaktadır. Yansıtma etkisine göre bireyler kazanç durumunda risk almaktan kaçınırken, kayıp durumunda daha fazla riskli yatırım gerçekleştirmektedir (Kahneman ve Tversky, 1979).

Kazanç ve kaybın değer fonksiyonunun sırası ile konkav ve konveks şekilde olması referans noktasından kazanç noktasına veya kayıp noktasına doğru uzaklaştıkça varlıklardaki değişime olan duyarlılıkları azalmaktadır (Döm, 2003: 17). Örneğin; bireyler ₺ 200 ile ₺ 100 arasında yaşanan bir farklılığı kazanç veya kayıp olmasına bakılmaksızın ₺ 1100 TL ile ₺ 1200 arasında yaşanan değişime göre daha fazla değer vermektedir. Bir başka deyişle iki durum arasında da yaşanan değişim ₺ 100 olmasına rağmen bireyler referans noktasına yakın olan ilk örneğe daha fazla önem vermektedir (Kahneman ve Tversky, 1984: 342).

Çerçeveleme

Bireyin rasyonel olarak davranıp davranmadığının bir diğer ölçütü olarak bu davranışların sistemli bir şekilde tekrarlanması durumunda aynı sonuçlar üretmesi ve bir uyumluluk göstermesi gerekmektedir. Karar alıcıların bu kurala uymadıkları literatürde yapılan çalışmalar ile ortaya konulmaktadır. Genellikle bir karar problemini birden fazla şekilde sunmak mümkündür. Araştırmacılar karar problemlerindeki değişkenlerin özünde bir değişim yapmadan, sadece karar alıcıya sunulmuş biçiminde değişiklik yaparak farklı sonuçlar elde edebilmektedirler. Bu durum literatürde '*Çerçeveleme Etkisi*' olarak adlandırılmaktadır (Tversky ve Kahneman, 1981: 453).

Çerçeveleme etkisini ortaya koymak için yapılan deneyde 600 kişiyi etkileyebilecek bir virüse karşı ilk defa uygulanabilecek bir tedavi yöntemi ile ilgili alternatifler şu şekilde verilmektedir;

Eğer A programı uygulanırsa 600 kişiden 200'ü kesin olarak kurtarılacaktır.

Eğer B programı uygulanırsa 1/3 ihtimalle 600 kişi de kurtulacak veya 2/3 ihtimalle 600 kişi de ölecektir.

Deneye katılım gösterenlerin %72 gibi büyük bir çoğunluğu böyle bir durumda A programını seçeceğini belirtmektedir. Bu sonuç aynı zamanda kesinlik etkisi ile de paralellik göstermektedir. Bir başka deyişle katılımcılar riskten kaçan bir tutum sergilemektedir.

Deneyin değişkenlerinde bir değişim yapılmadan sadece sunuluş biçimi değiştirilerek uygulanan bir başka deneyde alternatifler şu şekilde verilmektedir;

Eğer C programı seçilirse 400 kişi ölecektir.

Eğer D programı seçilirse 1/3 ihtimalle kimse ölmeyecektir, 2/3 ihtimalle 600 kişi ölecektir.

Deneyin bu şekilde sunuluş biçiminde katılımcılardan %78'i D seçeneğini seçerek risk alıcı bir yaklaşım sergilemektedir. Tversky ve Kahneman (1981) kazanımlar üzerinden seçim yapmak zorunda kalan bireylerin riskten kaçınma gösterdiği, kayıplar üzerinden karar almak zorunda olan bireylerin ise risk alıcı bir tutum gösterdiğini belirtmektedir.

Çerçeveleme etkisi yukarıdaki örnekte olduğu gibi sağlıkla ilgili bir konuda yaşam ve ölüm arasında seçim şeklinde olabileceği gibi parasal konularda kazanç ve kayıp şeklinde olabilmektedir ve sonuçlar tutarlılık göstermektedir.

Beklenti teorisine göre karar alıcılar muhtemel çıktıları (kazanç veya kayıp) değerler (v), olasılıkları ise karar ağırlıkları (π) ile ağırlıklandırmaktadır. Örneğin p olasılıklı x çıktısı ile q olasılıklı y çıktısının beklenti teorisine göre değerlendirilmesi şu şekilde olmaktadır (Tversky ve Kahneman, 1986; 258);

$$\pi(p) v(x) + \pi(q) v(y) \quad (1.3.)$$

Burada; $p + q = 1$ olduğu varsayılmaktadır.

Kesinlik Etkisi

İlk defa Allais (1953) tarafından ortaya atılan teoriye göre bireyler tercihte bulunurken olasılık değeri yüksek seçeneğe gerçekleşme ihtimali düşük seçeneklere göre daha fazla önem vermektedir. Bu durum Beklenen Fayda Teorisinin, Çıkarma (Cancellation) varsayımı, ile çelişmektedir ve geçersiz kılmaktadır. Örneğin bireyler %100 ihtimalle ₺ 20 kazanma seçeneği ile %80 ihtimalle ₺ 25 kazanma seçeneği arasında tercih yapmak zorunda kaldığında, iki seçeneğin beklenen faydalarının eşit olmasına ($1 * ₺ 20 = 0.80 * ₺ 25$) bakmaksızın ilk seçeneği tercih ettiği ampirik çalışmalarla tespit edilmiştir.

Gerçekte kesin olmayan bir olayın kesinmiş gibi ağırlıklandırılmasına ise sözde kesinlik etkisi (pseudo- certainty effect) denilmektedir (Kahneman ve Tversky, 1984: 345). Beklenen fayda değerlerinin iki farklı tercih seçeneğinde eşit oranda azaltılması sonucunda bireylerin tercihlerinde anlamlı bir değişim tespit edilmektedir. Sözde kesinlik etkisi bu bağlamda çerçeveleme etkisi ile de paralellik göstermektedir. Örneğin Kahneman ve Tversky (1986) yaptıkları çalışmada şu deneyi gerçekleştirmişlerdir;

İlk deneyde, katılımcılardan %25 ihtimalle \$30 kazanmak ile %20 ihtimalle \$45 kazanma arasında tercih yapmalarını istediklerinde, katılımcıların %42'si ilk tercihi seçerken %58'i ikinci tercihi seçmektedir.

İkinci deneyde, iki seçeneğin de olasılıkları 4 kat arttırılarak oluşturulan yeni oyunda katılımcılardan \$30'lık kesin kazanım ile %80 ihtimalle \$45 kazanım arasında tercih yapmaları istenmektedir. Bu deneyde de katılımcıların %74'ü ilk seçeneği tercih ederken yalnızca %26'sı ikinci seçeneği tercih etmektedir.

Bu deneyler göstermektedir ki olasılık oranlarının eşit olarak değiştirilmesi bireylerin seçimlerinde farklı sonuçlara neden olmaktadır. Bu durum literatürde sözde kesinlik etkisi olarak adlandırılmaktadır.

1.3. BELİRSİZLİK DURUMUNDA KULLANILAN PSİKOLOJİK ÖNYARGILAR

Bireyler karar verirken risk ve getiri dışında başka faktörlerden de etkilenmektedir. Bu faktörlerden birisi de psikolojik önyargılardır. Psikolojik önyargılar literatürde iki başlık altında incelenmektedir (Paker, 2011: 2). Bunlar; bilişsel kalıpyargı önyargılar ve kısayol hevristiklerdir. Beklenen Fayda Teorisinin ortaya attığı maksimum fayda peşinde olan rasyonel insan davranışının yerini Beklenti Teorisi'nin irrasyonel insan kavramı almaktadır. İnsanın irrasyonel oluşu ve karar verirken mekanik bir şekilde davranmayışı araştırmacılar tarafından çeşitli çalışmalarla psikolojik önyargılar başlığı altında anlamlandırılmaya çalışılmaktadır. Bu önyargıların (Haselton, Nettle ve Andrews, 2005: 726);

(1) Mevcut bilginin işlenmesi, depolanması ve düzeltilmesi sırasında oluşan algı hatalarından kaynaklandığı ve bu algı hatasının insanların bilişsel seviyesinin sınırlı olmasından kaynaklı olarak ortaya çıktığı,

(2) Bilişsel önyargılar kullanılarak verilen kararların bilişsel önyargılar kullanılmadan verilen kararlardan daha az maliyetli olduğu,

(3) Mevcut problemin akla yatkın olmadığı durumlarda kullanıldığı belirtilmektedir.

1.3.1. Bilişsel Kısayollar (Hevristikler)

Hevristikler bireylerin belirsiz durumlar altında karar alırken kullandıkları kısa yollardır. Bireyler ihtimalleri değerlendirirken veya kesin olmayan miktarlara değer biçerken bir takım hevristik prensiplerden faydalanarak karmaşık işlemleri basite indirgemektedir. Hevristiklerin bu faydalarının yanında bir takım sistematik hatalara yol açtığı da bilinmektedir (Finucane, Alhakami, Slovic ve Johnson, 2000: 3). Bir başka tanıma göre ise hevristikler, bilişsel zekânın ve olasılık teorisinin yetersiz kaldığı durumlarda kullanılan zorunlu ve yararlı bilişsel süreçlerdir. Ayrıca hevristikler bilişsel yanılsamalar ve rasyonel olmayan birey davranışı ile de ilişkilendirilmektedir (Montier, 2007: 19). Hevristiklerin sınıflandırılmasına ilişkin veriler Tablo 4.'de verilmektedir;

Tablo 4. Hevristiklerin Sınıflandırılması

| Geleneksel Hevristikler | Genel Amaçlı Hevristikler | Özel Amaçlı Hevristikler |
|---|---|--|
| Temsiliyet Hevristiği Dayanak ve Düzeltme Hevristiği Mevcudiyet Hevristiği | Etki Hevristiği Nedensellik Hevristiği Akıcılık Hevristiği Benzerlik Hevristiği | Nitelik Değiştirme Tanıma Hevristiği Otomatik Seçim Hevristiği |

Tversky ve Kahneman (1974) yaptıkları çalışmada hevristiklerin 3 çeşidinden bahsetmektedir. Bunlar; temsiliyet, mevcudiyet, düzeltme ve çapa hevristikleridir. Daha sonra Gilovich, Griffin ve Kahneman (2002) hevristikleri genel amaçlı hevristikler ve özel amaçlı hevristikler olmak üzere iki bölüme ayırmaktadır. Genel amaçlı hevristikler Etki Hevristiği (Affect), Mevcudiyet Hevristiği, Nedensellik Hevristiği (Causality), Akıcılık Hevristiği (Fluency), Benzerlik Hevristiği (Similarity) ve Sürpriz Hevristiği (Surprise) başlıkları altında tanımlanmaktadır. Özel amaçlı hevristikleri ise İkame Etme (Attribution Substitution), Kıрма Hevristiği (Outrage), Prototip Hevristiği (Proto-type), Tanıma Hevristiği (Recognition), Severek Tercih Etme Hevristiği (Choosing by Liking), Varsayılan Olarak Seçme (Choosing by Default) başlıkları altında incelemektedir.

Bireyler hevristikleri her durumda kullanmayıp sadece belirli durumlarda kullanmaktadır. Bu durumlar (Ateş ve Altan, 2008: 143);

- Çevredeki bilgi yoğunluğundan dolayı, bilginin beyinde işlenmesinin zorlaşmasında
- Karar vermek için yeterince zamana sahip olunmadığında
- Karar vermek için gerekli bilgiye sahip olunmadığı zaman hevristiklerden faydalanılmaktadır.

Bir başka deyişle beyin karar verme noktasında zor durumda kaldığında hevristiklerden faydalanmaktadır.

1.3.1.1. Geleneksel Hevristikler

Bu başlık altında Kahneman ve Tversky (1972, 1974) tarafından tanımlanan Temsiliyet, Mevcudiyet, Düzeltme ve Dayanak hevristiklerine değinilmektedir.

Temsiliyet hevristiğinin yerini daha sonra yapılan çalışmalarla İkame Etme (Attribution- Substitution) almaktadır. Dayanak ve Düzeltme hevristiğinin yerini ise Etki Hevristiği (Affect) almaktadır.

Temsiliyet Hevristiği

Temsiliyet hevristik, bir örnek olayın ana kütle ile benzerliğinden kaynaklı olarak ana kütleyle tamamı ile yansıttığı düşünülerek ana kütle hakkında karar verme olarak tanımlanmaktadır (Gilovich, 1991: 18). Örneğin A, B'nin yüksek düzeyde temsiliyetine sahipse, A'nın B'nin kökeninden olma olasılığı yargısı yüksek çıkmaktadır. Ters durumda eğer A, B'ye benzemiyorsa, A'nın B'den türetilme olasılığı ile ilgili yargı düşük çıkmaktadır. Hevristik, kişilik özellikleri (örneğin; utangaç, yardımsever, düzenli ve detaycı) verilen bir bireyin meslek grubunun (kütüphane görevlisi) tahmin edilmesine benzetmektedir. Karar alırken temsiliyet hevristikini kullanan bireylerin, karar almak için kullanılacak diğer bilgilere ve olasılıklara duyarsız kaldığı belirtilmektedir. Örneğin iki deney grubundan ilkinde ön bilgi olarak ana kütlede 30 tane mühendis ve 70 tane avukat olduğu bildiriliyor, ikinci deney grubuna ise 70 tane mühendis ve 30 tane avukat olduğu bildiriliyor. Daha sonra her iki deney grubuna da bir bireyin karakteristik özellikleri hakkında bilgiler veriliyor ve iki meslek grubundan hangisine ait olduğunun tespit edilmesi isteniyor. İki gruptaki deney katılımcılar önceki verilen olasılık bilgilerini dikkate almaksızın aynı yönde karar aldıkları tespit ediliyor (Tversky ve Kahneman, 1974: 1124).

Temsiliyet hevristikinin karar alınırken kullanılmasından dolayı oluşan bir diğer olumsuzluk da örneklem büyüklüğüne duyarsız kalmaktır. Bireyler örneklemden yola çıkarak ana kütle hakkında yargıda bulunurken örneklem büyüklüğünü dikkate almamaktadır. Örneğin (Kahneman ve diğ., 1982: 6);

Bir şehirde 2 hastane hizmet vermektedir. Büyük hastanede günde yaklaşık 45, küçük hastanede ise 15 bebek doğmaktadır. Bebeklerin yaklaşık %50'si erkek olarak doğmaktadır. Fakat bu oran günden güne değişim gösterebilmektedir. Bazı günler %50'den fazla erkek doğumu olurken bazı günler daha az olmaktadır.

Hastanelerin ikisi de bir yıl boyunca %60'dan fazla erkeğin doğduğu günleri kaydetmektedir. Hangi hastanenin daha fazla bu türden kayıt tuttuğu deney katılımcılarına sorulmaktadır. Buna göre elde edilen sonuçlar Tablo 5.'de verilmektedir;

Tablo 5. Temsiliyet Hevristiği Deneyi Sonuçları

| Büyük Hastane | Küçük Hastane | İkisinde Eşit |
|---------------|---------------|---------------|
| 21 Kişi | 21 Kişi | 53 Kişi |

Tablo 5.'de verilen rakamlar o seçeneği tercih eden deney katılımcısı sayısı olarak belirtilmektedir. Buna göre katılımcıların çoğu, büyük hastanede bir yıl boyunca doğan çocukların erkek olma ihtimalinin %60'dan fazla olduğu gün sayısı küçük hastanedeki ile eşit çıkmaktadır görüşüne katılmaktadır. Bunun sebebi olarak iki hastane de aynı istatistiklerle tanımlanmaktadır ve ana kütlelerin temsili olarak görülmektedir. Buna karşın örneklem teorisine göre küçük örneklem (örnekte küçük hastane) ortalamadan daha fazla sapma göstereceğinden yıl boyunca %60'dan fazla erkek doğumu olan gün sayısı küçük hastanede daha fazla gerçekleşecektir.

Temsiliyet hevristikinin ortaya koyduğu bir diğer hata da şans yanlılığıdır. Buna göre bireyler rastgele gerçekleşen bir dizi olayda olayların gerçekleşme sırasının o sürecin temel karakterlerini taşıyacağını beklemektedir. Örneğin arka arkaya oynanan bir yazı (Y) tura (T) oyununda sonuçların Y-T-Y-T-T-Y olmasını Y-Y-Y-T-T-T veya Y-Y-Y-Y-T-Y olmasına göre daha fazla ihtimal vermektedir. Çünkü ilk seçenek daha fazla rastgele görünmektedir. Fakat sapmalar şans ile dengeye gelmemektedir, sadece etkisini yitirmektedir (Kahneman ve Tversky, 1972: 3).

Ayrıca temsiliyet hevristik öngörü duyarsızlaşmasına da sebep olmaktadır. Bireyler bir hisse senedinin gelecekteki fiyatını tahmin ederken veya bir şirketin gelecekteki karını öngörürken şirketin genel imajını temsil olarak almaktadır ve uygun bir değerlendirme gerçekleştirememektedir. Bireylerin iki farklı değişkeni birbirine temsil olarak kabul etmesi ve buna göre karar vermesi sonucunda ise regresyon yanlılığı ortaya çıkmaktadır. Bu duruma Tversky ve Kahneman (1974: 1126) örnek olarak eşlerin bilişsel zekâ seviyelerinin karşılaştırılmasını veya iki farklı testten

birinde çok iyi performans gösteren bir öğrencinin diğer testte düşük performans göstermiş gibi görünmesi göstermektedir.

Dayanak ve Düzeltme Hevristiği

Bireyler birçok durumda nihai kararlarını verirken kendilerine bir başlangıç noktası belirlemektedir ve o noktaya göre düzeltmeler yaparak kararlar almaktadırlar. Fakat başlangıç noktasının farklı alınması farklı tahminlere ve kararlara yol açmaktadır. Bu duruma Dayanak Hevristiği (Anchoring) denilmektedir (Tversky ve Kahneman, 1974: 1128).

Bu duruma örnek olarak sezgisel bir sayı tahmini deneyi gösterilmektedir. Deneyde iki farklı gruptan birincisine $1 \times 2 \times 3 \times 4 \times 5 \times 6 \times 7 \times 8$ işleminin sonucunu bir sürede tahmin etmesi istenirken, ikinci gruba $8 \times 7 \times 6 \times 5 \times 4 \times 3 \times 2 \times 1$ işleminin sonucunu tahmin etmesi istenmektedir. Artarak devam eden ilk işlem ilgili tahminlerin medyan değeri 512 iken, azalarak devam eden seri ile ilgili tahminin medyan değeri ise 2,250 olarak gerçekleşmektedir. Gerçek değer ise 40,320'dir. Bu durum hisse senedi piyasasına uyarlandığında bireyler yatırım kararları verirken kendilerine bir takım başlangıç fiyatları belirlemektedir ve bu fiyat üzerinden karar almaktadırlar.

Dayanak ve düzeltme hevristiği iki aşamalı bir süreç olarak nitelendirilmektedir. İlk aşamada dayanak noktası belirlenmekte ve ikinci aşamada hedef değeri bu dayanak noktası ile karşılaştırılmaktadır. Dayanak noktası hedef değerden uzaklaştıkça dayanak ve düzeltme hevristiği daha güçlü etkiler göstermektedir. Örneğin; Bir gruba dayanak değeri olarak 9 yaşı, diğer gruba 140 yaşı verilerek Mahatma Gandhi'nin kaç yaşında öldüğünün tahmin edilmesi istenmektedir. İlk grup cevap olarak ortalama 50 yaşını belirtirken ikinci grup 67 yaşını belirtmektedir. Bu örnekte Dayanak ve Düzeltme Hevristiğinin etkisi açık olarak görülmektedir çünkü dayanak değerleri (9 ve 140) uç noktalarda verilmektedir. Dayanak olarak 60 yaşı (gerçeğe yakın bir değer) verilmiş olsaydı gruplar arasında yaş tahmini bağlamında bu denli farklılıklar oluşmayacaktır (Mussweiler ve Strack, 1999: 158).

Bu sebeplerden ötürü, Gilovich, Griffin ve Kahneman (2002) bu hevristiğin yerine Etki Hevristiğini koymaktadır.

Mevcudiyet Hevristiği

İlk olarak Tversky ve Kahneman (1973) tarafından tanımlanan Mevcudiyet Hevristiği (Availability) daha sonra Gilovich, Griffin ve Kahneman'ın (2002) çalışmasında genel amaçlı hevristikler başlığı altında değinilmektedir. Mevcudiyet Hevristiği, bireylerin bir olayı olma olasılığının o olayın akla ne kadar kolay gelmesi ile değerlendirmesinin kısa yolu olduğu şeklinde tanımlanmaktadır (Tversky ve Kahneman, 1973). Bireyin kendi yaşadığı bir deneyimden yola çıkarak orta yaşlı bir kimsenin kalp krizi rahatsızlığına yakalanma ihtimalinin olduğunu düşünmesi Mevcudiyet Hevristiğine örnek olarak gösterilebilir. Daha az gerçekleşen olaylar hakkında değerlendirmede bulunmak daha çok gerçekleşen olaylara kıyasla daha zor olmaktadır. Mevcudiyet Hevristiği bu bağlamda bireyin değerlendirmede bulunmasını ve karar almasını kolaylaştırmaktadır. Bunun yanında bir takım dezavantajları da mevcuttur. Bireylerin en son yaşadıkları olaylar geçmişteki yaşadıkları olaylara göre daha fazla akılda kalıcıdır. Dolayısı ile bireyler değerlendirmede bulunurken yaşadıkları olaylara daha fazla ağırlık vermektedir (Tversky ve Kahneman, 1974: 1128). Ayrıca bireylerin geçmişte deneyimlediği olayların kolaylığına ve zorluğuna göre de Mevcudiyet Hevristiğin'den faydalandığı belirtilmektedir (Schwarz, vd., 1991: 201).

1.3.1.2. Genel Amaçlı Hevristikler

Genel amaçlı hevristikler Mevcudiyet, Etki, Nedensellik, Akıcılık ve Benzerlik başlıkları altında incelenmektedir (Gilovich ve Griffin, 2002: 17). Tversky ve Kahneman (1973) tarafından daha önce tanımlanmasından ötürü Mevcudiyet Hevristiğine bu başlık altında değinilmemektedir.

Etki Hevristiği

Etki belirli kalitedeki kötülüğün ve iyiliğin ölçüsü olarak bilinçli olarak veya bilinçdışında deneyimlenmiş duygu durumu olarak tanımlanmaktadır (Slovic vd., 2002: 397). Etkili tepkiler otomatik ve hızlı bir şekilde gerçekleşmektedir ve bireylerin daha fazla rasyonel hareket etmesine neden olmaktadır. Örneğin, bireyler 'hazine' veya 'nefret' sözcüklerini duyduğunda bir takım hisler duymaktadır, bir evi gördüğünde onu güzel ev veya çirkin ev şeklinde nitelemektedirler. Bu duruma etki

hevristiği denilmektedir. Bireyler karar verilmesi gereken bir durumla karşılaştıklarında deneyimsel sistem harekete geçmektedir ve hafızada konu ile alakalı olayları tespit etmektedir. Eğer tespit edilen duygular pozitif ise o doğrultuda eylemlerde bulunmaktadır. Ters durumda ise o duyguları yeniden canlandıracak eylemlerden kaçınılmaktadır (Slovic vd., 2007: 1333).

Finucane vd. (2000) risk ve getiri ile ilgili karar verilirken öncelikle etki hevristiğinden faydalandığını belirtmektedir. Çalışmada etki hevristiğinin zaman kısıtı olan durumlarda daha etkili olduğu belirtilmektedir. Ayrıca çalışmada etki hevristiğinin riski algısını değerlendirmede önemli bir mekanizma olduğuna değinilmektedir. Örnek olarak nükleer enerji bireyde pozitif etkiye sahipse, nükleerin düşük risk taşıdığı bilgisi bireyde nükleer enerjinin yüksek getiri sağladığı sonucunu çıkarmasına sebep olacaktır.

Davranışsal karar araştırmalarına göre etki hevristiği, bilişsel değerlendirmelere göre birtakım farklı özellikler sergilemektedir. Buna göre etki temelli değerlendirmelerde daha az çaba harcanmaktadır ve karara daha hızlı ulaşılmaktadır. Etki temelli değerlendirmeler şimdiki zaman odaklı ve geleceği çok fazla öngöremeyen değerlendirmelerdir. Ayrıca etki hevristiği ile yapılan değerlendirmelerde sayısal büyüklükler (kapsam duyarsızlığı) ve onları çevreleyen olasılıklar (probability neglect) ile ilgili duyarsızlıklar mevcut bulunmaktadır. Son olarak etki temelli değerlendirmelerin referans noktalarından daha fazla yararlandığı belirtilmektedir. Bir başka deyişle etki hevristiğini kullanan karar vericiler sonuçları karşılaştırmada daha duyarlı olmaktadır (Pham ve Avnet, 2009: 268).

Etki hevristiğini tespit etmeye yönelik olarak yapılan bir deneyde katılımcılara iki farklı sözlüğü göstererek değerlemeleri istenmektedir. A sözlüğü 10.000 sözcük barındıran yeni görünümlü bir sözlükken, B sözlüğü 20.000 sözcük barındıran eski görünümlü bir sözlüktür. Katılımcılar iki sözlüğü karşılaştırarak değerlediklerinde B sözlüğüne daha fazla değer atfetmektedirler. Sözlükler ayrı olarak karşılaştırmaz değerlendiğinde ise deney katılımcılarının A sözlüğü için ortalamanın üzerinde bir değer biçtikleri tespit edilmektedir (Bateman vd., 2007: 366).

Nedensellik Hevristiği

Bireyler karar verirken olaylar arasında sebep sonuç ilişkileri kurmaktadır. Örneğin bir hisse senedinin fiyatının artacağını düşünen bir yatırımcı alım kararını bir takım sebeplere dayandırmaktadır.

Bireyler kısıtlı bilgi işleme yeteneği ve kısıtlı hafızalarından kaynaklı olarak bir takım hevristiklerden faydalanmaktadır. Nedensellik hevristiği de bunlardan bir tanesidir. Nedensellik hevristiği birbiri ile ilişkili iki farklı değişkenden biri hakkında bilgi sahibi olunması durumunda diğeri hakkında çıkarım yapmak şeklinde tanımlanmaktadır (Hattori ve Oaksford, 2010: 766).

Yapılan çalışmalar göstermektedir ki, bireylere verilen istatistiki veriler beyinde açık bir şekilde yapılandırıldığında (nedensellik kurulduğunda), bireyler karar verirken daha rasyonel şekilde davranmaktadırlar ve geleneksel hevristiklerde ortaya çıkan hatalar oluşmamaktadır (Krsynski ve Tenenbaum, 2007: 435).

Doğada rastgele olarak gerçekleşen olaylar hakkında neden sonuç ilişkisi kurulması mümkün olmamaktadır. Rastgele gerçekleşen olaylar hakkında neden sonuç ilişkisi kurarak karar vermek bir takım yanlışlara yol açmaktadır. Kahneman (2013) örnek olarak bir hastanede doğan çocukların cinsiyet sıralamasını göstermektedir. Aşağıda Tablo 6.'da bir hastanede sırası ile doğan kız (K) ve erkek (E) çocukların cinsiyetleri üç farklı durum halinde verilmiştir.

Tablo 6. Nedensellik Hevristiği Deneyi

| Cinsiyet Sıralaması | 1. Olay | 2. Olay | 3. Olay | 4. Olay | 5. Olay | 6. Olay |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 1. Sıralama | K | K | K | E | E | E |
| 2. Sıralama | K | K | K | K | K | K |
| 3. Sıralama | K | E | K | E | K | E |

Araştırma katılımcılarına yukarıdaki üç farklı cinsiyet sıralamasından hangisinin bir hastanede doğan 6 çocuğun doğum sırası olabilir sorusu sorulduğunda üçüncü durumdaki sıralama tercih edilmektedir. Fakat gerçekte üç durumdaki sıralamanın da gerçekleşme ihtimali eşit olarak hesaplanmaktadır. Kahneman (2013) bu durumu,

bireyin gerçekleşen olayları tutarlı bir şekilde ve belirli bir sistematik içinde değerlendirmesi sonucu ortaya çıktığına inanmasına, dayandırmaktadır.

Referans noktasının bireylerin karar mekanizmalarına etkide bulunduğu bilinmektedir (Kahneman ve Tversky, 1984). Nedensellik çerçevesinde oluşturulan referans noktaları ise daha fazla etkide bulunmaktadır (Kahneman, 2013: 166). Buna göre bireyler karar alırken nedensel referans noktaları kullanmaktadır ancak istatistikî gerçekler ihmal edilmektedir.

Akıcılık Hevristiği

Deneyimler veya inançlar sonucu elde edilen tanıma bilgisi bilişsel olarak daha ucuzdur. Birey iki farklı A ve B durumu ile karşılaştığında bu iki durumdan birisini tanıyorsa tanıdığı duruma daha fazla değer verecektir. Bu duruma tanıma hevristiği denilmektedir. Birey A ve B durumundan ikisi hakkında da bilgiye sahip değilse veya iki durum hakkında da bilgiye sahipse bu durumda devreye akıcılık hevristiği girmektedir. Akıcılık hevristiğine göre bu iki durumdan daha akıcı çağrışımında bulunan durum diğerine göre daha fazla ağırlıklandırılmaktadır. Ayrıca akıcılık, anıların bellekten çağırılma süresi olarak da tanımlanmaktadır. Akıcılık hevristiğinin köklerinden bir tanesi Tversky ve Kahneman (1974) tarafından ortaya konulan mevcudiyet hevristiğidir. İki hevristik arasındaki fark; mevcudiyet hevristiği gerçek frekansları kullanırken, akıcılık hevristiği bellekteki verileri kullanmaktadır (Herzog ve Schooler, 2008: 1193).

Belirli ölçütlere göre iki farklı nesneden biri beyinde daha akıcı bir şekilde işlenebiliyorsa, bu nesnenin diğerine göre daha yüksek değere sahip olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Karar alırken, akıcılık hevristiği yalnızca belirli bir nesne ile karşılaşıldığında işe yaramaktadır. Belirli çalışmalarda akıcılık hevristiği önceki deneyimler kullanılarak harekete geçirilmektedir. Örnek olarak önceki deneyimlere göre gerçekleştirilen daha akıcı bir işlem, ünlü olmayan bir ismin ünlü olarak algılanmasına yol açabilmektedir (Schooler ve Hertwig, 2005: 614).

Akıcılıkta meydana gelen artışlar bireylerin değerlendirdiği nesnelere eski olarak algılamalarına neden olmaktadır. Akıcılık hevristiği bireylerde nesnelere karşı aşinalık duygusu uyandırmaktadır. Bunun sebebi olarak da mevcut bulunan

deneyimler ile akıcı işleme arasındaki pozitif ilişki gösterilmektedir. Sonuç olarak bireyler akıcılığı geçmişte yaşanan deneyimlerin bir fonksiyonu şeklinde görmektedirler (Lloyd ve Miller, 2011: 1264).

Akıcı olarak işlenen bir şey o uyarıcı hakkında pozitif duygulara neden olmaktadır. Bu duygu da bireye verilen cevabın veya kararın doğru olduğu güvenini vermektedir. Bir başka deyişle bireyler düşük işlem kapasitelerinde, zaman kısıtlılarında veya düşük motivasyon durumlarında karar verecekleri zaman duygularından daha fazla yararlanmaktadır. Akıcılık hevristiği öğrenme ve hatırlamaya bağlı olarak deneyimler ile gelişmektedir. Örneğin çocukların yaşları ilerledikçe deneyimlerindeki artışlara bağlı olarak akıcılık hevristiğinden daha fazla faydalanmaları gösterilmektedir (Thompson ve Morsanyi, 2012: 95).

Literatürde bireylerin akıcılık hevristiğini, iki farklı durum arasındaki tanıma gecikmelerinin büyük olması durumunda kullandığı belirtilmektedir. Ayrıca akıcılık hevristiğinin bireye, bilinen iki farklı durum arasında karar verirken zaman kazandırmasının gerektiğine de değinilmektedir (Volz, Schooler ve Cramon, 2010).

Benzerlik Hevristiği

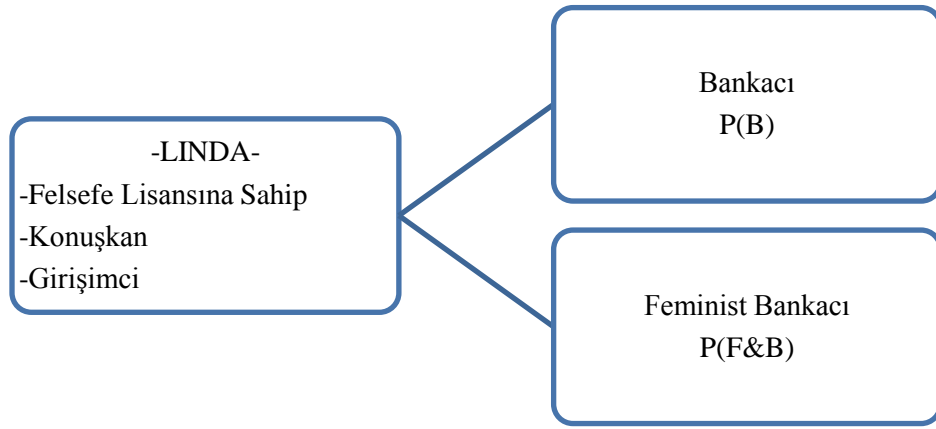
Benzerlik hevristiği geçmişte öğrenilen deneyimlerden yola çıkarak aynı veya benzer durumlar hakkında karar vermekte kullanılan hevristiklerdir. Bu hevristiğin temel amacı geçmişte yaşanan olumlu deneyimlerden yola çıkarak beklenen faydayı maksimumlaştırmaktır. Geçmişte yaşanan olumlu bir durum ile mevcut zamanda tekrar karşılaşılan birey geçmişteki tutumunu devam ettirmektedir. Ters durumda ise birey davranışını tekrarlamamaktadır. Örnek olarak geçmişte izlediği bir filmin olay örgüsünü beğenen bir birey, mevcut durumda benzer bir olay örgüsü olan bir filmle karşılaştığında alım kararı verecektir.

Temsiliyet hevristiği iki alt kümeden oluşmaktadır. İlki benzerlik hevristiğidir. Benzerlik hevristiği örneklem ve ana kütle arasındaki benzerlikten çıkarımda bulunmaktadır. Diğer alt küme ise örneklem ile ilgili inanışlardan yola çıkarak çıkarımda bulunmaktadır. Ayrıca yapılan çalışmalar benzerlik hevristiğini kullanarak alınan kararların % 86 oranında doğru çıktığını göstermektedir. Bir başka deyişle benzerlik hevristiği şans kavramına göre daha başarılı bir performans göstermektedir

ve daha güvenilir bir karar mekanizması olduğu kanıtlanmıştır (Read ve Cockayne, 2011: 24).

Benzerlik hevrstiğinin karar alırken sağladığı bir takım faydalarının yanında bir takım hatalara da yol açtığı çalışmalarla bulgulanmıştır. Örnek olarak ‘Linda probleminde’ Tversky ve Kahneman (1983) bir takım özelliklerini (felsefe alanında lisans derecesine sahip, bekar, sosyal konularla ilgili) verdikleri Linda isimindeki bir kadının çalışma katılımcıları tarafından, verilenler dışında yeterli veri olmamasına rağmen, bankacı mı olduğu yoksa feminist bir bankacı mı olduğunu tespit etmeleri istenmiştir. Katılımcılar gerçeğin aksine Linda’yı feminist bir bankacı olarak nitelendirildiğini tespit etmişlerdir. Bu duruma literatürde benzerlik hevrstiğinin yol açtığı belirtilmektedir. Temsiliyet hevrstiğinin kararlarının benzerlik hevrstiği kararlarına indirgenmesi için karar model ve çıktılarının aynı terminolojide sunulması gerekmektedir.

Linda probleminde çalışma katılımcılarının $P(B)$ ve $P(B\&F)$ olmak üzere iki tercihi bulunmaktadır;



Şekil 2. Linda Problemi

Kaynak: <http://www.philosophical-investigations.org>, (Erişim Tarihi: 10.06.2014)

Burada;

B= Bankacı

B&F=Bankacı ve Feminist

P = Olasılık değerlerini göstermektedir.

Linda probleminde, Linda'nın bankacı olma olasılığının iki seçeneğin de kesişim kümesinde yer alması, Linda'nın bankacı olma olasılığını Linda'nın feminist bankacı olma olasılığından yüksek veya en azından eşit olarak nitelendirilmesine neden olmaktadır. Bununla birlikte, Linda'nın bankacı olma olasılığı hiçbir zaman için feminist bankacı olma olasılığından düşük değildir. Buna rağmen çalışma katılımcılarının büyük bir çoğunluğu olan yüzde 85'i, Linda feminist bir bankacıdır seçeneğini tercih ettikleri görülmüştür.

Bireyler karar verirken olasılık kuramından faydalanmak yerine benzerlik hevristiğini kullanmaktadır ve bu durum literatürde bağlaç hatası (conjunction error) olarak nitelendirilen hataya sebep olmaktadır. Karar verirken olasılık kuramından faydalanmak yerine benzerlik hevristiğinin kullanımının üç koşulu bulunmaktadır. İlk olarak olasılık yargıları kullanılarak verilen kararlarda zaman, yetenek ve motivasyon gibi kısıtlar bulunmaktadır. İkincil olarak benzerlik hevristiği son derece erişilebilir ve gündelik hayatta sıkça kullanılabilen bir karar mekanizmasıdır. Son olarak, olasılık kuramına dayanan karar mekanizması (Stanovich ve West (2008) tarafından sistem 2 olarak nitelendirilmektedir) benzerlik hevristiğinin (Sistem 1) kendi yerine kullanıma girmesine engel olamamaktadır (Savelli, 2009: 27).

Karar sürecinin hızı ölçülmek istendiğinde optimum zaman her zaman için sıfır saniye olarak kabul edilmektedir. Fakat hiçbir karar alma süreci bu süreci gerçekleştirememektedir. Benzerlik hevristiği kullanılarak alınan kararlarda bu süreç altı saniye olarak gerçekleşmektedir. Benzerlik hevristiği karar alma sürecinde normatif kurallar ile karşılaştırıldığında daha az maliyetli ve sade bir karar alma tekniği olarak tespit edilmektedir (Read ve Cockayne, 2007: 30).

1.3.1.3. Özel Amaçlı Hevristikler

Hevristikler, bir strateji olarak, karar almak gibi büyük sorunsal alanlarda çözümlere bir sınırlama getirerek bireylerin bir sonuca ulaşmasını sağlamaktadırlar. Hevristikler özelde optimal bir çözümü garantilemediği gibi genelde de herhangi bir çözümü garantilememektedir. Hevristikler sadece mevcut zamanda yeterli derecede iyi çözümler ortaya koymaktadırlar. Bir takım hevristikler daha geniş bir problem sınıfı karşısında uygulanabilirken, bir takım hevristikler de daha özel amaçlı ve etki alanı

belirli problemlerde kullanılmaktadır. Özel amaçlı hevristikler, nitelik değiştirme hevristiği, tanıma hevristiği ve otomatik seçim hevristikleri olmak üzere üç alt başlık altında incelenmektedir (Gilovich, Griffin ve Kahneman, 2002: 17).

Nitelik Değiştirme

Hevristiklerle ilgili, Gilovich, Griffin ve Kahneman (2002) yaptıkları çalışmada bir takım yeni hevristikler tanımlamaktadır. Kahneman ve Tversky (1972) tarafından ortaya konulan Temsiliyet Hevristiğinin yerine de Nitelik Değiştirme hevristiğini (Attribution Substitution) tanımlamaktadırlar. Nitelik değiştirme, bireyin cevaplanması zor bir problemle karşılaştığında soruya cevaplanması daha kolay bir problem üzerinden yanıt vermesi şeklinde tanımlanmaktadır. Nitelik hevristiğinin gerçekleşmesi için üç koşul gerekmektedir: (1) hedef niteliğine ulaşılamamaktadır, (2) anlamsal ve çağrışımsal olarak ilgili başka bir niteliğe ulaşılır olunmalıdır ve (3) nitelik değiştirme işleminin gerçekleşmesi için engel bulunmaması gerekmektedir (Kahneman ve Frederic, 2002: 53). Örneğin; Bir küre üstü açık bir küpün içine bırakıldığında (kürenin çapı ve küpün i genişliği eşdeğerdir), küpün içine tam olarak sığmaktadır. Küre, küpün içerisinde oransal olarak ne kadar yer işgal eder? Sorusu deney katılımcıları tarafından yeterince anlaşılır olmasına rağmen hesaplaması kolay olmamaktadır. Dolayısı ile katılımcılar bu soruya iki boyutlu daire ve kare değişkenleri üzerinden cevap vermektedir. Bir başka örnekte ise işveren işe alım sürecinde karar verirken zorlanması sonucu adayın işe alım mülakatın iyi geçip geçmemesine göre karar vermektedir (Kahneman ve Frederic, 2005: 270).

Nitelik değiştirme hevristiğini ölçmeye yönelik yapılan bir çalışmada (Monin ve Oppenheimer, 2005: 271) katılımcılara gösterilen farklı resimlerden daha çekici olanları tanıdık olarak nitelendirmektedir ve daha fazla ağırlıklandırmaktadır. Ayrıca çekici olarak nitelendirilen bireylerin daha akıllı, başarılı, sosyal, uyumlu ve genel olarak nitelik bakımından daha kalifiye olduğuna inanılmaktadır. Bu durumdaki nitelik hevristiği '*sıcak bir parlaklık (warm glow)*' olarak nitelendirilmektedir. Bir başka deyişle güzel olan tanıdık etki bulunmaktadır.

Nitelik değiştirme ile ilgili bir diğer özellik de karar verme durumunda klişelere (stereotypes) başvurmasıdır. Örnek olarak ilk defa karşılaşılan bir bireyin bilişsel

zekâ seviyesi ile ilgili karar vermek oldukça karışık ve zor olarak gerçekleşmektedir. Bunun yanında bireyler karşılardaki insanların görünümlelerinden yola çıkarak bir başka deyişle klişelerden faydalanarak karşılardaki bireylerin zekâ seviyeleri hakkında fikir yürütebilmektedir (Poulter, 2009: 1).

Bir başka çalışmada (Strack, Martin ve Schwarz, 1988: 430) ise bireylere sırasıyla ‘Yaşamınızda genel olarak ne kadar mutlusunuz?’ ve ‘Geçtiğimiz ay kaç defa flört ettiniz’ soruları sorulmaktadır. Sorular bu sıra ile sorulduğunda, sorular arasında bir ilişki tespit edilememektedir. Fakat soruların sıraları değiştirildiğinde sorular arasındaki ilişki katsayısı 0.66 olarak tespit edilmektedir. Bir başka deyişle bireyin yaşamı ile ilgili özel bir soru daha genel bir soruya etki etmektedir ve nitelik değiştirme gerçekleşmektedir.

Tanımaya Hevristiği

Bireyler karar alma durumunda mevcut bulunan hevristiklerden en sade ve geçerliliği en yüksek olanı seçmektedirler. Çeşitli stratejilerden en sade ve hızlı olanı tanımaya hevristiğidir (recognition heuristic). Tanımaya hevristiği bireydeki mükemmel tanımaya hafızasından faydalanmaktadır. Bireyler karar alma durumunda mevcut bulunan hevristiklerden en sade ve geçerliliği en yüksek olanı seçmektedirler. Karar verme sürecinde hevristiklerden en sade olanının seçilmesinin sebebi bilişsel süreçlere minimum düzeyde faydalanılmak istenmesindedir. Karar verme sürecinde tanımaya hevristiğinin kullanılmasına sebep olan bir diğer etmen olarak da limitli işleme ihtiyacının yanında son derece doğru tahminlerde bulunması gösterilmektedir (Goldstein ve Gigerenzer, 2002: 75).

Bu hevristiğin varsayımına göre bir nesneyi tanınmış olarak nitelendirebilmek için daha önce deneyimlenmiş olması gerekmektedir. Bu deneyimin, daha önce nesnenin ismini en az bir kere duymuş olmaktan veya nesne hakkında daha fazla bilgi sahibi olmak şeklinde gerçekleştiği belirtilmektedir. Tanımaya hevristiğinin yapılan deneyler sonucunda önceki çalışmalarda belirtildiği gibi sade bir yapısının olmadığı tespit edilmiştir (Pohl, 2006: 252).

Bireylerin tanımaya ve hatırlama bellekleri farklı olarak çalışmaktadır. Örnek olarak hafıza kaybına uğrayan hastaların tanımaya yetilerini devam ettirdikleri görülmektedir.

Tanınma hevristiği belirli kıstaslara (örneğin; yükseklik, güçlülük veya hızlılık) göre karşılaştırılan iki nesneden tanınmış olanın diğerine göre daha fazla değerlendirilmesi olarak tanımlanmaktadır. Tanıma hevristiğinin gerçekleştirilmesi için, karşılaştırılan öğelerden birinin tanınmaması gerekmektedir. Örnek olarak birey hayatında Dortmund ismini duymadıysa ve Münih ismini duyduysa, Münih nüfusunun Dortmund nüfusundan daha kalabalık olduğu çıkarımında bulunacaktır. Bir başka deyişle çalışma katılımcıları tanıdıkları şehirleri tanımadıkları şehirlere kıyasla daha fazla değerlendirmektedirler (Goldstein ve Gigerenzer, 1999: 38).

Oppenheimer (2003) yaptığı çalışmada tanıma hevristiği ile ilgili Goldstein ve Gigerenzer (1999, 2002) tarafından yapılan çalışmalardaki bulgulardan farklı bulgulara ulaşmaktadır. Buna göre karşılaştırılan öğelerden tanınmış olanın özelliği bilinmekte ise karar vericiler bu kıstasa göre ağırlıklandırma yapmaktadırlar. Örnek olarak katılımcılara büyüklüğünün karşılaştırılması istenen iki şehirden, tanınmış olan şehrin küçük olduğunun bilinmesi durumunda diğer şehre göre daha küçük olduğu yargısına varılacaktır. Bir başka deyişle tanıma hevristiğinin karar verme sürecinde dolaylı yoldan mevcudiyet hevristiği aracılığı ile etkide bulunduğunu belirtmektedir.

Tanıma hevristiği ile ilgili yapılan çalışmalar genel olarak statik bir çerçevede değerlendirilmektedir. Bir başka deyişle çalışma katılımcılarına sorulan sorular (örneğin; şehir büyüklükleri) geçmişten günümüze değişmez özellikler göstererek gelmektedir. Serwe ve Frings (2006) ilk defa tanıma hevristiğini dinamik bir ortamda test etmiştir. Tenis maçlarının sonuçlarının tahmin edilmesine yönelik olarak yapılan çalışmada tanıma hevristiğinin etkili bir şekilde rol aldığı sonucuna ulaşılmıştır. Dinamik bir yapıya sahip hisse senedi piyasalarına uyarlanması açısından bu çalışma önem arz etmektedir.

Tanıma hevristiği temel birtakım kurallar izlemektedir. Arama işlemi sadece tanınan bilgiyi kapsamaktadır. Tanıma işleminin gerçekleşmesi ile arama işlemi durmaktadır ve ilave bilgi dikkate alınmamaktadır. Tanıma hevristiğinin en önemli varsayımı, çıkarımda bulunurken karşılaştırdığı iki nesneyi sadece tanıyıp tanımamasına göre değerlendirmesidir. Bir başka deyişle olasılık durumunda tanıma hevristiği kullanılarak alınan kararlarda, karara etki edebilecek diğer işaretlerin dikkate

alınmaması gözlemlenmektedir (Pachur, Broder ve Marwski, 2008: 204). Newell ve Fernandez (2006) ise tanıma hevristiğini mevcudiyet ve akıcılık hevristiğinden ayıran bu özelliğe ilişkin bir kanıt bulamadıklarını belirtmektedir.

Andersson ve Rakow (2007) yaptıkları çalışmada tanıma hevristiğini hisse senedi piyasasına uyarlamaktadır. Çalışmada tanıma hevristiğine uygun olarak oluşturulan portföylerin tesadüfe yakın bir methodla oluşturulmuş ve sahibine normal üzeri bir getiri sağlamayan portföylerle benzer özellikler gösterdiği belirtilmektedir. Bir başka deyişle tanıma hevristiği kullanılarak oluşturulan bir portföy ile normalin üzerinde çok az bir gelir elde edilebilmektedir.

Otomatik Seçim Hevristikleri

Otomatik seçim hevristikleri, seçimlerini etkili ve hızlı bir şekilde gerçekleştirmek üzerine temellendirilen '*sevme ile tercih*' (*choosing by like*) ile seçimlerini akla ilk gelen seçenek üzerinden yapma üzerine temellendirilen '*varsayılan ile tercih*' (*choosing by default*) olarak ikiye ayrılmaktadır. Bu iki seçim hevristiği karar hevristiği yazınındaki hevristiklere yakın özellikler göstermektedir. Bu hevristikler diğer karar hevristiklerinde olduğu gibi hızlı ve sezgisel bir süreçle yürütülmektedirler. Bireyler otomatik seçim hevristikleri sebebi ile maruz kaldıkları önyargıların farkına varamamaktadırlar.

Sevme İle Tercih

Tercih seçeneğin kurucu özelliklerinin analiz edilmesi ve bilişsel bir süreç olarak modellenmesidir. Bir başka görüşe göre tercihler sezgisel olarak, kendiliğinden seçenekleri sevmeye veya sevmemeye göre yapılabilmektedir. Slovic vd. (2007) bu durumu etki hevristiği olarak tanımlamaktadır.

Sezgisel ve duygusal izlenimlere göre tercih yapma (sevme ile tercih) tercih sonrası bireye sağladığı fayda oranında başarılı olmaktadır. Örnek olarak bir daire alırken odaların ferahlığı birey açısından ne kadar önemli ise bu tarz bir seçimle karşılaştığında sevme ile tercih hevristiğinden faydalanmaktadır. Genel olarak sevme ile tercih etme seçim kalitesine katkı sağlamaktadır.

Fakat bu katkı her zaman mükemmel olmamaktadır ve bir takım eksikliklere yol açmaktadır (Frederic, 2002: 550);

(1) Nicel detaylara karşı yetersiz bir duyarlılığa sahiptir,

(2) Geçici bağlamsal ipuçlarından gereksiz yere etkilenmektedir,

(3) Aşinalık etkisinden gereğinden fazla etkilenmektedir. Pazarlamacılar bu hevristiğin yol açtığı önyargılardan faydalanmaktadırlar. Pazarlaması düşünülen ürünler toplumda sevebilecek bir başka nesne ile birlikte sunulmaktadır ve tüketicilerin sevmeye ile tercih yapması sağlanmaktadır.

Varsayılan İle Tercih

Tercihlerin seçenekler arasında bir değerlendirme sonucunda meydana geldiği düşünülmektedir. Fakat bazı seçim süreçlerinde değerlendirme aşaması atlatılabilmektedir ve tercih varsayımları ile gerçekleşmektedir. Bu durumda tercihler bilinçsizce ve muhtemel çıktılarının analizi ve değerlendirmesi yapılmaksızın gerçekleştirilmektedir. Bazı durumlarda ise tercihler dış faktörlerden etkilenmektedir. Örneğin sosyal eğilimler, mahalle baskısı, pazarlama ve reklamcılık faaliyetleri gibi (Roth, 2008). Varsayımlar ile tercih etme tarihsel örneklerle, dikkat çekici olaylar ve bir takım nitel özellikler ile ortaya çıkmaktadır ve bir seçeneği diğerinden ayırmaktadır. Varsayılan tercihin dayandığı iki temel nokta statüko ve odak noktalarıdır (Frederic, 2002: 556).

Örnek olarak Hartman vd. (1991) tarafından yapılan bir çalışmada, güvenilir bir elektrik hizmetine sahip bireyler belirli bir indirim karşılığında daha düşük güvenilirlikte bir elektrik hizmetini kabul etmemektedir, bunun yanında düşük güvenilirlikte elektrik hizmetine sahip bireylerin belirli bir prim ödemesi karşılığında güvenilir bir elektrik hizmetine geçmek istemedikleri tespit edilmiştir. Bir başka deyişle bireyler iki farklı seçenek arasında tercihte bulunurken mevcut durumu koruyucu (statüko) davranışlar sergilemektedir.

1.3.2. Belirsizlik Altında Karar Almada Bilişsel Önyargılar

Bilişsel önyargılar mantığın standartlığından ve doğruluğundan sapmalar göstererek bir takım hatalara sebep olmaktadır. Ayrıca belirsizlik altında karar alırken kullanılan

önyargılar hevristiklere neden olmaktadır. Hevristikler bilgi işleme sırasında meydana gelen kısa yollar olarak daha önce tanımlanmıştır. Bunun yanında bilişsel önyargılar motivasyon kaynaklı olarak da gerçekleşmektedir. Bir başka deyişle bilişsel önyargılar bazen algılamada bozulmalara, yanlış karar almaya, mantıksız yorumlamaya ve daha geniş bir ifade ile rasyonel olmayan insan davranışına yol açmaktadır (Haselton, Nettle ve Andrews, 2005: 726).

Bilişsel önyargılar hevristiklerde olduğu gibi bireylerin belirli koşullar altında daha hızlı ve verimli karar almasını sağlamaktadır. Bilişsel önyargıların bir kısmı zaman gibi dışsal faktörlerden dolayı meydana gelmektedir. Bunun yanında bir takım bilişsel önyargılar ise bireyde mevcut olan sınırlı rasyonellikten ve sınırlı bilgi işleme kapasitesinden meydana gelmektedir (Tversky ve Kahneman, 1974: 1126).

Birtakım bilişsel önyargılar karar alma mekanizmasını etkilerken bir takım bilişsel önyargılar kararın ne kadar muhtemel olduğuna dönük yargıyı etkilemektedir veya bir şeyin başka bir şeye sebep olup olmadığının kararını etkilemektedir. İnançta ısrarcılık gibi bir takım önyargılar ise hafızayı etkilemektedir (Schacter, 1999: 182).

Psikoloji, davranış bilimleri ve sosyal psikoloji alanlarında çok sayıda bilişsel önyargı ortaya konulmaktadır. Literatürde bilişsel önyargılar ile ilgili kesin bir çerçeve çizilememektedir. Hevristikleri ve bilişsel önyargıları açıklayan aralarında bağlantı kuran ve sınıflandıran kantitatif bir teori bulunmamaktadır (Dougherty, Gettys ve Ogden, 1999: 180).

Ritter (2003) bireyin davranışına sistemli bir şekilde etki eden bilişsel önyargıları aşırı güven, mental muhasebe, çerçeveleme, temsiliyet, tutuculuk ve eğilim etkisi olarak sınıflandırmaktadır. Bilişsel önyargılar bireylerin düşünce kalıplarını, işletme ve ekonomik kararlarını ve genel olarak birey davranışını etkilemektedir. Ayrıca bazı bilişsel önyargıların yapılan deneysel çalışmalar sonucunda fare, güvercin ve maymun gibi hayvanlarda da bulunduğu tespit edilmiştir. Bu bölümde literatürde sıkça yer alan bilişsel önyargılara yer verilmektedir. Bu önyargılar şu şekilde ifade edilmektedir; Teyit Yanılgısı (Confirmation Bias), Geri Görüş Yanılgısı (Hindsight Bias), Bilişsel Çelişki (Cognitive Dissonance) ve Aşırı Güven (Overconfidence)'dir.

1.3.2.1.Teyit Yanılgısı

Bireyin kendi düşünce ve tezlerini doğrulayan bilgilere daha fazla ağırlık vermesi durumunda teyit yanılgısı oluşmaktadır. Teyit yanılgısı, bilginin mevcut olan hipotezi reddetmeyecek bir şekilde sistematik olarak araştırılması, ifade edilmesi ve hatırlanması dolayısı ile mevcut durumun teşvik edilmesi şeklinde tanımlanmaktadır (Baron, 1995;223) . Bireyler ortaya koydukları hipotezleri test etmemektedir bunun yerine hipotezlerini doğrulama yoluna gitmektedirler. Gerçek bir teyit önyargısı test edilen hipotez çoktan oluşturulmuşsa veya motivasyonlu bir şekilde destekleniyorsa ortaya çıkmaktadır. Genel olarak teyit önyargısının mevcut uyumlu bilginin uyumsuz bilgiye üstün gelmesi ve daha fazla değerlemesi şeklinde meydana gelmektedir. Bu durum üç farklı şekilde gerçekleşmektedir (Oswald ve Grosjean, 2004: 81);

(1) Mevcut hipotez ile ilgili hatıralardan olumlu olanlar olumsuz olanlara göre daha kolay ulaşılır durumdadır

(2) Uyumlu veriye gereğinden fazla ağırlık verilmektedir çünkü bireyler kendi hipotezleri üzerinde fazla odaklanmaktadır ve alternatif açıklamaları göz ardı etmektedirler,

(3) Mevcut olan hipotezin reddedilmesine yönelik olarak ortaya konan bilginin kaynağı ile ilgili daha önceden bilgi sahibi olunmaktadır.

Teyit yanılgısı bireylerin kendi düşüncelerini destekleyecek bilgiyi aramasını bunun yanında bireylerin kendi fikirlerine anti tez oluşturabilecek fikirleri görmezden gelmesi durumudur. Bu durum hisse senedi piyasasında işlem yapan yatırımcılarda da görülmektedir. Piyasaların yatırımcıların yatırımlarına uygun düzeyde artış göstermesi yatırımcılar tarafından dikkate alınmaktadır. Teyit yanılgısının azaltılması için yöneticiler olumlu bilgilerin yanında olumsuz bilgilere de önem vermektedir (Statman, 2006: 6).

Teyit yanılgısı bireylerin karar vermek için kullanacakları bilgiyi satın almaları durumunda dahi ortaya çıkmaktadır. Bu durum literatürde pozitif teyit önyargısı olarak adlandırılmaktadır. Ayrıca pozitif teyit bireylerin hipotezlerine olan güveni de arttırmaktadır. Bu durumda pozitif teyit önyargısı bir hata olarak görülmemektedir ve bir nedensellik örneği olarak ele alınmaktadır. Bireyler hipotezlerini çürüten

bilgilerden değer elde edebilecekken, hipotezlerini teyit eden fakat bir bilgi değeri olmayan kanıtlar üzerinde ısrarcı olmaktadır (Jones ve Sugden, 2001: 92).

Karar vericiler gerekli bilgiye ulaşmak için pozitif testler uygulamaktadırlar. Örnek olarak bir sayı tahmin etme oyununda tahmin edicinin kafasındaki rakam eğer 4 ise karşı tarafa sayı çift mi sorusunu yöneltecektir. Burada pozitif testler bir yanılğı veya önyargı olarak ele alınmamaktadır fakat sorunun soruluş tarzı cevaplayıcının kararına etki etmektedirler. Örnek olarak ‘Sosyal hayatınızda mutlu musunuz?’ sorusuna katılımcıların ‘Sosyal hayatınızda mutsuz musunuz?’ sorusuna göre daha yüksek olumlu yanıt verdiği tespit edilmiştir (Kunda vd., 1993: 62).

Teyit yanılğı bireyin kasıtlı olarak gerçekleştirdiği stratejiler olmamaktadır ve otomatik ve kasıtsız olarak gerçekleşmektedir. Bu yanılğı motivasyonel ve bilişsel faktörlerin birleşiminden meydana gelmektedir. Motivasyon teyit yanılğını meydana getirirken bireyin bilişsel yapısı teyit yanılğısının etkisini belirlemektedir (Nickerson, 1998: 175).

Teyit yanılğı yatırımcılarda aşırı güvene neden olmaktadır. Bu durum ise yatırımcıların portföylerinde değer kaybı yaratacak olayları göz ardı etmesine yol açmaktadır. Piyasadan elde edilen bilgiler sonucu işlem yapan yatırımcılar hisse senetlerinin fiyatlarına etki etmektedir. İyi haberler hisse senedinin fiyatında artışa neden olmaktadır ve yatırımcılar ellerindeki senetleri satmaktadır (kazanımları satmak), bunun yanında kötü haberler şirket hisselerinin değerine düşmesine neden olmaktadır fakat yatırımcılar ellerindeki hisse senedini satmamaktadırlar (kaybedenleri elde tutmak). Bu durum pişmanlıktan kaçınma davranışı ile uyum göstermektedir. Kazanan hisse senetlerinin elden çıkarılması ile kaybeden hisselerin elde tutularak zararla yüzleşmemek istenmesi teyit yanılğı ile de bağlantı göstermektedir (Nofsinger, 2005: 28).

1.3.2.2.Geri Görüş Yanılğı

Bireylerin sahip olduğu hatıralar kaybolabilmekte veya bozuntuya uğrayabilmektedir, ayrıca bireylerin hayatlarında hiçbir zaman yaşamadıkları olaylarla ilgili hatıralar ortaya çıkabilmektedir. Bir başka deyişle, bireyler düşündükleri, söyledikleri veya deneyimledikleri şeyleri mükemmel olarak

hatırlayamamaktadır. Düşünme ve konuşma eylemlerinin dayandırıldığı yanılabilir dâhili bellek iken bu eylemlerin tersini iddia edecek bir harici belleğin olmayışı geri görüş yanılığını ortaya çıkarmaktadır. Hevristikler zamandaki ve bilgideki yetersizliklerden dolayı ortaya çıkarken geri görüş yanılığı (hindsight bias) insan belleğindeki kısıtlamalardan dolayı ortaya çıkmaktadır. Literatürde gerçekleştirilen bir çalışmada geri görüş yanılığının uzmanlar (örneğin; borsa yatırım uzmanları, hekimler, denetmenler) arasında daha fazla görüldüğünü tespit edilmiştir (Brazel vd., 2103: 30). Geri görüş yanılığının temel varsayımlarından bir tanesi var olan mevcut bilginin güncellenmesidir. Birey verdiği orijinal kararı hatırlayamaması durumunda dışarıdaki mevcut bilgiyi kullanarak kendi kararı gibi yansıtması geri görüş yanılığı olarak adlandırılmaktadır. Bu durumda güncellenen yeni bilgi sistematik bir şekilde bireydeki orijinal bilgidен farklı olabilmektedir (Hoffrage ve Hertwig, 1999: 196).

Geri görüş yanılığı literatürde ayrıca ‘ben zaten biliyordum’ etkisi olarak da bilinmektedir. Geri görüş yanılığı bir takım soru türlerinde daha güçlü etki göstermektedir. İki şıklı sorularda (‘Hangi şehir daha kalabalık, Londra? Paris?’), sayısal sorularda (‘Londra’nın nüfusu nedir?’), bir anket sonucunun tahmininde (‘Alman hane halkının yüzde kaçı internet ulaşımına sahiptir?’), senaryosu verilen bir olayın muhtemel sonuçlarının tahmininde (‘Kar payı dağıtan bir şirketin hisselerin yönü ne olur?’), veya birilerinin değerlendirildiği durumlarda (örneğin; bireyin kendinin veya bir başkasının performansının değerlendirdiği) daha güçlü etki göstermektedir. Literatürde yapılan çalışmalar göstermektedir ki bireyin yeni elde edindiği bilgiler sonucunda karar verirken eski mevcut bilgilerden de gereğinden fazla etkilendiği tespit edilmiştir (Hoffrage ve Pohl, 2003: 332).

Geri görüş yanılığı katılımcıların zor soruları yanıtlamak zorunda kaldığı çalışmalarda kendini göstermektedir. Bu zor anket soruları sadece sayılı katılımcının cevaplayabileceği zorlukta hazırlanmaktadır ve katılımcılar sonucu belirsiz tahminlerde bulunmaya zorlanmaktadır. Bu çeşit bir bilişsel görev sonucunda elde edilen tahminler sistematik bir şekilde yanıtlanabilmektedir. Bu sistematik yanılığın ortaya çıkarılabilmesi için katılımcı bireylere tahminleri öncesinde konuyla ilgili belirli bir takım bilgiler verilmektedir. Çalışma katılımcıları bu manipülasyonun

farkında olmamaktadırlar ve dolayısı ile geri görüş yanılığını ortadan kaldıramamaktadırlar (Pohl, Eisenhower ve Hardt, 2003: 335).

Geri görüş yanılığını bir olayın sonucu bilindikten sonra bilinmeden öncekine göre daha büyük olasılıkla tahmin edilebilir olduğu düşüncesidir. Örnek olarak %60 olasılıkla artacağına inanılan bir hisse senedinin artış yaşadktan sonra bireyin artış ile ilgili tahminini %80 olasılıkla artacağı şeklinde değerlendirmesidir. Yapılan çalışmalar geri görüş yanılığının birden fazla şekilde gerçekleştiğini öne sürmektedir. Bunlar; yeni bilgi elde edildikten sonra eski bilginin çağırışımı sırasında yaşanan bellek bozulması, bir olayın gerçekleşmesinin zorunlu olması görüşü olan kaçınılmazlık ve bireyin kendine aşırı güvenmesi sonucunda oluşan öngörülebilirliktir (Roese ve Vohs, 2012: 412).

Geri görüş yanılığını bireylerin geleceği yönelik tahmin yeteneklerini de etkilemektedir. Yapılan çalışmalar geri görüş yanılığının kuvvetli ve geri evirilemez etkisinin yanında bir takım olumsuz etkilerinin de olduğunu tespit etmiştir. Buna göre geri görüş yanılığını olaylar sonucu ortaya çıkan bilgilerin zaten bilindiği varsayımına dayanarak deneyimlerden öğrenme kavramını göz ardı etmektedir. Bunun yanında geri görüş yanılığını bireylerin mevcut bilgilerini güncellediği bir etki de yaratmaktadır. Böylece bireyin hafızasında yer alan daha önceki kararlara yönelik hatıralar ve tercihler yenilenecek zekânın işlerliğı devamlı kılınmaktadır. Bireyin beklentisine karşın bir şeyin neden gerçekleştiği veya neden gerçekleşmediğini anlaması bireyin gelecekte ne olabileceğini öngörebilmesi ile ilgili olan yetisini geliştirmektedir. Daha az bilgiye sahip karar alıcılar geçmiş kararlarını değerlendirirken ve yeniden yapılandırırken yetersiz kalmalarının yanında yeni bilgidenden daha fazla öğrenmenin avantajını yaşamaktadırlar (Hertwig, Fanselow ve Hoffrage, 2003: 368).

Schwarz ve Stahlber (2003)'e göre geri görüş yanılığını; bireylerin belirsiz bir durum karşısında önceden yaptıkları tahminleri olayın gerçek sonuçları ile ilişkilendirilmesi yanlış eğilimi olarak nitelendirmektedir. Çalışmada bu durumun hafızada meydana gelen bir hatadan kaynaklanmadığı bilginin yeniden yapılandırılması sırasında yanılısamanın meydana geldiğini belirtmektedir. Bir başka deyişle belirsizlik ortamında karar alan bireyler belirsizliğin sonucunu öğrendiklerinde ilk baştaki

yargılarını unutmaktadırlar ve mevcut yeni bilgilerin ışığında yeni bir tahmin yapmaya zorlanmaktadırlar. Mevcut yeni bilgiler çapalama (anchoring) etkisi göstermektedir ve geri görüş yanılığısına sebep olmaktadır. Belirsizlik ortamında tahminde bulunan bireyler ilk tahminlerini hatırlamıyorlarsa onu yeniden inşa etmek için yeni elde edilen bilgiyi çapa (anchor) olarak kullanacaktır. Bireyin ilk tahminini hatırlaması durumunda ise geri görüş yanılığısı ortaya çıkmamaktadır. Geri görüş yanılığısının kuvveti ve yönü bireyin geleceğe dönük tahmin yeteneğine olan subjektif değerlendirmesine dayanmaktadır. Bir başka deyişle tahmin yeteneğine çok fazla güvenen bireyler ilk tahminlerini gerçek sonuca (çapaya) yakın olmamasına rağmen, yakın olarak değerlendireceklerdir.

Ben zaten biliyordum etkisinin kuvveti belirsizlik ortamında daha fazla artarken bireylerin kapsamlı bir düşünce yapısına sahip olmaları sonucunda azalmaktadır. Ayrıca geri görüş yanılığısının etkisini azaltan bir diğer etmende sorulan sorunun çok zor olması durumudur. Aşırı güvene sahip olan bireyler de daha düşük güven seviyesine sahip bireylere göre daha fazla geri görüş yanılığısına kapılmaktadır. Bireyler belirsizlik ortamında karar alırken duygularından faydalanmaktadır. Dolayısı ile kendilerine daha fazla tanıdık gelen soruların cevaplarında daha fazla geri görüş yanılığısından etkilenmektedirler. Örneğin çalışma katılımcılarına renkli olarak sorulan sorular daha fazla akılda kalmıştır ve daha sonra sorular ile ilgili yeni bilgiler verildiğinde bireyler bu renkli sorular için daha fazla geri görüş yanılığısına maruz kalmıştır (Werth ve Strack, 2003: 406).

Geri görüş yanılığısının kuvvetini etkileyen bir diğer kavram beklentilerdir. Buna göre beklenmedik bir olay sonucunda bireylerde geri görüş yanılığısı oluşma düzeyi beklenen bir olay sonucundakine göre daha yüksek olarak gerçekleşmektedir. Geri görüş yanılığısına sebep olan faktörlerden bir tanesi bireylerdeki savunma mekanizmasıdır. Savunma mekanizması negatif sonuçlanan belirsiz durumlar sonucunda suçluluk duygusunu azaltmak üzere devreye girmektedir. Bir başka deyişle savunma mekanizması, bireyin mevcut olumsuz çıktıdan sorumlu olması durumunda tetiklenmektedir. Bireyin öz benliğine olan saygısı da savunma mekanizmasını etkilemektedir. Buna göre öz benlik saygısı düşük bireylerde geri

görüş yanılığısı daha az görülürken, öz benlik saygısı yüksek bireylerde daha fazla görülmektedir (Pezzo, 2003: 413).

Geri görüş yanılığını grup bağlamında incelendiğinde farklı bir sonuç ortaya çıkmaktadır. İki kişi arasında yaşanan sonucu belirsiz bir olayın tahminine yönelik anlaşmazlıkta, olayın sonucuna göre bireylerde geri görüş yanılığısı eğilimi görülmektedir. Örnek olarak belirli bir hisse senedinin gelecekteki değeri hakkında anlaşmazlığa düşen evli bir çiftten haklı çıkan tarafta daha fazla geri görüş yanılığısı tespit edilmiştir (Mark vd., 2003: 435).

1.3.2.3.Aşırı Güven

Bilgi; olguların, kavramların, ilişkilerin, teorilerin ve bu türdeki faktörlerin zaman içerisinde birikimli olarak olgunlaşması şeklinde tanımlanmaktadır (Russo ve Schoemaker, 1992: 8). Aşırı güven ise bireyin sahip olduğu bu bilgi birikimine belirsiz bir durum karşısında karar verirken gereğinden fazla değer vermesi durumudur.

Bireyler verdikleri kararlarda kendilerine aşırı güvенеbilmektedir. Bireylerdeki aşırı kendine güven sahip olunan bilginin abartılmasına, riskin küçümsenmesine ve olayların kontrol altına alınmasına yönelik yeteneğin abartılmasına yol açmaktadır. Aşırı güvene yönelik literatürde çeşitli çalışmalar bulunmaktadır. Örnek olarak 2,994 girişimciye gelecek yıllarda işletmelerini başarılı bir şekilde sürdürme ihtimalleri sorulmuş ve katılımcıların %70 gibi büyük bir çoğunluğu başarı şansının olduğunun belirtmesinin yanında yalnızca %39'unun başarılı olduğu tespit edilmiştir. Yatırım açısından değerlendirildiğinde yatırımcılardaki aşırı özgüven çok fazla işlem yapmaya yönlendirmektedir ve başkalarının değerlemesini dikkate almamaktadır. Aşırı güven ile yapılan yatırım işlemlerinde erkekler kadınlara göre daha fazla etkinlik göstermektedir (Nofsinger, 2005: 11).

Yapılan çalışmalar bireylerin karar alırken, özellikle kesin karar almak zorken, aşırı güvene sahip olduklarını göstermektedir. Çalışma katılımcılarının %70'i verdikleri kararların doğruluğu konusunda emin olmalarının yanında yalnızca %50'sinin cevabı doğru olarak kabul edilmektedir. Sonuç olarak aşırı güven kesinlik değeri şans seviyesine yaklaştıkça maksimum değerine yaklaşmaktadır. Kesinlik değeri %50'den

%80 seviyesine yaklaştıka aşırı güven seviyesi azalmaktadır. Kesinlik değeri %80'nin üzerine çıkması durumunda bireylerde aşırı güven kalmamaktadır. Bir başka deyişle kesinlik ve güven arasındaki fark kesinlik değeri %80 olduğunda en küçük aralıkta gerçekleşmektedir. Ayrıca kesinlik ve güven arasındaki farklılıklar çalışma katılımcılarının zeka seviyesine göre farklılıklar göstermemektedir (Lichtenstein ve Fischhoff, 1977: 160).

Rasyonel beklenti hipotezine göre ekonomik faktörler belirsizlik durumunda karar alırken doğru olasılık dağılımına göre hareket ettiklerini kabul ederler. Rasyonel beklenti hipotezi ampirik olarak daha makul görülmektedir. Bunun sebebi olarak rasyonel inanışların pazar testlerine rasyonel olmayan inanışlardan daha iyi uyum gösterdiği belirtilmektedir. Bununla birlikte belirsizlik altında karar alma ile ilgili olan ampirik literatürde bireylerin olasılık dağılımını çok sıkı tuttuğu görülmektedir. Bir başka deyişle bireyler belirsizlik altında karar verirken aşırı özgüven göstermektedir (Kyle ve Wang, 1997: 2074).

Piyasalarda bireyler elde ettikleri bilgileri kendi yetkinlikleri doğrultusunda işlemektedirler. Bireyin kendi yetenekleri ve var olan verinin ilişkilendirilmesi sırasında eğer bilgiyi elde etme konusundaki becerilerini abartmış yada diğer bireylerin ihmal ettiği veriyi tespit etmiş ise ön tahminde bulunmuş ve kendi öngörü hatalarını hafife almış demektir. Bunun sonucunda eğer birey kendi yarattığı kanaatlere aşırı güvenirse gelecekte de kendi kararlarını baz alacak ve diğer verileri önemsemeyecektir. Bu nedenle kendine aşırı güvenen yatırımcı dışarıdan gelen bilgileri dikkate almayarak kendi bilgilerine yönelik olarak yatırım kararı verecektir. Bir başka deyişle aşırı güven; bireylerin yeteneklerine gereğinden fazla değer verme ve aşırı düzeyde iyimser olma halidir (Barak, 2006: 186).

Erkeklerin kadınlara göre finansal piyasalarda daha fazla özgüvene sahip oldukları ve daha fazla işlem gerçekleştirdikleri, Barber ve Odean (2001) tarafından yapılan çalışma ile de ortaya konulmaktadır. Erkeklerin kadınlara göre % 45 daha fazla işlem gerçekleştirdiklerinin tespit edildiği çalışmada işlemlerin erkeklerin net gelirlerinde %2.65'lik bir azalmaya yol açtığı tespit edilmiştir. Ayrıca çalışmada normal üzeri getiri elde etmenin zor olması ve geleceği yönelik tahminin kısıtlı olması hisse

senedi piyasalarında aşırı güvene dayalı olarak işlem yapılmasını sağladığı belirtilmektedir.

Plous (1993), bireylerin sahip oldukları aşırı güvenin, verdikleri kararlarda kesinliğe yakın derecede doğruluğundan emin olmadıkları müddetçe bireyleri felakete yöneltebileceğini belirtmektedir. Aşırı güven, karar almanın zor olduğu ve güven derecesinin yüksek gerçekleştiği durumlarda ortaya çıkmaktadır. Russo ve Schoemaker (1992)' e göre geri dönüşün (feedback) ve sorumluluk (accountability) faktörlerinin düşük düzeyde gerçekleştiği durumlarda da aşırı güven bilişsel önyargısı yaşanmaktadır.

Aşırı güvene sahip yöneticiler yatırım projelerinin getirilerini sistematik bir şekilde abartmaktadırlar. Aşırı güvene sahip yöneticiler ellerinde bulunan fonları yeterli miktarda ise bu projelere yatırmaktadır. Ellerinde yeterli miktarda fon bulunmayan aşırı güvene sahip yöneticiler dış kaynaklardan fon bulmaktadır ve bu fonları yatırım projelerine aktarmaktadır. Bu durumu tetikleyen 3 faktör bulunmaktadır; kontrol yanılması, bilgi yanılması ve yükleme önyargısıdır (Malmendier ve Tate, 2004: 2).

Bireylerde mevcut bulunan savunma mekanizması bireylerin gerçekleştirdikleri başarılı olayları kendilerine atfetmekte ve başarısız olayları ise başkalarının yaptıklarına veya kötü şansa bağlamaktadırlar. Aşırı güvene sahip yatırımcılar ise daha fazla yatırım yapmaktadırlar ve işlem maliyetlerinin de etkisi ile piyasada ortalamanın altında getiri elde etmektedirler (Küçüksille ve Usul, 2012: 29).

Yeni yatırıma başlayan bir birey yatırım konusundaki yeteneklerini bilmemektedir ve hisse senedi piyasasının fiyat hareketleri sonucunda kararların sonuçlarına ulaşılacaktır. Birey bu kararlarında başarılı olursa bunu hisse senedi piyasalarındaki yeteneğine bağlayacaktır. Bununla birlikte tersi durumda ise bireyler başarısızlığı başka faktörlere bağlamaktadır. Özellikle boğa piyasalarında bireylerin hisse senedi piyasalarına katılım gösterdiği gözlenmektedir. Boğa piyasasında işlem yaparak kazanç sağlayan yatırımcıların bu başarıyı kendi yeteneklerine bağlaması ilerleyen dönemlerde ayı piyasası oluşumunda ciddi problemlere neden olmaktadır ve yatırımcılar kayıplar ile karşılaşmaktadır (Döm, 2003: 62).

Yükleme önyargısı (self attribution bias) yatırımcılardaki önyargıyı arttırıcı etkide bulunmaktadır. Bu önyargı ‘ortalamadan daha iyi etkisi’ne (better than average effect) benzetilmektedir. Bu etkiye göre bireyler yeteneklerini ortalamanın üzerinde görmektedir (Doukas ve Petmezas, 2007: 537).

Daniel vd. (1998)’e göre yükleme önyargısı; bireyin yeteneklerine ve bilgisine olan güveninin, bireyin bilgisinin toplumun bilgisi ile uyumlu olması durumunda artması, tersi durumda ise düşmemesi şeklinde tanımlanmaktadır.

Bilgi yanılsaması (illusion of knowledge) bireylerin tahminlerinin doğruluğunu elde edilen daha fazla bilgi ile arttırılacağını inanması şeklinde tanımlanmaktadır. Dolayısı ile elde edilen fazla bilgi bireyin karar mekanizmasını geliştireceği düşünülmektedir (Peterson ve Pitz, 1988: 86). Bu faktör yatırımcılarda daha fazla bilgiye ulaşılması sonucunda aşırı özgüvene sebep olmaktadır.

Fazla bilgi her zaman doğru karar vermeye yönlendirmemektedir. Örnek olarak 6 kenarlı bir zar oyununda 1 ile 6 arasında tahmin edilen bir sayının doğru gelme ihtimali altıda bir şeklinde gerçekleşmektedir. Daha önceki üç oyunda arka arkaya 4 numarasının geldiğinin bilinmesi durumunda karar vericiler bir daha 4’ün gelemeyeceğini düşünerek bu numarayı seçmedikleri veya 4 sayısının şanslı bir numara olarak tekrar edeceğini düşünmeleri oyunun sonucuna bir etkide bulunmamaktadır. İnternetin kullanımının yaygınlaşması da bireysel yatırımcıların büyük bir veri ağına erişmesini kolaylaştırmaktadır. Piyasada gerçekleşen geçmiş fiyat hareketleri, şirket haberleri ve uzman yorumlarına internet aracılığı ile ulaşmak çok kolaylaşmaktadır (Nofsinger, 2011: 16).

Bireylerdeki aşırı güven bireylerin risk alma davranışlarına etki etmektedir. Rasyonel yatırımcılar getiriye maksimumlaştırmaya çalışırken alınan riski de minimum düzeye indirmeye çalışmaktadırlar. Bununla birlikte aşırı güvene sahip yatırımcılar aldıkları risk düzeyini yanlış yorumlamaktadırlar. Aşırı güvene sahip yatırımcılar iki nedenden dolayı daha fazla risk almaktadırlar. İlk olarak seçilen hisse senedinin daha riskli olmasına yönelik eğilim, ikinci olarak da seçilen hisse senedine olan güvenden dolayı portföy oluşturma ihtiyacının duyulmamasıdır (Nofsinger, 2005: 11).

Bireylerin üzerinde hiçbir etkisinin olamayacağı olayları kontrol edebileceğine inanması kontrol yanılığına yol açmaktadır. Kontrol yanılığı tanıdık durumlarda ve bireyin istenen sonucu bildiği durumlarda daha çok görülmektedir. Başarılar vurgu yapan geribildirimler kontrol yanılığının etkisini artırırken tersi durumda hatalara dönük yapılan geribildirimler kontrol yanılığının etkisini azaltmaktadır. Bunalımlı bireylerde yanılığın düzeyi düşük gerçekleşirken çıktılar üzerinde kontrol sağlamayı isteyen bireylerde bu yanılığ yüksek düzeyde gerçekleşmektedir. Finansal piyasalarda işlem yapmak gibi riskli ve yarışma ruhunun hâkim olduğu durumlarda kontrol yanılığının güçlenmektedir (Thompson, 1999: 188).

1.3.2.4. Bilişsel Çelişki

Bilişsel çelişki (cognitive dissonance) kavramı ilk olarak Festinger (1957) tarafından yapılan çalışmalar ile ortaya konulmuştur. Bireyler genel olarak iç dünyalarında kararlılık göstermeye çabalamaktadırlar. Bir başka deyişle bireylerin fikir ve tutumlarının bir küme içerisinde birbiri ile uyum içinde bulunmasına çalışılmaktadır. Bireylerin bildiği veya inandığı şeyler ile yaptıkları arasında da bir uyum gözlenmektedir. Bireylerin fikir ve tutumlarındaki bu uyuma istisna durumlar da meydana gelebilmektedir. Bireylerin duygu ve düşüncelerinde meydana gelen bu uyumsuzluklar bilişsel ve duygusal çelişkileri meydana getirmektedir. Bilişsel çelişkiye örnek olarak bireylerin sigaranın zararlarını bilmesine rağmen sigara içme tutumunu sürdürmeleri veya sonunda cezalarla karşılaşacaklarını bilmelerine rağmen suç işlemeleri gösterilmektedir. Bireylerde meydana gelen bu çelişkiler bir takım yollar kullanılarak rasyonelleştirilmeye çalışılmaktadır ve bir takım inandırıcı cevaplar aranmaktadır fakat bu durumda da uyumsuzluklar devam etmektedir ve bilişsel çelişki açığa çıkmaktadır.

Bilişsel çelişkilerin ortaya çıkmasına sebep olan elementlerin uyumsuzluğu ile ilgili olan kaynaklar dört gruba ayrılmaktadır (Gawronski, 2012: 657);

- 1- Bilişsel çelişkiler mantıksal tutarsızlıklardan dolayı meydana gelebilmektedir. Eğer bir birey insanlığın gelecekte diğer gezegenlere yolculuk yapabileceğine inanıyorsa ve aynı zamanda da bireyin atmosferi terk edecek bir uzay aracını

yapamayacağını düşünüyorsa bu iki farklı biliş arasında uyumsuzluk meydana gelmektedir.

- 2- Uyumsuzluk kültürel adetlerden dolayı meydana gelebilmektedir. Resmi bir yemekte bireyin ellerini kullanarak yemek yemesi bireyin resmi bir yemekte göstermesi gereken görgü kuralları çerçevesinde bir davranış sergileyeceği bilgisi ile çelişmektedir. Burada uyumsuzluk mevcut bulunmaktadır çünkü neyin uyumlu olup olmadığına kültür karar vermektedir.
- 3- Uyumsuzluk belirli bir düşüncenin daha geniş bir düşünce içinde de yer almasından kaynaklı olarak ortaya çıkabilmektedir. Amerika'da Demokrat partiyi destekleyen bir bireyin seçimlerde Cumhuriyetçi bir adaya oy vermek istemesi bu çelişkiye örnek olarak gösterilmektedir.
- 4- Bilişsel çelişkiler geçmiş deneyimlerden kaynaklı olarak ortaya çıkabilmektedir. Örnek olarak bir birey yağmurda bekliyorsa ve ıslandığına dair bir kanıt bulamıyorsa bilişsel çelişkiye düşmektedir. Çünkü geçmiş deneyimlerinden yağmur altında duran bir bireyin ıslanacağına inanmaktadır.

Cooper (2007) bilişi bireyin sahip olduğu herhangi bir bilginin parçası olarak nitelendirmektedir. Biliş her bir bilgi parçasının psikolojik temsilidir. Bilişsel çelişki ise iki veya daha fazla psikolojik temsilcinin birbiri ile tutarsız olma durumudur. İnsanlar aynı anda milyonlarca bilişe sahip olmaktadır, bunlardan bazıları farkındalık içinde gerçekleşirken büyük bir çoğunluğunun ise birey farkında olmamaktadır. Festinger (1957) bilişleri birbirleri ile ilişkide olup olmamalarına göre ikiye ayırmaktadır. Daha sonra gelen bir diğer kategori ise bu bilişlerin birbirleri olan uyumluluğu veya uyumsuzluğudur. Literatürde bilişsel çelişkinin büyüklüğünün, bilişler arasındaki tutarsızlık tarafından artırıldığı belirtilmektedir. Birey bu tutarsızlıktan, tutarsızlığın boyutu arttıkça daha fazla rahatsız olmaktadır ve bu tutarsızlığı azaltmanın yollarını aramaktadır. Genel olarak bir bireyin davranışı hakkındaki bilişi değiştirmenin, tutumu hakkındaki bilişi değiştirmeye göre daha zor olduğu bilinmektedir. Dolayısı ile tutum ve davranış arasında bilişsel çelişki yaşayan bir birey öncelikle tutumunu değiştirmeye dönük hareket etmektedir. Bilişsel çelişkiyi ortadan kaldırmanın veya azaltmanın bir diğer yöntemi olarak bilişlere atfedilen önemin azaltılması gösterilmektedir. Bilişsel çelişkinin kuvveti (BÇK),

ağırlıklandırılmış uyumlu ve uyumsuz bilişlerin toplamının oranı olarak şu şekilde ifade edilmektedir (Cooper, 2007: 9) ;

$$B\check{C}K = \frac{\sum (\text{tüm tutarsız bilişler x önemlik düzeyi})}{\sum (\text{tüm uyumlu bilişler x önemlilik düzeyi})} \quad (1.4.)$$

Aronson (1969) bilişler (fikirler, görüşler, inanışlar) arasındaki uyumsuzluğu, eş zamanlı olarak sahip olunan iki bilişlin psikolojik tutarsızlığı olarak tanımlamaktadır. Bireylerde gerçekleşen bu uyumsuzluğun rahatsız edici olduğu düşünülmektedir. Karşılaşılan uyumsuzluklar arttıkça bireyler daha fazla tedirgin olmaktadır ve bu uyumsuzluğu azaltmak için daha fazla motive olmaktadır. Bireyler bu uyumsuzluğu azaltmak için uyumlu bilişler aramaktadır veya bilişlerden birini veya ikisini değiştirerek birbirlerine uyumlu hale getirmeye çalışmaktadır. Bilişsel çelişki kavramı rasyonel birey kavramı üzerinde tezatlık yaratmaktadır. Bir başka deyişle, bilişsel çelişkiler bireyin kendisini rasyonelleştirmeye çalışmasını ve sonrasında takınılan tutumlar ile de bireylerin kendilerine ve çevrelerine rasyonel görünmeleri sonucunu ortaya çıkarmaktadır.

Eğer bir bireyin yapmak istediği bir faaliyet ceza tehdidi ile engelleniyorsa o birey bilişsel çelişki yaşayacaktır. Bireyin faaliyeti gerçekleştirmek istemesi bilişi ile gerçekleştirmemesi gerektiğine yönelik olarak ortaya konan biliş birbiri ile çelişki göstermektedir. Birey iki biliş arasındaki çelişkiyi ortadan kaldırmak için arzu duyduğu faaliyete ilişkin isteğini ceza tehdidinin büyüklüğüne göre ya azaltmaktadır yada tamamen ortadan kaldırmaktadır. Ceza tehdidinin büyüklüğü ile çelişki ters orantılıdır. Bir başka deyişle ceza tehdidi arttıkça bilişsel çelişki azalmaktadır. Ceza tehdidi ortadan kalktıktan sonra bireylerin arzuladıkları bilişlere ilişkin isteklerinin kaybolduğu gözlemlenmiştir (Aranson ve Carlsmith, 1963: 584).

Bilişsel çelişkiyi azaltan faktörlerden biri olarak müzik gösterilmektedir. Karar verme ile doğrudan ilişkili olan hazzın ve faydanın maksimumlaştırılması ile müziğin bireye sağladığı haz bilincin aynı boyutunda gerçekleşmektedir. Buna göre müzik bireyde mevcut bulunan ve birbiri ile çelişki halinde bulunan iki farklı bilişi koruyarak birbirlerine etki etmelerini önlemektedir. Yapılan deneysel bir çalışmada okul öncesi çağındaki çocuklara belirli oyuncaklarla oynamamaları gerektiği ceza tehdidi yolu ile belirtilmiştir. Çocuklarda oyuncaklarla oynama isteği bilişi ve ceza

tehdidi biliş arasında yaşanan çelişki, çocuklardaki oyuncaklarla oynama isteği bilişini ortadan kaldırmaktadır. Ceza tehdidinin çalışmanın daha sonraki aşamasında ortadan kaldırılması çocuklarda oyuncaklarla oynama isteğini yeniden doğurmamaktadır. Aynı deney müzik değişkenin dâhil edildiği bir ortamda gerçekleştirildiğinde ise çocuklar yasaklı oyuncaklarla oynamamakla birlikte oyuncakla oynama isteklerini sönlendirmeyerek muhafaza etmektedirler (Perlovsky vd., 2013: 10).

Bireylerin iki çelişkili bilişten birini tercih ederek karar vermesinden sonra tercih ettiği biliş daha fazla değerli görmeye yatkın olurken diğer biliş mevcut değerinden daha az değerli görmeye çalışacaktır. Bireyler bu şekilde davranarak yaşadıkları çelişki sonrası stresi azaltmak ve ortadan kaldırmak istemektedirler. Verilen kararlar sonucu yaşanan çelişkiyi azaltmak için deliller aranmaktadır. Müziğin bilişsel çelişkiyi azaltmasına yönelik etkisine benzer bir etki de karar sonrası bireylerin ellerini yıkamalarında tespit edilmiştir. Lee ve Schwarz (2010) tarafından yapılan çalışmada bireylerin verdikleri karardan sonra ellerini yıkamalarının karar sonrası yaşanan çelişkiyi ortadan kaldırdığı tespit edilmiştir.

1.4. SERMAYE RİSK PRİMİ BULMACASI

Geçmiş veriler incelendiğinde borsadan elde edilen ortama getirinin, devlet tarafından çıkarılan hazine bonusu gibi kısa dönemli ve risksiz borçlanma aracının ortalama getirisinden çok fazla olduğu tespit edilmiştir. Mehra ve Prescott (1985) Amerika'da faaliyet gösteren 'Standart and Poor 500 Endeksi' ve kısa vadeli devlet borçlanma araçları üzerinde yaptıkları ve 1889-1978 arasındaki yılları kapsayan çalışmalarında endeksin ortalama getirisini %7 ve kısa dönem devlet borçlanma aracı olan hazine bonosunun getirisini ortalama %1'in altında olduğunu tespit etmişlerdir. Hisse senedi piyasasından elde edilen ortalama getirilerin kısa dönem risksiz devlet borçlanma araçlarından elde edilen ortalama getirilerden yüksek olmasına rağmen yatırımcıların devlet borçlanma araçlarına olan talebi daha fazla olarak gerçekleşmektedir. Sermaye risk primi bulmacasının ilk olarak ortaya atıldığı bu çalışmada kısa dönem devlet borçlanma aracı olan bono ile hisse senedi piyasası getirileri arasındaki farkın bu denli büyük olması işlem maliyetleri, likidite kısıtlamaları veya risk primi gibi diğer kısıtlamalar ile açıklanamamıştır.

Mehra (2006) hisse senedi piyasası ile devlet bonoları getirileri arasındaki farkı sermaye primi (equity premium) olarak nitelendirmektedir. İlk olarak Amerika’da test edilen bu durumun sermaye piyasasına sahip her ülkede geçerli olduğu tespit edilmiştir. Çalışmada sermaye primi bulmacası Sermaye Varlığı Fiyatlama Modeli (SVFM) perspektifinden açıklanmaya çalışılmıştır. Sermaye Varlığı Fiyatlama Modeli bir finansal varlığın sistematik riskinin ölçüsü olan ‘betası’ ile beklenen getirisi arasında doğrusal bir ilişki öngörmektedir. Buna göre yüksek beta değerine sahip riskli finansal varlıkların beklenen getirileri de yüksek gerçekleşmektedir. Hisse senedi ve hazine bonusu arasında gerçekleşen getiri farkı %7’dir. Tarihsel veriler SVFM teorisi ile uyumluluk göstermekle birlikte varlıklar arasındaki %7 oranındaki getiri farkı olması gerekenden fazla olarak belirtilmektedir. Diğer bir ifadeyle standart teori kullanılarak yapılan riske göre ayarlanmış hesaplamalarda, hisse senetlerinin ortalama getirilerinin hazine bonusu getirilerinden en fazla %1 oranında daha fazla olması gerekmektedir.

Sermaye risk primini hisse senedi getirileri ve risksiz devlet hazine bonoları arasındaki getiri farkı olarak tanımlayan ve getiriler arasındaki farkı risk kavramı ile açıklayamayan (sermaye risk primi bulmacası) bir diğer çalışma Siegel ve Thaler (1997) tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu çalışmada, riskin ölçümü olarak kullanılan ve getirilerde meydana gelen standart sapmanın, uzun dönemde rastsal yürüyüş göstermemesi durumunda yanıltıcı olabileceği belirtilmektedir. Bir başka deyişle hisse senedi ve bono getirilerinin rastsal yürüyüşünde meydana gelen standart sapmalar bulmacayı derinleştirmektedir. Çalışmada hisse senedi ve kısa vadeli devlet borçlanma senetleri arasındaki getiri farkının en önemli sebeplerinden biri olarak hisse senedi piyasasına katılımın yetersiz olması ve dolayısı ile hisse senedi piyasasının dalgalanmalara maruz kalması gösterilmektedir.

Hisse senedi piyasalarına katılım ve sermaye primi bulmacası arasındaki ilişki Gollier (2001) tarafından da farklı bir boyut ile incelenmiştir. Hisse senedi piyasasından anlamama veya bir portföyü yönetememe gibi sebeplerden dolayı hisse senedi piyasasından uzak duran yatırımcılar ellerindeki mevcut hisse senetlerini satarak piyasadaki arzı arttırmaktadır ve denge fiyatında düşüşe sebep olmaktadır. Bu durum getirilerde bir artışı meydana getirmektedir ve sonuç olarak sermaye primi

artış göstermektedir. Çalışmada hisse senedi piyasasına katılımın belirli bir yüzdelik dilime (%30) kadar sermaye primini hızlı bir şekilde düşürdüğü ve o noktadan sonra sermaye primi üzerindeki açıklayıcılık etkisinin azaldığı gözlemlenmektedir. Yatırımcıların yatırımlarında uluslararası bir çeşitlendirmeye gidememesi de sermaye priminin açıklayıcıları arasında yer almaktadır. Uluslararası piyasaların gelişmesi sermaye primi bulmacasının ortadan kalkmasına yardımcı olmaktadır.

Amerika, Almanya, Fransa, İngiltere ve Japonya gibi küresel sermaye değerinin %85'ine sahip ülkelerin hepsinde sermaye primi gözlemlenmektedir. Sermaye primi bulmacasını çözmeye yönelik olarak ortaya atılan çalışmalarda sermaye primine neden olan faktörler olarak etkin olmayan piyasalar, vergilerde meydana gelen değişimler, hisse senedi piyasalarında sigortalanamayan gelir miktarı, borçlanmadaki kısıtlamalar ve likidite primi gösterilmektedir (Mehra, 2002).

Gelişmiş ülke piyasalarında görülen sermaye risk priminin aksine Türkiye'de 1990-2001 yıllarını kapsayan çalışmada tahvil primi (bond premium)¹ gözlemlenmektedir. İlk olarak Mehra ve Presscott (1985) tarafından sermaye risk primi bulmacasını çözmeye yönelik olarak ortaya konulan modele ek olarak enflasyon ve iflas riski de eklenmiştir. Tahvil primine neden olan bu değişkenlerden enflasyon riski bu primi tek başına açıklayamazken modele iflas riski değişkeni eklendiğinde model anlamlı hale gelmektedir (Başçı ve Ekinci, 2002). Bu durumun tersine Salomons ve Grootveld (2003) Türkiye'nin de içinde bulunduğu gelişmekte olan ülkelerin, gelişmiş ülkelere kıyasla sermaye risk priminin daha yüksek olduğunu belirtmektedir.

Hisse senedi piyasalarındaki getirilerin risksiz devlet borçlanma araçlarının getirileri üzerinde kalan kısmının risk faktörü ile açıklanamaması hisse senedi piyasasına katılıma etki eden davranışsal ve sosyal faktörlerin önemini arttırmaktadır. Bu faktörlere ilişkin bilgilere çalışmanın ikinci bölümünde değinilmektedir.

¹ Tahvil primi, risksiz devlet borçlanma aracı olan tahvilin getirisinin, enflasyon ve iflas riski gibi nedenlerden dolayı piyasada işlem gören hisse senetlerinden fazla getiriye sahip olması durumudur (Başçı ve Ekinci, 2002).

İKİNCİ BÖLÜM

HİSSE SENEDİ PİYASASINA KATILIMA ETKİ EDEN DAVRANIŞSAL FAKTÖRLER

Hisse senedi piyasasına katılıma etki eden davranışsal ve sosyal faktörleri tespit etmeye yönelik son zamanlarda literatürde çokça çalışma yapılmaktadır. Geçtiğimiz on yılda yapılan çalışmalar daha çok, bireylerin servet düzeyleri, eğitim düzeyleri, risk algıları, cinsiyetleri ve yaş gibi daha çok demografik olarak adlandırılan özelliklerine göre finansal piyasalardan biri olan hisse senedi piyasalarına katılımda ne gibi farklılıklar gösterdikleri üzerine yapılmıştır. Bu faktörler literatürde hisse senedi piyasasına katılıma etki eden klasik faktörler olarak nitelendirilmektedirler. Yapılan çalışmaların birçoğunda, servet ve eğitim düzeyinin, piyasalara girişte mevcut olan birim başına sabit maliyetleri ve işlem yapmak için gerekli olan bilgi maliyetini azalttığı vurgulanmıştır. Bunun yanında erkeklerin, kadınlara kıyasla daha fazla, emeklilik çağı yaklaşan bireylerin genç nüfusa göre daha fazla hisse senedi piyasasına katılım gösterdikleri de tespit edilmiştir.

Literatürdeki hisse senedi piyasalarına katılıma etki eden davranışsal ve sosyal faktörleri tespit etmeye yönelik araştırmalar geçtiğimiz son 5 yılda (2007-2012) yoğunlaşmaktadır. Finansal okuryazarlık, bilişsel zekâ seviyesi, internet-bilgisayar kullanımı, sosyal ilişkiler, güven ortamı, kişisel değerler ve hanehalkı karakteristiği bunlardan bazılarıdır. Bu faktörler literatürde hisse senedi piyasasına katılıma etki eden neoklasik (modern) faktörler olarak kabul edilmektedir. Bu faktörler, demografik faktörler sabit tutulduğunda, hisse senedi piyasasına katılımı açıklamada yüksek bir geçerlilik sağlamaktadırlar. Hisse senedi piyasalarına katılıma etki eden davranışsal faktörleri anlamaya yönelik çalışmalar daha çok ekonomisi gelişmiş fakat hisse senedi piyasasına doğrudan veya dolaylı olarak (yatırım fonu, emeklilik fonu gibi) katılımın düşük kaldığı Amerika, Almanya, Finlandiya, Hollanda ve İsveç gibi ülkeler üzerinde yoğunlaşmaktadır. Çalışmanın bu bölümünde hisse senedi piyasasına katılıma etki eden klasik ve modern faktörlere sırası ile ayrıntılı olarak yer verilmektedir.

2.1. HİSSE SENEDİ PİYASASINA KATILIMA ETKİ EDEN GELENEKSEL FAKTÖRLER

Hisse senedine katılıma etki eden geleneksel faktörler daha çok servet düzeyi, eğitim düzeyi ve risk algısı üzerinde yoğunlaşmaktadır. Bunlardan servet düzeyi faktörünün hisse senedi piyasası üzerindeki etkisini ölçmeye yönelik yapılan çalışmalarda da en çok işlem ve bilgi maliyetleri üzerinde durulmuştur (Laakso, 2010: 14).

2.1.1. Servet ve Eğitim Düzeyleri

Hisse senedi piyasalarında yatırım yapan iki tür yatırımcı bulunmaktadır. Bu yatırımcılar kendi tasarruflarını değerlendiren bireysel yatırımcılar ve uzman olarak belirli bir komisyon karşılığında başkalarının fonlarını yöneten fon yöneticileridir. Bireysel yatırımcılar hisse senedi piyasasına katılım gösterirken bir takım giriş maliyetleri ile karşılaşmaktadır ve bireysel yatırımcılar bu maliyetleri sabit maliyet olarak kabul etmektedir. Hisse senedi piyasasına ilk katılımda karşılaşılan sabit maliyetler, piyasalarda nasıl işlem yapılacağı, bilginin nerden temin edileceği ve bilginin nasıl analiz edileceği ile ilişkilidir. Ayrıca bireysel yatırımcılar hisse senedi piyasasına katılımda karşılaşılan sabit maliyetlere ek olarak, hisse senedi piyasasında bilgi edinmek için harcadığı sürenin fırsat maliyeti olan işgücü ücretini de hesaba katmaktadır. Sabit maliyetler, işlem hacminin büyüklüğü ile ortadan kaldırılamaması veya portföy büyüklüğü ile ilgisinin olmaması, servet düzeyi düşük bireylerin hisse senedi piyasasına katılmamasına ve başka yatırım araçlarına yönelmesine neden olmaktadır. Bir başka deyişle hisse senedi piyasasına katılımda giriş maliyetlerinin varlığı, düşük servet düzeyindeki kişileri olumsuz olarak etkilemektedir ve bu bireylerin birikimlerini daha az riskli ve daha az maliyetli araçlarda (tahvil, bono ve para piyasaları) değerlendirmelerine neden olmaktadır (Alan, 2006: 608).

Bireylerin servet düzeylerini etkileyen faktörlerden biri bireylerin kazançlarıdır. Kazanç, doğrudan (sermaye kazancı) ve doğrudan olmayan (ücret) şeklinde ikiye ayrılmaktadır. Servet düzeyine etki eden bu iki kazanç türü hisse senedi piyasasına katılıma da farklı şekilde etki etmektedir. Doğrudan elde edilen sermaye kazancı yatırıma daha hızlı bir şekilde dönüştürülebilmektedir. Bunun yanında doğrudan olmayan kazancın hisse senedi piyasasına katılımda belirleyici bir etken olmadığı belirtilmektedir. Düşük gelir seviyesine sahip bireylerin hisse senedi piyasasında elde

ettikleri sermaye kazançlarını, yüksek gelir seviyesine sahip bireylerden daha kolay şekilde yatırıma yönelttikleri tespit edilmiştir. Düşük seviyede servete sahip bireyler elde ettikleri her bir birimlik kazancın yüzde 5 ile 15 arasındaki tutarını yatırıma yönlendirmektedir (Dyan ve Maki, 2001: 3).

Finansal kaynaklardan elde edilmeyen gelirlerin ise hisse senedi piyasasına katılımda pozitif etkisi bulunmaktadır ve bunun yanında bu kaynaklardan elde edilen gelirin volatil (dalgalı) olmasının da hisse senedi piyasasına katılıma negatif bir etki oluşturmaktadır (Jorgensen, 2002). Bu görüş, Dyan ve Maki (2001) tarafından elde edilen sonuçlar ile çelişki göstermektedir. Ayrıca sermaye piyasasına giriş maliyeti olarak alınacak 50 dolarlık bir sabit maliyetin, hisse senedi piyasasına katılmamayı yüzde 50 oranında açıkladığı belirtilmiştir.

Bireylerin gelirlerinde yaşanan artışlar sonucunda bireyler tasarruflarını arttırmaktadırlar. Tasarruflarda yaşanan artışlar bireyleri daha fazla hisse senedi piyasasına yatırım yapmaya yönelttiği bilinmektedir. Gelir ve eğitim düzeyinin bir göstergesi olarak beyaz yaka olarak tabir edilen profesyonellik gerektiren işlerde (özellikle doktorlar, avukatlar, şirket yöneticileri vb.) çalışan bireylerin hisse senedi piyasasına yüksek katılımı da bu durumun bir başka göstergesi olarak nitelendirilmektedir. Servet ve hisse senedi piyasasına katılım arasındaki ilişkinin yönü servetten hisse senedi piyasasına katılım şeklindedir. Bir başka deyişle hisse senedi piyasasına katılım servet yaratmada etkili olmaktadır (Brimmer, 1988).

Hisse senedi piyasasına katılıma etki eden modern faktörlerden olan finansal okuryazarlığın servet yaratma, gelir düzeyi ve eğitim ile olan ilişkisi de araştırmacılar tarafından incelenmiştir. Hastings ve Mitchell (2011) Şili’de yaptıkları çalışmada eğitimin finansal okuryazarlığı arttırdığını ve finansal okuryazarlıkta yaşanan artışın da daha fazla gelir ve servet düzeyi oluşturmada etkili olduğunu göstermişlerdir. Behrman, Mitchell, Soo ve Bravo (2010) yaptıkları çalışmada eğitim ve finansal okuryazarlık düzeyleri ile servet yaratma arasında yüksek anlamlılık düzeyleri tespit etmişlerdir.

Hanehalkının servet düzeyi düşük, orta ve yüksek olmak üzere üç bölüme ayrılmaktadır. Düşük servet düzeyindeki hane halkının varlıklarını daha çok likit

olan para piyasası araçlarında değerlendirmekte, orta sınıfın varlıklarını ipotekli konut kredisi piyasasındaki araçlardan ve para piyasalarındaki varlıklardan oluşturmakta ve sermaye varlıklarının büyük bir bölümünün de yüksek servet düzeyindeki zengin hane halkının portföylerinde bulunmaktadır. Ayrıca düşük servet ve eğitim düzeyindeki hane halkının sermaye piyasasında yüksek servet ve eğitim düzeyindeki hane halkından daha çok yanlış davranışta bulunmaya meyilli olmaktadır ve yüksek servet düzeyindeki hane halkının daha riskli araçlara yönelmektedir (Campbell,2006: 11).

Hisse senedi piyasasına katılıma etki eden modern faktörlerden biri olan sosyalite üzerine Hong, Kubik ve Stein (2005) tarafından yapılan çalışmada da servetin yatırım yaparken sabit maliyetler üzerindeki düşürücü etkisine vurgu yapılmıştır. Bunun yanında eğitim düzeyi yüksek yatırımcıların risk ve getiri düzeylerini iyi analiz edebilmesi, uygun bir yatırım hesabı açabilmesi ve yatırımlarını yönetebilmesi bağlamında sabit maliyetleri de düşürmektedir.

İkinci dünya savaşından sonra yetişen neslin önceki nesillere göre risk algılarında bir takım farklılıklar bulunmaktadır ve bu duruma neden olan en büyük etken olarak yeni neslin büyük ekonomik krizlere maruz kalmamış olması gösterilmektedir. Gelir piyasaya katılımda servete göre daha demokratik olarak dağılım göstermektedir ve aynı zamanda piyasaya aylık geliri ile katılım gösteren yatırımcıların hisse senedi primi çelişmesini azaltması da daha kolay olmaktadır. Bir başka deyişle hisse senedi piyasasına katılımı açıklamada kullanılan gelir değişkeni servet değişkenine göre daha açıklayıcı ve anlamlı olmaktadır (Heaton ve Lucas, 1999: 5).

Eğitimin finansal pazarlara katılım üzerinde büyük bir etkisinin olduğu, bunun yanında finansal yönetim üzerinde küçük ama istatistiksel açıdan anlamlı bir etkisinin olduğu bilinmektedir. Literatürdeki önemli bir diğer bulgu da eğitimin hisse senedi piyasasına katılımdaki etki boyutunun diğer değişkenlere göre yüksek olmasıdır (Cole, Paulson ve Shastry, 2012: 11).

Eğitim değişkenininin sabit tutulmasına rağmen asgari ücrette yaşanan artışlar hanehalkının hisse senedi piyasasına olan katılımını arttırmaktadır. Tersine durumda, gelir düzeyi sabit tutulduğunda, eğitim seviyesi hisse senedi piyasasına katılıma etki

etmektedir. Yüksek gelir ve eğitim düzeyindeki bireylerin, sabit maliyet olarak gösterilen bilgi ve giriş ücretlerinden, birim başına düşen maliyetlerin azalması sebebi ile daha az etkilenecek hisse senetlerine olan yönelimi artmaktadır (Mankiw ve Zeldes, 1991: 100).

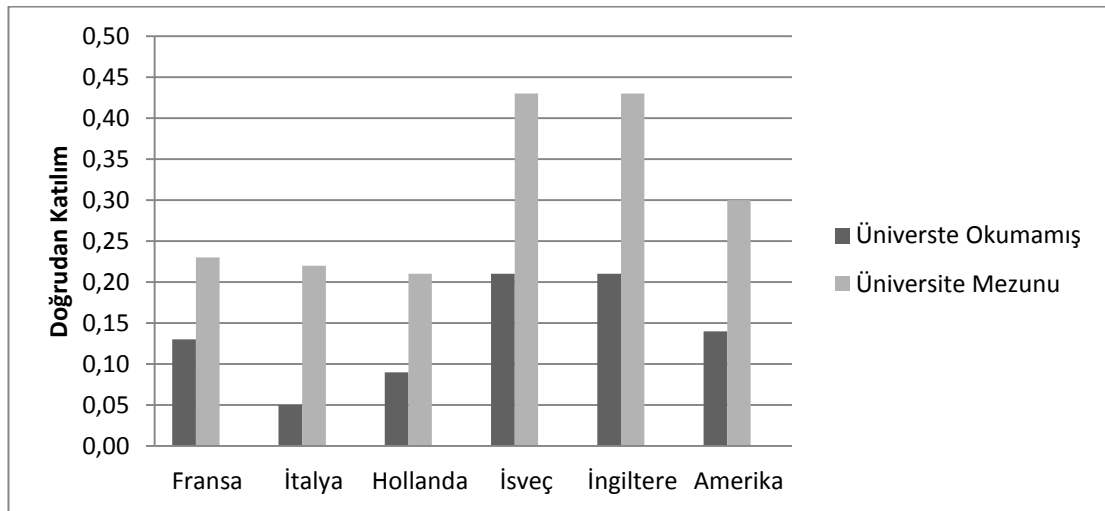
Pellicer (2002a,2004b) tarafından Amerika, Almanya ve İtalya'dan elde edilen verilerle yapılan çalışmada, hisse senedi piyasasına katılım maliyetinin farklı seviyedeki eğitim grupları arasında farklılaştığı öne sürülmüştür (Almanya hariç). Bir başka deyişle bu çalışmada Amerika ve İtalya'daki eğitimin hisse senedi piyasasına katılım maliyetini düşürdüğü öne sürülmüştür. Çalışmada alınan yüksek eğitimin finansal piyasalara girişteki parasal ve bilgisel sabit maliyetleri azaltacağı, yüksek eğitim alanların parasal anlamda daha fazla gelir elde edeceklerini ve bu kişilerin geleceğe ilişkin daha fazla risk alabileceği belirtilmiştir. Bu da göstermektedir ki, hisse senedi piyasasına katılımı açıklayan geleneksel faktörlerin (gelir, servet, eğitim ve risk algısı), hisse senedine katılımı açıklayıcı modern faktörler (internet kullanımı, güven, finansal okuryazarlık ve sosyallik) üzerinde etkisi bulunmaktadır.

Piyasalara katılımın kısıtlı olduğunu belirten Cole vd. (2012), bu durumun hanehalkını ekonomik anlamda iflasa sürükleyeceğini ifade etmektedir. Eğitimin, yatırım gelirini arttırdığının tespit edildiği bu çalışmada aynı zamanda modern faktörler arasında gösterilen bireyin bilişsel seviyesinin de hisse senedi piyasasına katılımı arttırdığı tespit edilmiştir.

Yüksek eğitim alan bireylerin ücretlerinde yüksek eğitim almayan bireylere göre pozitif bir ayrışım yaşanmaktadır. Bunun yanında yüksek eğitime sahip bireylerde, tasarruflardan beklenen getiri de hisse senedi piyasasına katılımdan dolayı artmaktadır. Avrupa'da lisans mezunu eğitilmiş bir kişinin servetinin yüzde 50'sini ortalama beklenen getirisi yüzde 6,5 olan hisse senedi piyasasına, servetinin geriye kalan kısmını da yüzde 2,5 getirili risksiz bir varlığa yapması durumunda tüm servetini risksiz bir varlığa yatıran kişiden 20 yıl içinde yüzde 50 daha fazla getiri elde edeceği tespit edilmiştir. Bu durum sermaye risk primi bulmacası ile de paralellik göstermektedir. Bireylerin hisse senedi piyasasına katılım tutumunun

eğitim düzeyinden ne Şekilde etkilendiğine ilişkin veriler Şekil 2 ve Şekil 3’de ayrıntılı olarak gösterilmiştir (Guiso vd., 2003: 140);

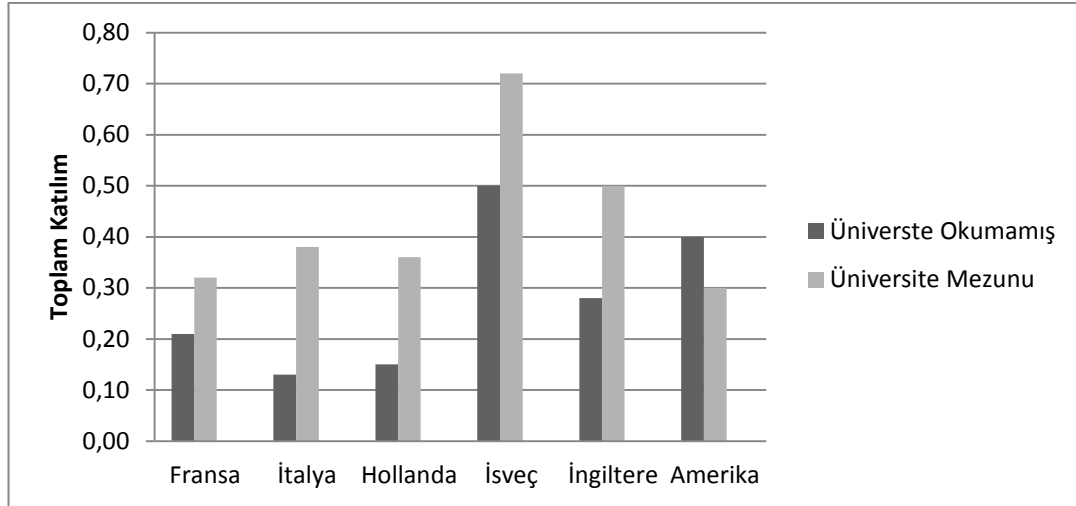
Avrupa lkelerindeki ve Amerika’daki eğitim düzeyine göre hisse senedi piyasasına katılım Şekil 3’de gösterilmektedir. Buna göre, hisse senedi piyasasına olan doğrudan veya dolaylı katılım, özellikle İtalya ve Hollanda’da bireylerin eğitim seviyelerinden olumlu Şekilde etkilenmektedir.



Şekil 3. Eğitim Seviyesine Göre Gelişmiş lkelerdeki Hisse Senedi Piyasasına Doğrudan Katılım Düzeyi

Hisse senedi piyasalarına doğrudan katılımın yanında fonlar aracılığı ile katılımların da dâhil olduğu toplam hisse senedi piyasasına katılıma eğitim düzeylerinin ne Şekilde etki ettiğine ilişkin bilgiler Şekil 4’de verilmektedir. Buna göre hisse senedi piyasasına niversite mezunları arasında doğrudan katılımın en yüksek olduğu lke İsveç olarak tespit edilmektedir. Üniversite mezunu olmayanlardan hisse senedi piyasasına toplam katılımın en düşük düzeyde gerçekteŐen ülke ise İtalya olarak tespit edilmiştir.

Şekil 4.’de dikkat çeken bir diğer konu niversite okumamıŐ bireylerin hisse senedi piyasalarına olan toplam katılımında niversite bireylerini geçtikleri tek lke Amerika olarak tespit edilmiştir.



Şekil 4. Eğitim Seviyesine Göre Gelişmiş Ülkelerde Hisse Senedi Piyasasına Toplam Katılım Düzeyi

Bireylerin hisse senedi piyasasına doğrudan katılımı ile yatırım ve emeklilik fonları ile dolaylı yoldan katılmaları arasında eğitim yönünden bir fark olmadığı da şekilde ayrıca görülmektedir.

2.1.2. Risk Algısı

Risk genel tanımı itibari ile bireylerin karşılaşılabilecekleri tehlikeli durum halleri olarak veya istenmeyen bir durumun meydana gelme olasılığı olarak ifade edilmektedir. Bunun yanında risk gerçek anlamında gelecekte gerçekleşmesi muhtemel olayların önceden kestirilememesi durumunda ortaya çıkmaktadır ve beklenen değerden gerçekleşecek olan sapmalar ve bu sapmaların olasılıkları ile hesaplanmaktadır (Besley ve Brigham, 200: 181).

Finans alanında yapılan geleneksel çalışmalarda getirilerin belirlilik durumundaki halleri incelenmişken ilk defa Sharpe (1964) tarafından sermaye piyasalarının davranışlarını tahmin etmekte risk dikkate alınmıştır. Bu çalışmasında rasyonel bir yatırımcının beklenen getirisini arttırmayı ancak fazladan risk alarak gerçekleştirebileceğini belirtmiştir.

Hisse senedi piyasasının tahvil piyasasına kıyasla daha fazla getirilere sahip olmasına karşın daha az katılımcı elde etmesi sermaye risk primi çelişkisi teorisi altında çalışmanın daha önceki bölümünde açıklanmaktadır. Sermaye risk primi bulmacasını çözmeye yönelik literatürde çeşitli çalışmalar bulunmaktadır. Yatırımcıların hisse

senedi piyasasındaki dalgalanmalara yönelik algısı bireyleri hisse senedi piyasalarından uzak tutmaktadır. Bir başka deyişle bireylerde gerçekleşen farklı düzeylerdeki risk algısı, piyasalarda mevcut bulunan sermaye risk primi bulmacasının açıklayıcılarından biri olarak gösterilmektedir (Mehra ve Prescott, 1985: 146).

Belirsizlik durumu risk ile ilişkili bir kavram olarak bireylerin zihinlerinde psikolojik bir süreç olarak yer almaktadır. Zihninde bilgi süreçlerini tamamlayan bir birey belirsizlik durumunu yaşamamaktadır. Bu bağlamda farklı bireyler farklı koşullarda riski farklı şekilde algılamaktadırlar. Riski algılamadaki farklılıkları ise bireylerin bulunduğu mevcut sosyal, kültürel ve ekonomik koşullar şekillendirmektedir. Genel tanımı itibari ile risk algısı, belirli bir olasılıkta meydana gelen bir olayın ve bu olayın sonucuna yönelik olarak bizim ne şekilde ilgili olduğumuzun öznel değerlendirmesidir. Ayrıca farklı bireylerde gerçekleşen farklı risk algıları bireyin rasyonel olmayışının da kanıtlarından bir olarak ortaya çıkmaktadır. Uzmanlar ve bireyler arasında yaşanan görüş farklılıklarının bir kısmı da risk algılamalarındaki farklılıklara dayanmaktadır (Sjöberg, Moen ve Rundmo, 2004).

Risk algısı, bireylerin belirsiz bir durum veya yeni bir teknoloji karşısındaki ölçüm ve değerlendirmelerini etkileyen bir davranış kalıbıdır. Risk algısı bireyler arasında değişmekle birlikte belirsizlik altında sezgilerine dayanarak karar vermek durumunda olan uzmanlarda dahi risk algısında farklılıklar görülmektedir. Gelişen teknolojiye, artan yaşam süresine ve gelirlerdeki artışlara rağmen bireyler risk karşısında daha fazla duyarlı hale gelmektedir ve riskten uzaklaşmaktadırlar (Slovic, 1987).

Geleneksel varlık fiyatlama teorileri hisse senedi piyasalarına katılımı tamamlanmış olarak varsaymaktadırlar. Ampirik bulgular ise bireylerin büyük bir çoğunluğunun limitli sayıda piyasada işlem yaptığını ortaya koymaktadır. Hisse senedi piyasalarına olan bu limitli katılım piyasalardaki likiditeyi azaltmaktadır ve azalan likidite piyasalarda volatiliteye yol açmaktadır. Hisse senedi piyasasında oluşan bu risklilik hali, risk sevmeyen yatırımcıların hisse senedi piyasalarından uzak durmasına yol açmaktadır. Bireylerin hisse senedi piyasalarından uzak durmasına neden olan bir başka etken olarak piyasalardaki işlem ve bilgi maliyetleri gösterilmektedir (Allen ve Gale, 1994: 935).

Bireysel yatırımcılar piyasalarda yaşanan dalgalanmalardan kaynaklı olarak karşılaşılabilecekleri risklerin yanında hisse senedi piyasalarında aldatılma riski ile de karşılaşmaktadırlar. Hisse senedi piyasasına katılıma etki eden modern faktörlerden biri olan güvenin mevcut aldatılma riskinden kaynaklandığını ve güven ile hisse senedi piyasasındaki katılım paralel doğrultuda hareket etmektedir (Guiso, Sapienza ve Zingales, 2008: 2558).

Hisse senedi piyasası katılımcılarının risk iştahları tahvil piyasası yatırımcılarına kıyasla daha fazla bulunmaktadır. Ayrıca servet düzeyi yüksek olan hane halkının, riskli varlıklara karşı daha temkinli davranmakta ve riske karşı isteksiz bir tutum sergilemektedir. Bireysel yatırımcıların riskten kaçınma davranışları küçükten büyüğe doğru sırasıyla hisse senedi sahibi, tahvil sahibi ve her iki türde riskli finansal araca yatırım yapan yüksek düzey servet sahipleri şeklinde sınıflandırılmaktadır (Jorgensen ve Attanasio, 2003: 384).

Belirsizliğin yüksek ve katılımcıların isteksiz olduğu durumlarda hisse senedi piyasasına olan katılım azalmaktadır ve bu durum hisse senedi priminde düşüşe yol açmaktadır. Bu durum literatürde hisse senedi piyasası katılımcılarının risk iştahsızlığı olarak belirtilmektedir (Cao, Wang ve Zang, 2005: 1220).

Ayrıca, bireyler tasarruflarını yatırıma dönüştürecekleri zaman risksiz varlıklardan riskli varlıklara doğru bir skalada karar vermektedir ve bireylerin yaşamlarındaki gelir riski, konut fiyatı veya kira ücreti riski gibi hisse senedi piyasası riski ile doğrudan ilişkisi olmayan risklerin de hisse senedi piyasasına katılım kararlarının alınmasında dolaylı yoldan etkisi bulunmaktadır (Barberis, Huang ve Thaler, 2006).

2.2. HİSSE SENEDİ PİYASASINA KATILIMA ETKİ EDEN MODERN FAKTÖRLER

Geleneksel faktörler hisse senedi piyasasına olan katılımı, genel anlamda Mehra ve Prescott (1985) tarafından ortaya atılan ‘hisse senedi primi çelişkisini’ anlamaya yönelik olarak gerçekleştirilmiştir.

Hisse senedi piyasasına katılımın iki farklı türü olan doğrudan bir aracı kuruluş üzerinden hisse senedi alınıp satılması şeklinde olan katılım ile uzmanlar tarafından

yönetilen emeklilik ve yatırım fonları gibi kurumlar üzerinden gerçekleştirilen dolaylı hisse senedi piyasasına katılımı anlamlandırmak için bu bölümdeki faktörler incelenmektedir. Fonların bireysel yatırımlara kıyasla çok daha yüksek meblağlar içermesi, ekonomi ve piyasalar üzerinde daha büyük etkisinin olmasından dolayı konuyla ilgili literatürde çokça çalışma yer almaktadır. Bireylerin hisse senedi piyasasına katılımına etki eden davranışsal faktörleri anlamlandırmaya yönelik çalışmalar ise 2000’li yıllarda hız kazanmıştır. Çalışmanın bundan sonraki kısmında literatürde yer alan ve hisse senedi piyasasına katılıma etki eden güven, internet ve teknoloji kullanımı, finansal okuryazarlık, sosyal ilişkiler ve etkileşim, IQ seviyesi ve bilgi paylaşımı gibi bir takım davranışsal ve karakteristik faktörlere yer verilmiştir.

2.2.1. Sosyal İlişkiler ve Etkileşim

Bireyler içinde buldukları grubun yaşam tarzına uygun davranışlar göstermektedir ve grup tarafından oluşturulan sosyal normlara göre hareket etmektedir. Gruba yeni katılan bireyler iletişim ve etkileşim yoluyla grup normlarını öğrenmekte ve ona göre tutum geliştirmektedir. Bu yaklaşım yatırım davranışı için de geçerli olmaktadır ve içinde bulunulan grubun sosyal normları bireyin yatırım kararlarına etkide bulunmaktadır. Örneğin sosyal etkileşimde bulunulan grup üyeleri arasında kısa vadeli günlük alım satım işlemleri konuşuluyorsa, grubun üyesi birey de spekülatif kısa vadeli işlemlerde bulunacaktır. Burada bireyin karakteristiği (sosyal olup olmamasına göre), sosyal normların birey davranışı üzerindeki etkisini değiştirmektedir. Bir başka deyişle sosyal bireyler grup normlarından daha fazla etkilenmektedir (Baker ve Nofsinger, 2002: 110).

Sosyal etkileşimin hisse senedi piyasasına katılıma olan etkisi sürü psikolojisi bağlamında da ele alınmaktadır. Sürü davranışı, hisse senedi piyasalarında yaşanan yatırım davranışlarının taklit edilmesi durumu olarak da nitelendirilmektedir. Buna göre gözlem yaparak öğrenme ve sürü davranışının hisse senedi piyasasındaki katılımcılarının davranışlarını etkilediği öne sürülmektedir. Sürü davranışının faktörleri olarak ünlülük etkisi, enformasyon etkisi, direk kazanç etkisi, tercih etkisi ve mükemmel olmayan rasyonellik gösterilmektedir. Bazı fon yöneticileri, sürü davranışı faktörlerinden biri olan ünlülük etkisini kullanarak rasyonel davranmayan bireysel yatırımcıların birikimlerinin değerini azaltmaktadır (Hirshleifer ve Teoh,

2003: 25). Bireyler, yatırım ve finansal işlemler de dâhil olmak üzere her türlü aktivitede diğer bireyler tarafından etkilenmektedir. Örneğin, Dünya'nın en zengin hisse senedi yatırımcılarından birisi olan Warren Buffett'in sahip olduğu şirket bir hisse senedi veya emtia aldığı anda birçok yatırımcı tarafından takip edilmektedir ve fiyatlar değişime uğramaktadır.

Bu durum Türkiye sermaye piyasası olan Borsa İstanbul (BIST)'da yüksek fon kaynaklarına sahip olan ve özellikle yabancı yatırımcıların yatırım yaptıkları Deutsche Bank ve Citibank gibi aracı kurumların da bireysel ve kurumsal yerli yatırımcılar tarafından takip edilerek aynı varlıklara yatırım yapılması şeklinde kendini göstermiştir. Bu durum piyasalarda dalgalanmalara ve sonuç olarak riskin artmasına yol açmaktadır.

Türkiye sermaye piyasasında bu duruma önlem olarak, MKK (Merkezi Kayıt Kuruluşu) tarafından alınan ve Takas Bank tarafından kamuya açıklanan verilerin Borsa İstanbul Bilgi Dağıtım Sözleşmesi (2011) gereği ancak takasın gerçekleştiği iş gününün sonunda duyurulması yöntemi geliştirilmiştir. Spekülasyon ve manipülasyona yol açan bu davranışlar piyasaların etkin bir şekilde çalışmasına engel olup SPK (Sermaye Piyasası Kurulu) tarafından yasaklanmış bulunmaktadır.

Servet, eğitim ve etnik köken gibi hisse senedi piyasasına katılıma etki eden değişkenler sabit tutulduğunda, sosyal etkileşimin hisse senedi piyasasına katılımda anlamlı bir değişken olduğu bilinmektedir. Ancak, sosyal etkileşimde bulunulan toplumun diğer bireylerinin hisse senedi piyasasına katılımda bulunması önemli bir etkendir. Buna göre sosyal etkileşimde bulunmanın hisse senedi piyasasına katılımda etki etmesi için etkileşimde bulunulan kişilerin de hisse senedi piyasasında katılımcı olması gerekmektedir. Bir başka deyişle sosyal etkileşim tek başına hisse senedi piyasasına katılıma etki eden bir değişken değildir. (Hong vd., 2004: 139).

Bazı yatırımcılar hisse senedi piyasalarına emeklilik fonları gibi fonlar aracılığı ile dolaylı yoldan katılmaktadırlar. Emeklilik fonları üzerinde devletler tarafından uygulanan bir takım özendirici vergi teşviklerinin, bireylerin bu fonlara katılımlarında açıklayıcı bir etken olarak görülmediği tespit edilmiştir. Bireyler sosyal çevrelerindeki bireyleri izleyerek grup normları ve inanışları hakkında bilgi

sahibi olurlar, tasarruf ve yatırımlarını içinde buldukları sosyal grubun ortalamasına yaklaştırırlar. Aynı bölümde çalışan kişilerin emeklilik planları ve fonlara ilişkin program girdilerinin ortak özellikler taşıması, bireylerin hisse senedi piyasasına olan katılım davranışları üzerindeki sosyal etkileşimin önemini göstermektedir. Ayrıca, sosyal ilişki sebebi ile hisse senedi piyasasına katılımın düzeyi yaşa, görev süresine ve gelire göre de değişiklik göstermektedir (Duflo ve Saez, 2002: 146).

İş yerindeki sosyal etkileşim benzer gelir düzeylerine sahip iş arkadaşları arasında olabildiği gibi işveren ve çalışan arasında da olabilmektedir. Bu durumda etkileşim yolu ile hisse senedi piyasalarına katılım dolaylı yoldan gerçekleşmektedir. İşverenler tarafından çalışanların gelirlerinden kaynağından otomatik olarak kesinti yaparak, çalışanlarına hisse senedi, emeklilik fonu veya para piyasasında yatırımlar sunması bireylerin piyasalara olan katılımını arttırmaktadır. Çalışanların istedikleri zaman bu yatırımları terk etme hakları olmasına rağmen çok az sayıda çalışanın yatırımını nakde çevirdiği tespit edilmiştir. Çalışanların birikimlerinin işverenler tarafından yönlendirilmesine ve bu durumun çalışanlar tarafından kabul edilmesine literatürde '*tavsiyenin gücü*' olarak nitelendirilmektedir, bunun yanında bireylerin yatırım kararlarını değiştirmelerinde ortaya çıkacak maliyetlerden sakınmalarından dolayı statükoyu devam ettirmeleri de ortaya konan bir diğer bulgudur (Madrian ve Shea, 2001: 1184).

Amerikan makro ölçeğinde bireyin hisse senedi piyasasına katılımında güçlü bir toplum etkisi olduğu tespit edilmiştir. Literatürde soysal etkileşimin piyasalara katılıma etkisini ölçerken diğer faktörleri (demografik, finansal eğitim veya dış faktörler) sabit tutarak sadece ağızdan ağza etkileşimin piyasalara katılıma olan etkisi tespit edilmiştir, sonuç olarak daha sosyal gruplarda katılımın da fazla olduğu belirtilmiştir (Brown, Ivkovic, Smith ve Weisbenner, 2008: 1509)

Bireyler ekonomik kararlar üzerinde birbirlerini kısıtlamalar, beklentiler ve tercihler olarak üç kanal üzerinden etkilemektedirler. Buna göre kısıtlamalar etkileşiminde, bireylerin ortak bir değere olan talebi, sabit miktardaki arz (kaynaklardaki kısıtlılık) sebebi ile fiyatlarda bir artışa neden olmaktadır. Piyasada yaşanan bu kısıtlılık etkileşimi negatif kısıtlılık etkileşimine örnek gösterilmektedir. Bunun yanında

araştırma ve geliştirmeye katılım kararı, üretimi arttırması dolayısı ile pozitif kısıtlılık etkileşimine örnek gösterilmektedir. Bireyler birbirlerinin hareketlerini ve bu hareketlerin beklenen sonuçlarını gözlemleyerek beklenti etkileşiminde bulunurlar. Diğer bir etkileşim kanalı olan tercihler etkileşiminde, bireylerin tercihlerinin sonuçları diğer bireylerin fayda fonksiyonuna etki etmektedir (Manski, 2000: 120).

Hisse senedi piyasalarına olan katılım bireylerin buldukları sosyal gruplara göre değişiklik göstermektedir. Örneğin, Amerika'da yerel halkının yüzde 34'ü hisse senedi piyasasına katılırken göçmen olanların sadece yüzde 20'si hisse senedi piyasasına katılım göstermektedir. Buna göre Amerika'da daha fazla süre bulunan ve dolayısı ile daha fazla sosyal etkileşimde bulunan göçmenlerin hisse senedi piyasasına daha fazla katılım gösterdikleri tespit edilmiştir. Bunun yanında iletişimin aracı olan dilin kullanımı da sosyal etkileşimi arttırdığından hisse senedi piyasasına katılıma etkide bulunmaktadır. Ayrıca tarihinde birçok defa kriz yaşayan, finansal piyasalara ve bankalar güvenin olmadığı ülkelerden göç edenlerin göç ettikleri ülke piyasalarına katılım da düşük gerçekleşmektedir (Osili ve Paulson, 2007: 20).

Özellikle sosyal öğrenmenin fazla olduğu çevrelerde, bireyler etraflarındaki akranlarının hisse senedi piyasasındaki performansından etkilenerek hisse senedi piyasasına katılım gösterebilmektedir. İnternet ve teknoloji patlamasının yaşandığı 1990'lu yıllarda piyasalarda yaşanan zirve noktalar aynı zamanda hisse senedi piyasasına katılımın da en yüksek olduğu zamanlardır. Ayrıca sadece pozitif getiriler ile hisse senedi piyasasına katılım arasında ilişki tespit edilirken negatif getirilerin hisse senedi piyasalarına katılım üzerinde bir etkisi bulunmamaktadır (Kaustia ve Knüpfer, 2012: 321).

Sosyal normların hisse senedi piyasasına katılıma teşvik etkisinin yanında bazı durumlarda da yatırımcıları mikro ölçekte hisse senetlerinden ve makro ölçekte hisse senedi piyasasından uzakta tutmaktadır. Literatürde yapılan çalışmalar sigara, alkol ve kumar gibi alanlarda faaliyet gösteren işletmelerin senetlerine kurumsal yatırımcılar tarafından yüzde 18 daha az katılım olduğunu ve analistler tarafından da yüzde 21 daha az değerlendirme aldığı belirtilmektedir. Bu durum bu tarz hisselerin

değerinden daha düşük fiyatlanmasına ve beklenen getirinin de yükselmesine yol açmaktadır (Hong ve Kacperczyk, 2008: 15).

Kültür, etnik, dinsel ve sosyal grupların oluşturdukları geleneksel inanç ve değerlerin çok fazla değişime uğramadan nesilden nesile aktarılması olarak tanımlanmaktadır. Kültürün durağan faktörlerinden etnisite ve dini inançların ekonomik çıktılar üzerinde bir takım etkileri bulunduğu bilinmektedir. Finansal kararlar alırken konuyla ilgili daha önceden hiçbir deneyimin ve bilginin olmaması dolayısı ile oluşan boşluğu üyesi olunan sosyal grubun veya toplumun kültürü tarafından edinilen inanışlarla doldurulmaktadır. Bunların yanında hisse senedi piyasasına katılıma etki eden modern faktörlerden bir tanesi de güven faktörü olarak bilinmektedir. Kültürün güven faktörü üzerinde de etkisi bulunmaktadır (Guiso vd., 2006: 23).

2.2.2. Güven Faktörü

Güven, özellikle belirsizlik durumlarında ve kriz durumlarında bireylerin birbirleri ile olumlu etkileşimlerinde merkezi bir göreve sahiptir. Güven faktörünün önemliliği iletişim, liderlik, yönetim ve oyun teorisi ile ilgili alanlarda ortaya konulmuştur. Riskin bulunduğu bir ortamda yatırım yapılabilmesi için güven kavramına ihtiyaç duyulmaktadır. Bir başka deyişle güven faktörüne olan ihtiyaç sadece riskli durumlarda ortaya çıkmaktadır. Bunun yanında risk algısı ve güven arasındaki ilişkinin karışıklığı güven faktörü üzerinde net bir tanımın konulamaması problemini ortaya çıkarmıştır. Güven kavramının ortaya çıkması için, güvenen ve güvenilen taraf olmak üzere en az iki taraftan söz etmek gerekmektedir. Güven en genel tanımı itibariyle, güvenen taraf için önemli bir konu üzerinde karşı tarafın hareketlerine karşı savunmasız olma isteği ve ne olursa olsun güvenilen tarafı kontrol etmeme hali olarak belirtilmektedir (Mayer, Davis ve Schoorman, 1995: 712).

Ekonomindeki en temel varsayımlardan bir tanesi bireylerin kendi çıkarları doğrultusunda hareket etmesidir. Bireyin tercihlerinde kendi çıkarı dışında bir harekette bulunması rasyonel olmayan hareket olarak nitelendirilmektedir. Bununla birlikte bazı grup etkileşimlerinde, her bireyin sadece kendi çıkarları peşinden gitmesi bireylerden hiç birinin bu ilişkiden fayda sağlayamaması ile

sonuçlanmaktadır. Taraflar arasında yapılan işlemler sebebi ile oluşan itibar, yapılan işlemlerin bir sözleşmeye bağlanması veya hileli işlem sonucunda bir cezanın olması faktörü dışında karşılıklı çıkarlar doğrultusunda ekonomik işlemlerin meydana gelmesinin en temel faktörü olarak güven gösterilmektedir (Berg, Dickhout ve McCabe, 1995: 123).

Güven kavramının ortaya çıkması için gerekli olan, riskin ve birden fazla tarafın mevcut olması koşulu hisse senedi piyasası bağlamında ortaya çıkmaktadır. Bir başka deyişle hisse senedi piyasasına katılımında güven faktörü önemli bir rol oynamaktadır. Burada dikkat edilmesi gereken konu güven faktörünün işbirliği ile karıştırılmaması gerektiğidir. İşbirliği zorunlu sebeplerden dolayı da ortaya çıkabilirken güven için böyle bir durum bulunmamaktadır.

Güven bağımsız değişkeni ve ekonomideki birimler (şirketler, piyasalar...) arasındaki etkileşim literatürde birçok çalışmada görülmektedir (Bkz. Putnam (1993, 1995), Porta vd. (1996), Knack vd. (2003)).

Güven kavramı makro ölçekte ele alındığında, güven faktörleri düşük olan toplumların yatırıma daha az yöneldikleri, ekonomik büyümelerinin de daha az olduğu ve bunun sonucunda yoksulluk tuzağına yakalandıkları tespit edilmiştir. Mikro ölçekte değerlendirildiğinde ise güven kavramı maliyet düşürücü bir kavram olarak nitelendirilmektedir. Sosyal, ekonomik ve kurumsal çevrenin adil ve güvenilir olduğu bir ortamda bireyler aracı kurumlarını seçmede daha az zaman harcayacaklardır ve bu zamanlarını daha verimli olan üretim faaliyetlerine aktaracaklardır. Aracı kuruluşlara yatırılan tasarrufların gerçek getirilerini ancak aracı kuruluşlardaki yöneticiler bilmektedir ve bu durum temsilcilik problemini ortaya çıkarmaktadır. Hisse senedi piyasalarındaki teknolojik gelişim tarafların yatırım işlerini internet üzerinden, uzaktan yapmalarını sağlamıştır (Zak ve Knack, 1998: 295).

Temsilci ve temsil edilen arasındaki sosyal mesafenin artması işlemlere daha fazla hile karıştırılmasına yol açmıştır ve temsilcilik maliyetlerini arttırmıştır. Piyasalarda yaşanan bu teknolojik gelişmeler hisse senedi piyasalarına katılımında güven faktörünün de önemini arttırmaktadır.

Avrupa ülkelerinin tamamını kapsayan bir hisse senedi piyasasının bulunmaması ve farklı Avrupa ülkelerindeki değişen katılımlı oranları toplumda meydana gelen farklı sosyal etkileşim ve güven endeksi perspektifinde anlamlandırılmıştır. Hisse senedi piyasasına katılımda etkide bulunan bu faktörlerden güven ve sosyal etkileşim arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Avrupa’da kurulabilecek daha kapsamlı bir hisse senedi piyasasını değerlendirmek için yapılan çalışmalarda, sosyal etkileşimin yüksek olduğu İsveç, Danimarka ve İsviçre’de katılımın yüksek oranlarda gerçekleştiği bunun yanında güvenin düzeyinin düşük tespit edildiği İtalya, Avusturya ve İspanya gibi ülkelerde hisse senedi piyasasına katılımın düşük oranlarda gerçekleştiği belirtilmektedir (Georgarakos ve Pasini, 2011: 693).

Güven faktörü bir sosyal sermaye olarak değerlendirilmektedir ve bireylerin yatırım kararlarında etkide bulunmaktadır. Finansın en temel tanımı ile fonların gelecekte belirli bir getiri artışı ile el değiştirmesi olarak düşünüldüğünde güven kavramının finansal piyasaların gelişimindeki önemi ortaya çıkmaktadır. Sosyal sermayesi yüksek toplumlarda bireyler birbirlerine daha fazla güvenmektedirler çünkü güven sonucu oluşan iletişim ağı toplum için zararlı olabilecek sapmaları cezalandırma konusunda daha fazla fırsata sahip olmaktadır. Bu durumun doğal bir sonucu olarak da yüksek seviyede sosyal güvenin olduğu bölgelerdeki hane halkının para piyasaları yerine hisse senedi piyasasına yatırım yaptığı, daha fazla çek kullandığı, resmi olmayan krediler yerine daha çok kanunlara uygun krediler kullandığı tespit edilmiştir. Literatürde yapılan çalışmalar ülkeler arasındaki heterojenlikten dolayı ülkeler bazında mikro ölçekte ele alınmıştır. Hukuki yaptırımın az olduğu ve eğitim seviyesinin düşük olduğu bölgelerde güven değişkeninin piyasalara katılım üzerinde daha büyük etkisinin olduğu da tespit edilmiştir (Guiso vd., 2004: 527, 2008: 2557).

Bireyler arasındaki farklılıklar güven kavramını azaltan bir faktör olarak bilinmektedir. Aile bireyleri arasında paylaşılan değer ve benzerliklerin fazla oluşu güven faktörünü de arttırıcı bir etki yaratmaktadır. Bu durumun sonucu olarak hisse senedi piyasasına olan katılım toplumun en küçük yapı taşı olan aile bireyleri arasındaki ilişkiden de etkilenmektedir. Aile bireylerinden herhangi birinin hisse senedi piyasasına katılması diğer aile bireylerin hisse senedi piyasasına katılım tercihi göstermesi ihtimalini arttırmaktadır. Tersini durumda, aile bireylerinden

herhangi birinin hisse senedi piyasasını terk etmesi ile diğer aile bireylerinin aynı davranışı göstermesi arasında sürü psikolojisi dışında anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır (Li, 2011: 2).

İnternet kullanımı 1990'lı yıllardan itibaren yaygınlaşmaya başlaması ile birlikte kullanıcılarına interaktif bir çevre oluşturmuştur. Bu çevrede kime ve hangi bilgiye güvenileceği de araştırmaların temel konusunu oluşturmuştur.

2.2.3. İnternet ve Teknoloji Kullanımı

Literatürde hisse senedi piyasasına katılıma etki eden davranışsal faktörlerden biri olarak internet erişimi ve bilgisayar sahipliği gibi teknoloji kullanım düzeyi gösterilmektedir. Teknoloji kullanımı bilgi ve işlem maliyetlerini düşürmesi bakımından hisse senedi piyasasına katılıma etki etmektedir. Hisse senedi alım, satım ve saklanması işlemlerinin elektronik ortamlarda yapılması işlem maliyetlerinin azalmasına sebep olurken, halka açık şirketlerin finansal ve operasyonel bilgilerini elektronik ortamda kamuya açıklamak zorunda oluşları da bilgi maliyetlerini azaltmaktadır. Bunun yanında elektronik ortamda günün 24 saati mikro saniyeler içinde işlem yapılabiliyor olması da internet üzerinden hisse senedi piyasasına katılımın getirdiği avantajlardandır.

Araştırmalar 1996 yılında internet ortamında 1,5 milyon civarında hisse senedi komisyoncusu hesabı olduğunu ve bu rakamın 2000'li yılların başında internet ve bilgisayar kullanımının yaygınlaşması ile 14,4 milyona ulaşacağını belirtmektedir. İnternet üzerinden hisse senedi piyasası işlemi yapan yatırımcılar yılda ortalama 25 kez işlem yaparken geleneksel yatırımcılar ortalama 3 defa yatırım işlemi yapmaktadır. İnternet ortamında işlem miktarlarının ve hacimlerinin artması komisyonculara ödenen işlem maliyetlerini de azaltmıştır (Varian, 2008).

Amerika'daki 1990 sonrası dönemde yaşanan ekonomik ve finansal gelişmeleri yeni ekonomi olarak tanımlanmaktadır. Bu tanıma kaynak olarak da internet teknolojisinde yaşanan gelişmeleri ve bilgisayar kullanımındaki artışı gösterilmektedir (Jermann ve Quadrini, 2007).

Günümüzde ‘New York Stock Exchange (NYSE)’ de işlem gören hisse senetlerinin yüzde 98’den fazlasının elektronik ortamda alınıp satılıyor olması bilgisayar teknolojilerinin önemini ortaya koymaktadır. Elektronik piyasaların Amerika’da işlem maliyetlerini düşürdüğü, alım ve satım fiyatları arasındaki farkı yaklaşık olarak yüzde 97 oranında azaltmıştır. İşlem maliyetlerindeki bu düşüş işlem hacminin artmasına ve piyasaya katılıma sebep olmaktadır. Literatürde yapılan çalışmalar, bilgisayar teknolojilerinin hisse senedi piyasasına katılımda kullanılan bir araç olmaktan çıkarak insanlar yerine alım satım kararları veren daha bağımsız bir araç olmaya evrildiği, ayrıca NYSE gibi borsaların ve aracı kurumların birleşmelere giderek piyasadaki fonksiyonlarını son aşamada bilgisayarlara devredeceği öngörüsünde bulunmaktadır (Stoll, 2006: 154).

Hisse senedi piyasasına olan katılım son 30 yılda yüzde 30,6’dan yüzde 40,6’ya yükselmiştir. Bu durumun en büyük nedenlerinden biri olarak 1990’lı yıllarda meydana gelen internet ve teknoloji balonu gösterilmektedir. Bilgisayar teknolojilerinin hisse senedi piyasasına giriş maliyetlerini düşürdüğünü dolayısı ile çok daha fazla hane halkının hisse senedi piyasasına katılım gösterdiği ve bu durumun da toplumdaki servet eşitsizliklerini giderici bir etkisi olduğu çalışmalarla ortaya konmuştur. Ayrıca katılım maliyetlerindeki bu düşüş sermaye risk priminde de düşüşe yol açmıştır ve sermaye risk primi bulmacasının bir boyutu çözülmüştür (Favilikus, 2012: 741).

Sosyal etkileşimin bilgi paylaşımını arttırarak hisse senedi piyasasına katılım maliyetlerini düşürmekte, bilgisayar ve internet teknolojilerinin de bu bilgi paylaşım sürecinde etkin rol almaktadır (Li, 2011: 1).

İnternetin ve teknolojinin kullanımı maliyetleri düşürmekte ve hisse senedi piyasasına erişimi kolaylaştırarak piyasadaki aksaklıkları ortadan kaldırmaktadır. Bir başka deyişle piyasalar etkin piyasa hipotezine internet ve teknoloji yardımıyla yaklaşmaktadır. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomileri ayrı olarak ele alındığında internet teknolojilerinin hisse senedi piyasalarına olan katkısı bir farklılık göstermemektedir. Amerika ve Güney Kore sermaye piyasası örneklemini üzerinde yapılan çalışmalarda, Amerika’da internet üzerinden işlem yapan yatırımcıların portföyünün değerinin 3 trilyon dolardan daha fazla olduğunu ve 2001 yılında

Kore’de hisse senedi piyasası toplam işlem hacminin yüzde 59’unu oluşturduğu belirtilmiştir (Sevim ve Temizel, 2009: 140).

İnternet aracılığı ile çevrimiçi olarak hisse senedi piyasasına katılımın bir başka boyutu da gündelik yaşamdaki rutinden sıkılan bireylerin iş dışında yaptıkları faaliyetlerde risk almayı nihai hedef haline getirmeleri (edgework) kuramsal temelinde, internet teknolojisinin hisse senedi piyasasına katılım önündeki bariyerleri kaldırması sonucunda yatırımcıların sadece risk almak için piyasaya katılım göstermesidir (Zwick, 2006: 17).

Dünya’da hisse senedi piyasalarına katılımında internetin dominant bir araç olarak kullanılmadığı ülkeler de bulunmaktadır. Bu duruma gelişmekte olan piyasalardan biri olan Malezya örnek gösterilebilir. Burada piyasa katılımcıların yalnızca yüzde 34.7’sinin internet üzerinden hisse senedi alım satım işlemi yapmaktadır. Bu durumun oluşmasında bilgisayar kullanımının ve internet erişiminin bir etken olmadığı, hisse senedi piyasasına katılan bireylerin yüzde 90’nın bilgisayara ve internete erişiminin olduğu belirtilmektedir. Hisse senedi piyasasına katılımında internet ve bilgisayar kullanımının Malezya’da etkin olmaması ülkedeki kolektivist kültüre dayanmaktadır. Bilindiği üzere sosyal etkileşimin de hisse senedi piyasasına katılım üzerinde etkisi bulunmaktadır. İnternet üzerinden hisse senedi piyasasına katılımı arttırmak için kolektivist kültürde önemli olan arkadaşlık, aile veya ağızdan ağza pazarlama gibi kavramları ön plana çıkarılması gerekli olmaktadır (Ramayah vd., 2009: 1222).

Günümüz borsalarında faaliyet gösteren halka açık işletmeler internet aracılığı ile ilişkilerini düzenlemektedirler. Hisseleri halka açık işletmeler, mali tablolarını, yatırımlarını, kar dağıtım kararlarını ve daha birçok bilgiyi yatırımcılarına internet üzerinden duyurmaktadırlar. Amerika, İngiltere ve İskandinav ülkeleri gibi hisse senedi piyasasına katılımın yüksek olduğu piyasalarda, internet üzerinden yatırımcı ilişkilerinin de gelişmiş seviyede olduğu gözlenmektedir (Geerings, Bollen ve Hassink, 2003: 567).

Türkiye örneklimi üzerinde yapılan çalışmalar, bireylerin her gün interneti kullanma oranlarını yüzde 70 gibi yüksek bir oranda tespit etmektedir. Piyasadaki bilgiye eşit

şekilde ve güvenli bir şekilde ulaşmayı isteyen yatırımcıların büyük bir çoğunluğu yatırım kararı alırken interneti kullanmamaktadır (Karasioğlu ve Çam, 2007). Bunun yanında yapılan çalışmalar hisse senedi piyasasına katılımcıların yalnızca yüzde 5,94'ünün interneti hisse senedi piyasasına katılım için kullandığını tespit etmiştir (Çakmak, Güneşer ve Terzi, 2011: 21). Bu durum Türkiye'deki hisse senedi piyasasına katılımı açıklamada internetin istatistiksel olarak düşük düzeyde kaldığını göstermektedir. Ayrıca, Türkiye'de 2000 yılından itibaren elektronik ortamda BIST'e erişimin, işlem hacminde ve aracı kuruluş sayısında bir artışa neden olmakta, aynı zamanda yabancı yatırımcılar da Türkiye'de alım satım işlemlerini kolaylıkla yapabilmektedirler (Coşkun, 2002: 87).

Hisse senedi piyasasına aracılık eden kurumların arasındaki rekabetin artması dolayısı ile internet üzerinden hisse senedi piyasalarına katılım hizmeti veren kurumların sayısı da artmaktadır. Düzenleyici kuruluşların piyasaları yatırımcılar açısından daha güvenilir hale getirmesi de piyasalardaki bilgi ve işlem maliyetlerini düşürecek bir diğer etkidir. Literatürdeki çalışmalara göre, 1999 yılında aracılık hizmeti sağlayan 127 aracı kurumdan sadece 62 tanesinin kendine ait internet sitesi varken bunlardan da yalnız 23 tanesi internet üzerinden sermaye piyasası işlemi yapma hizmeti sunmaktadır. Bu kurumların yatırımcılara internet hizmeti sunması ile birlikte hisse senedi piyasalarına olan katılım da artmıştır (Anbar, 2001: 1).

İnternet doğası gereği yatırımcılar arasında ve hisse senedine yatırım yapılan şirketler ile yatırımcılar arasında (yatırımcı ilişkileri), fikir ve bilgi paylaşımında bulunulabilecek güçlü bir iletişim kanalı oluşturmaktadır. İnternetin hisse senedi piyasalarına katılımı ve etkin piyasaların gerçekleşmesine yönelik olarak sağladığı bu katkıların yanında bir takım olumsuz sonuçlar da ortaya çıkmaktadır. İnternetin yatırımcılar üzerinde aşırı özgüven duygusu yaratarak zayıf alım ve satım kararlarına sebep olduğu belirtilmektedir. İnternetin bir diğer olumsuz etkisi de yatırımcıların işlem hacimlerini arttırmasıdır ve artan işlem hacmi sonucunda daha fazla maliyete katlanmasıdır (Baker ve Nofsinger, 2002: 97).

Literatürde yapılan çalışmalar hisse senedi piyasasına katılımın gelişmesinde internet teknolojisinin etki ettiği üç boyutu ortaya koymaktadır. Bunlar; likit bir ikincil piyasa, yeterli ve doğru bilgi ve yatırımcı haklarının korunmasıdır. İlk iki boyut, alan

literatüründe yeterince yer bulmaktadır. Yönetim kurulu toplantılarının internet sayesinde geniş yatırımcı topluluklarına ulaştırıldığı belirtilmiştir. Buna göre içeriden bilgi alan çalışanların (inside trader) takibinin zorlaşması, maliyetlerin düşmesi sonucunda deneyimsiz ve ham veriyi yorumlayamayan yatırımcıların piyasaya spekülasyon amaçlarıyla katılması gibi olumsuz sonuçlar belirtilmektedir (Avalio, Gildor ve Schleifer, 2001: 29).

Geleneksel yollarla (telefon, fax, v.b.) hisse senedi piyasasına katılımı daha fazla aracı kurum tavsiyesine başvurulduğu, bunun yanında internet ortamında piyasaya katılım gösteren yatırımcıların daha çeşitli bilgi kaynaklarına (blog, ekonomist görüşleri, tavsiye siteleri v.b.) ücretsiz olarak başvurdukları bilinmektedir. İnternette elde edilen bu fazla veri 'bilgi karmaşasına' ve aşırı özgüvene yol açarak bireysel yatırımcıların yanlış yatırım kararları vermelerine neden olabilmektedir (Barber ve Odean, 2001: 41).

Yapılan çalışmalar internet ve bilgisayar kullanımının son 10 yıldaki artışının hisse senedi piyasasına katılıma üzerindeki etkisinin gelirdeki \$27.000'lık artışa veya ortalama 2 yıllık eğitim seviyesindeki bir artışa eşit olduğunu belirtmektedir. Ayrıca piyasaların yükseliş eğiliminde dahi hisse senedi piyasasına katılımı farklılık görülmezken internetin hisse senedi piyasalarındaki maliyetleri düşürmesiyle birlikte piyasaya katılımı ciddi artışların görüldüğü tespit edilmiştir (Bogan, 2008: 191).

Hisse senedi piyasalarına katılımı arttırmak için gençler arasında bilgisayar kullanımının yaygınlaştırılması, internet ortamının daha güvenli hale getirilmesi ve internet üzerinden hizmet aracı kuruluşların yaygınlaşması gerekmektedir (Singh, Sandhu ve Kundu, 2010).

2.2.4. Finansal Okuryazarlık

Teknolojik gelişmelerin sonucu olarak finansal piyasa ve finansal ürünlerde de zamanla hızlı değişimler ve çeşitlenmeler yaşanmıştır. Finansal varlıklarla ilgili bilgilerin çok kısa zaman dilimlerinde ve genelde ücretsiz olarak yatırımcılara ulaşması yatırımcıların ve tasarruf sahiplerinin yorum gücünün önemini ortaya çıkarmıştır. Tarafların ihtiyaçlarına daha iyi cevap verebilecek olan çeşitlendirilmiş

ürünler hakkında bilgi sahibi olması ve bu ürünler için gerekli değerlemelerin yapılması finansal karar alma sürecinde oldukça önem arz etmektedir. Ham bilginin işlenerek karar alma ihtiyacına cevap verebilecek niteliğini kazanması da bireylerin finansal okuryazarlık yetisi ile mümkün olmaktadır. Amerika’da finansal okuryazarlığı arttırmak için ‘Amerikan Eğitim Konseyi, ‘Finansal Okuryazarlık Eğitim Komisyonu, çeşitli kampanyalar ve kar amacı gütmeyen kuruluşlar’ bulunmaktadır.

Finansal okuryazarlık, para kullanımı ve yönetimi ile ilgili konularda bilinçli ve etkili karar alma yeteneği olarak tanımlanmaktadır (Noctor vd., 1992’den aktaran Marcolin ve Abraham, 2006: 2).

Finansal okuryazarlığın genelde finansal karar almayı ve özelde hisse senedi piyasasına katılımı, emeklilik fonları yönetimini, varlık çeşitlendirmesini ve finansal okuryazarlığın değerlendirilmesini nasıl etkilediği üzerine ilgili yazında çokça çalışma mevcuttur. Finansal okuryazarlık konusu ile ilgili özellikle Lusardi (2006, 2007, 2008, 2011a, 2011b, 2012) tarafından birçok araştırma gerçekleştirilmiştir.

Bireyler hisse senedi piyasalarına, dolaylı yollardan biri olan, bireysel emeklilik sistemi katılım fonları aracılığıyla da katılım gerçekleştirebilmektedirler. Emeklilik birikimlerinin yeterli olmadığı endişesini taşıyan bireyler bu tarz fonlara daha fazla yönelmektedirler. Diğer bir yandan bireylerin uygun emeklilik planları yapamamaları, bilgi maliyetlerinin yüksek olması ve sermaye piyasası varlıklarının karışık yapıda olması, bireyleri hisse senedi piyasasına katılımdan uzak tutmaktadır. Bireylerin enflasyon ve faiz hesaplamaları gibi temel finansal konularda okuryazarlığa sahip olması hisse senedi piyasasına katılım önündeki planlama, bilgi maliyeti ve varlıkların karmaşıklığı gibi engelleri ortadan kaldırmaktadır (Lusardi ve Mitchell, 2006: 1).

Günümüzün liberalleşen ekonomisinde, bireylerin hayatları ile ilgili olan finansal kararlar yetkisi devlet organlarından bireylerin kendilerine geçmektedir. Bununla birlikte çeşitlenen ve gelişen para ve sermaye piyasaları bireylerin bu alanlarda gelecekleri ile ilgili karar vermelerini zorlaştırmaktadır. Enflasyon ve faiz hesaplama gibi temel finans konularının yanında finansal piyasaların işleyiş yapısı, tahvil, bono,

hisse senedi ve varlık çeşitlendirmesi gibi ileri düzey finans soruları bireylerin finansal okuryazarlık düzeylerini ölçmek için kullanılmaktadır. Bu gibi konularda belirli bir düzeyde finansal okuryazarlığa sahip bireylerin uzun dönemli sermaye piyasası araçlarından biri olan hisse senedine yatırım yaptıkları tespit edilmiştir. Bunun yanında düşük düzeyde finansal okuryazarlığa sahip bireylerin finansal kararlarını daha çok çevrelerindeki insanların tavsiyelerine dayandırdığı tespit edilmiştir (Rooij, Lusardi ve Alessie, 2007: 2).

Finansal okuryazarlık seviyesi yüksek olan bireylerin düşük olan bireylere göre servet düzeylerinde de bir takım farklılaşmalar meydana gelmektedir. Buna göre finansal seviyesi yüksek olan bireyler primi yüksek olan hisse senedi piyasasına yönelmektedir ve hisse senedi primi bulmacasını ortadan kaldırmaya dönük olarak hareket gerçekleştirmektedirler. Ayrıca finansal okuryazarlık kadınlar, eğitim seviyesi düşük bireyler ve bazı azınlık gruplar arasında daha düşük olarak tespit edilmektedir. Emeklilik planlamasında başarısızlığa, hisse senedi piyasasına olan katılım eksikliğine ve kötü borçlanma davranışına yol açan bu durum finans alanında verilebilecek temel düzey bir eğitimle giderilebilmektedir (Lusardi, 2008: 19).

Yapılan çalışmalar finansal okuryazarlığın gelişmiş ülkelerde dahi düşük düzeyde çıktığı şeklinde sonuçlar vermektedir. Ayrıca bu çalışmalarda katılımcıların finansal konularda kendilerine aşırı güven duymaktadırlar. Finansal okuryazarlık seviyesinin düşük, finansal konularda güvenin aşırı olduğu bireyler finansal konularda yanlış karar vermede diğer bireylere göre daha eğilimli olduğu bilinmektedir. Bireylerdeki bu duruma sebep olan etkenlerden bir tanesi de makro düzeyde yaşanan deneyimlerdir. Örnek olarak uzun yıllar enflasyon problemi ile mücadele eden İtalya'daki katılımcılar, enflasyon ile ilgili konularda daha fazla özgüvene sahip olmaktadır (Lusardi ve Mitchell, 2011: 9).

Bu çalışmaların dışında Lusardi ve Mitchell (2007, 2008, 2009) tarafından yapılan çalışmalarda sırasıyla; finansal planlama ve okuryazarlığın servet düzeyine güçlü bir etkisi olduğu, bu durumda finansal okuryazarlık ve finansal planlama yetkinliği bakımından en alttaki sosyal demografik faktörün kadınlar olduğu ve eğitim hayatlarında ekonomi ve finans ile ilgili dersler alan bireylerin daha yüksek finansal okuryazarlık düzeyine sahip olduğu tespit edilmiştir.

Hisse senedi piyasasına katılım gösteren bireylerin finansal okuryazarlık düzeylerinde de olumlu bir gelişme yaşanmaktadır. Bir başka deyişle finansal okuryazarlık ile hisse senedi piyasalarına katılım arasında karşılıklı bir etkileşim bulunmaktadır. Bu etkinliği ortadan kaldırmak adına hisse senedi piyasasına katılımı diğer bireylere göre düşük olan öğrenciler üzerinde yapılan çalışmalar, bu gruptaki finansal okuryazarlık düzeyini çok düşük olarak tespit etmiştir. Bu duruma etken olarak da üniversitelerdeki bireysel finans derslerinin zorunlu ve yeterli olmayışı gösterilmektedir (Chen ve Volpe, 1998: 107).

Hisse senedi piyasalarına dolaylı yatırım, yatırım fonları tarafından gerçekleştirilmektedir. Yatırım fonları izledikleri yatırım stratejilerine göre aktif ve pasif olarak ikiye ayrılmaktadırlar. Finansal okuryazarlık seviyesi yüksek yatırımcılar daha düşük komisyon oranlarından dolayı pasif yatırım fonlarını tercih etmektedirler. Ayrıca finansal okuryazarlık seviyesi düşük yatırımcıların geleneksel yatırım kanallarına yönelmesi sonucu daha fazla komisyon ücretlerine maruz kalmaktadır. Bunun yanında finansal okuryazarlık seviyesi yüksek yatırımcılar internet ve telefon gibi kanalları kullanarak yatırım maliyetlerini düşürmektedirler (Müller ve Weber, 2010: 126).

Literatürde yapılan çalışmalarda üzerinde uzlaşıya varılan bir finansal okuryazarlık yeterlilik düzeyi bulunmamaktadır. Bununla birlikte çalışmaların çoğunda finansal okuryazarlık düzeyi yetersiz olarak nitelendirilmektedir. Yapılan çalışmalara bir istisna olarak Alman hanehalkı üzerinde yapılan çalışmada finansal okuryazarlık düzeyi yüksek olarak tespit edilmiştir. Fakat bu çalışmanın, Lusardi (2007) tarafından geliştirilen finansal okuryazarlık ölçeğinin sadece üç sorusunun kullanılması (enflasyon, faiz ve risk) çalışmanın zayıf yönünü göstermektedir (Koenen, 2008: 30).

Üniversitede işletme ve ekonomi alanında eğitim gören öğrencilerin diğer alanlardaki (fen bilimleri, edebiyat...) öğrencilere göre bireysel finans konularına daha fazla ilgi gösterdikleri ve daha yüksek finansal okuryazarlık seviyelerine sahip oldukları bilinmektedir (Chen ve Volpe, 2002). Bununla birlikte okullarda verilen finansal eğitimlerin de bireylerin ileriki yaşamlarında finansal karar almalarında yetersiz olduğu eleştirisini getirilmektedir ve bireylerin finansal okuryazarlık düzeylerinin

arttırılması için piyasalarda deneyim kazanılması gerektiği önerilmektedir (Beal ve Delpachitra, 2003: 77).

Finansal okuryazarlık faktörünün bireyler üzerinde demografik olarak nasıl farklılaştığını incelendiğinde, bireylerin küçük yaşlarda finansal okuryazarlık konusunda eğitime daha yatkın oldukları fakat bu yatkınlığın yıllar geçtikçe azaldığı tespit edilmiştir. Bununla birlikte okullarda alınan finans derslerinin finansal okuryazarlık düzeyine ilerleyen dönemlerde etki etmediğini belirten çalışmalar da literatürde bulunmaktadır (Mandell, 2006). Buna göre lisede özellikle finans dersleri alan bireylerin mezuniyetlerinden 7 yıl sonra finansal okuryazarlık düzeylerinde, bu dersleri almayanlara göre bir farklılık olmadığı tespit edilmiştir. Bunun yerine, internetten katılım sağlanan ‘borsa oyunu’ gibi interaktif uygulamaların, piyasalara paralel veriler üzerinden sanal para ile işlem yapılması ile bireylerin finansal okuryazarlık düzeylerini arttırdığı belirtilmektedir (Mandell ve Klein, 2009: 21).

Finansal okuryazarlık düzeyi yüksek olan yatırımcıların hisse senedi piyasasına katılarak yüksek primlerden faydalanmalarının, bilgi ve işlem maliyetlerinin düşürmelerinin yanında daha çeşitlenmiş bir portföy oluşturarak risk çeşitlendirmede de daha başarılı olduğu bilinmektedir (Guiso ve Japelli, 2008: 13).

Finansal okuryazarlık alanında yapılan çalışmaların tamamına yakınında katılımcıların sorulara verdikleri doğru cevaplardan bir endeks oluşturulmakta fakat hangi seviyenin finansal okuryazarlık yeterlilik seviyesini belirttiği bilinmemektedir. Ayrıca finansal okuryazarlık anketlerinin ve mülakatlarının hedef grubunun büyük çoğunlukla öğrencileri kapsamaktadır. Finansal okuryazarlık kavramı finansal bilgi ve finansal karar alma uygulamalarından oluşmaktadır. Dolayısıyla iyi organize edilmiş bir finansal okuryazarlık ölçeği, finansal karar almayı ve bu kararların sonuçlarını tahmin etmede kullanılabilir (Huston, 2010: 305).

2.2.5. Bilişsel Zekâ

Hisse senedi piyasasına katılıma etki eden bir diğer modern davranışsal faktör bireylerin bilişsel seviyeleridir. Bireylerin doğru yatırım kararları verebilmeleri için çeşitli bilgi türleri arasında bir sentez oluşturmaları gerekmektedir. Teknoloji ve iletişim çağının bir getirisi olarak bilgi yığınları finansal piyasalarda da yatırımcı

davranışının temel unsurunu oluşturmaktadır. Bu bilginin işlenerek yatırım kararı halini almasındaki temel unsur bireylerin bilişsel kabiliyetleridir. Literatürdeki çalışmalarda, verilerinin bilişsel zekâ ile ilgili olan kısımları genellikle ülkelerin ordu kaynaklarından temin edilmiş olup genç erkek nüfusu yansıtmaktadır. Bunun yanında çalışmaların büyük bir bölümünde, bilişsel zekâ seviyesinin aritmetik boyutunun hisse senedi piyasasına katılım gibi finansal kararlar vermede etkili olduğu görülmektedir. Ayrıca zekâ seviyesi yüksek yatırımcılar hisse senedi piyasalarından göreceli olarak diğerlerine göre daha yüksek düzeyde getiri elde etmektedirler.

Bilişsel yetenekler, zekâ veya bilişsel zekâ olarak nitelendirilen kavramın literatürdeki tanımının oluşturulmasına yönelik olarak bir görüş birliği bulunmamaktadır. Zekâ, muhakeme yeteneği, plan yapma, problem çözme, soyut düşünme, karmaşık fikirleri kavrama ve çabuk öğrenme gibi kavramları içeren çok genel zihinsel bir yetenektir. Bununla birlikte bilişsel zekâ, zekâ testleri ile ölçülebilen bir kavramdır ve ölçü birimi 'Zekâ Katsayısı' olarak nitelendirilmektedir (Gottfredson, 1994: 12).

Bireyler deneyimden öğrenmelerine, etkili şekilde çevrelerine adapte olmalarına, karmaşık fikirleri anlamaya ve düşünce gücü ile engelleri aşmaya göre birbirinden farklılık göstermektedir. Bireyler arasındaki bu farklılıklar yüksek boyutlarda olabildiği gibi çeşitli durumlara ve ortamlara göre de farklılık gösterebilmektedir. Bireylerin farklı durumlara karşı geliştirdikleri bu farklı yaklaşımları zekâ kavramı ile açıklanmaktadır (Amerikan Psikoloji Derneği, 1995: 77).

Bilgiyi işleme yetisinin bireylerde limitli olması, bir takım dolaylı katılım maliyetleri oluşturmaktadır ve hisse senedi piyasalarına olan kısıtlı katılımı açıklamaktadır. Bireylerin tamamının yatırım kararlarını rasyonel aldığı ve zekâ düzeyinin bir etken olmadığı varsayımı altında hisse senedi piyasasına katılıma yönelik olarak yapılacak teşvikler refah düzeyinin azalması ile sonuçlanacaktır. Zekâ düzeyinin, bireylerin hisse senedi piyasalarına olan katılımına etki ettiği varsayımı altında ise vergi teşvikleri ve finansal okuryazarlık programlarının daha verimsiz ve maliyetli olması beklenmektedir. Literatürde yapılan çalışmalar, ergenlik çağında ölçülen zeka seviyesinin, sonraki yaşlarda hisse senedi piyasasına katılıma ve riske karşı

çeşitlendirilmiş bir portföy oluşturmada etkili olduğu sonucuna ulaşmıştır. (Grinblatt vd., 2011: 2161).

Öğrenme kabiliyetini etkileyen faktörlerden birisi de bilişsel yetkinliklerdir. Zayıf hafıza veya analitik ve sayısal yeteneğe sahip bireyler daha az öğrenebilmektedir ve öğrenme konusunda daha fazla zorluk yaşamaktadır. Öğrenme ve deneyim yolu ile deneyimlerden ders çıkarma ve gelecekteki belirsizlikleri azaltmada bilişsel yetkinlikler önem arz etmektedir. Ayrıca bireylerin belirsizlik durumlarında olasılıklı sorulara getirdikleri doğru tahminlerde bilişsel yetkinliklerden doğrudan etkilenmektedir. Hisse senedi piyasaları da belirsizlik doğası sebebi ile bu özellikleri göstermektedir (Kezdi ve Willis, 2003: 21).

Bireyler yaşlılık derecelerine göre hisse senedi piyasasına katılım gösterme konusunda farklılık göstermektedir. Literatürde yapılan deneysel çalışmalar yaşlı bireylerin genç bireylere göre hisse senedi piyasasına daha fazla katılım gösterdikleri tespit edilmiştir. Bu durum, yaşlı bireylerin finansal piyasalarda yaşamları boyunca elde ettikleri deneyime dayandırılmaktadır. Bununla birlikte yaş faktörü, varlık getirilerini bir başka değişken olan bilişsel zekâ üzerinden etkilemektedir. Bilişsel yeteneklerin yaşlılık faktörü ile azalacağı varsayımından yola çıkarak, yaşlı bireylerin iyi çeşitlendirilmemiş bir portföye sahip olacakları, aktif bir şekilde kısa süreli alım ve satım yapacakları ve yerel senetleri aşırı değerleyecekleri gibi negatif çıktılar beklenmektedir (Korniotis ve Kumar, 2005: 20).

Bilişsel yetenekleri düşük olan bireylerde bilgi işlem maliyetlerinin artması dolayısı ile hisse senedi piyasasına katılım maliyetlerinin artmasının yanında bir takım engeller daha mevcuttur. Bilişsel yeteneklerin seviyesine göre bireylerin tercihleri farklılaşmaktadır. Örneğin, risk algısı bireylerin bilişsel yeteneklerine göre şekillenmektedir. Düşük bilişsel kapasiteye sahip bireyler ellerindeki mevcut veriyi olduğundan daha fazla değerlendirerek daha fazla risk alırlar. Zekâ seviyesi ve tahvil piyasası gibi hisse senedi piyasası kadar bilgi gerektirmeyen bir piyasaya katılım arasında anlamlı bir ilişkinin tespit edilememiş olması piyasalara katılımda bilgi değişkeninin önemini ortaya koymaktadır (Christelis, Jappelli ve Padula, 2010: 19).

Bilişsel zekânın özellikle hafıza boyutu ve aritmetik boyutu ele alındığında, zekâ seviyesi tespitine yönelik sorulara verilen her doğru yanıtın katılımcıların yıllık servet düzeylerinde 20.000 dolarlık bir artış yarattığını, bunun yanında aritmetik düzeyi yüksek olan katılımcıların da varlıklarını büyük oranda hisse senedi piyasasında tuttuklarını tespit etmişlerdir. Bir başka deyişle aritmetik zekâ ile hisse senedi piyasasına katılım arasında anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Aritmetik zekâ seviyesinin yüksek olmasının sebebinin hisse senedi piyasasına katılımdan kaynaklı olabileceği gibi, iki değişken arasındaki ilişkinin yönünün hisse senedi piyasasına katılımdan aritmetik zekâ seviyesine doğru olabileceği de beklenmektedir. Ayrıca iyi bir bilişsel zekânın, daha yüksek finansal okuryazarlık seviyesinin de belirtisi olabilmektedir. Bireylerin daha yüksek servet düzeylerine sahip olmaları ve hisse senedi piyasalarına katılım göstermeleri için bilişsel zekânın özellikle eğitimle geliştirilebilir yanlarından biri olan aritmetik zekânın eğitimi üzerinde durulmasının bireylere yüksek getiriler sağlayacağı bilinmektedir (McArdle, Smith ve Willis, 2009: 27).

Literatürdeki birçok çalışma yüksek IQ düzeyinin hisse senedi piyasasına katılıma etki ettiğini belirtmektedir. Bununla birlikte yüksek zekâ seviyesine sahip hisse senedi piyasası katılımcılarının getiri performanslarının da diğer hisse senedi piyasası katılımcılarına göre yüksek olduğu tespit edilmiştir. Yüksek zekâ seviyesine sahip yatırımcıların daha fazla finansal servete sahip olduğu, daha sık alım satım yaptığı, içeriden bilgiye daha kolay ulaştığı, önemli bilgiyi önemsiz bilgidan ayırarak önemli bilgiyi daha kolay işlediği belirtilmektedir (Grinblatt, Keloharju ve Linnainmaa, 2009: 26).

Davranışsal finans ekolü tarafından belirtilen sürü davranışı, hevristikler ve bilişsel önyargılar gibi rasyonel yatırımcıdan beklenmeyen davranışların zekâ seviyesi yüksek yatırımcılarda daha az görüldüğü yapılan çalışmalarla tespit edilmiştir. Bunun yanında alım stratejilerinde yüksek zekâ seviyesindeki yatırımcıları taklit etmenin diğer yatırımcılara normalin üzerinde getiri sağlayacağı da tespit edilmiştir. Fakat bu durum satış ve tut stratejileri için anlamlı ve geçerli bir sonuç vermemektedir. Diğer bir yandan, yüksek zekâ seviyesine sahip yatırımcılarının başarısının içeriden bilgiye (insider trading) bağlanmaktadır. Böylece bilişsel

yeteneği yüksek yatırımcılar piyasaların işleyişı ve varlıkların fiyatlanması konusunda daha az önyargıya sahip olmaktadır ve rasyonele yakın davranmaktadır (Grinblatt vd., 2012; Benjamin vd., 2006).

Yapılan çalışmalarda, bilişsel olarak yetenekli bireylerin daha fazla hisse senedi piyasalarına katıldığı, emeklilik planları hakkında daha fazla bilgili oldukları, daha fazla varlık birikimi yapabildikleri ve daha uygun vergiden arındırılmış gelir elde ettikleri tespit edilmiştir. Ayrıca aritmetik zekânın sözel zekâyâ oranla rasyonel finansal karar almada daha etkili olduğu da bilinmektedir (Benjamin ve Shapiro, 2005: 27).

Finansal okuryazarlık ve zeka seviyesi ölçüm testleri üzerinde bir mutabakata varılamamış olması yapılan çalışmalarda da bu değişkenlerin hisse senedi piyasasına katılım üzerindeki açıklayıcılıklarda farklılaşmaya yol açmıştır.

Eğitim seviyesi hisse senedi piyasasına katılımı açıklayıcı klasik faktörlerin en önemlilerinden bir tanesidir. Bilişsel zekâ seviyesi eğitim yolu ile arttırılabilmektedir ve durum da bireylerin hisse senedi piyasasına katılımına yön vermektedir. Buradaki eğitim ile belirtilmek istenen Lusardi (2007) tarafından ortaya konulan finansal okuryazarlık eğitiminden ayrılmaktadır. Yapılan çalışmalar müfredatta mevcut bulunan finans derslerinin içerik itibari ile hisse senedi piyasasına katılım konusunda bir etki yapamayacağını vurgulamaktadır (Cole ve Shastri, 2008: 30).

Bu görüşün tersi olarak Almanya'da yapılan bir çalışmada, finansal okuryazarlık seviyesinin bilişsel kapasite ile birlikte arttığı tespit edilmiştir. Zekâ seviyesi düşük bireyler bir taraftan piyasa işlemlerinde daha fazla hata yapmaya yatkınken diğer taraftan hisse senedi piyasasında işlem yapmaktan uzak durmaktadırlar. Küresel kriz döneminde de kısa vadede hisse senedi piyasasındaki kayıplarını nakde çevirerek hisse senedi piyasasından çıkmakta ve uzun dönemdeki piyasanın kurtarma (market recovery) kazançlarından faydalanmışlardır (Koenen ve Ziegelmeyer, 2011: 23).

Hisse senedi piyasalarında sabırlı davranarak daha uzun vadelerde pozisyon alan yatırımcılar, sürekli olarak alım ve satım işlemi yapan yatırımcılara göre daha az hata yapmaktadır ve daha yüksek getiriler elde etmektedir. Literatürde yapılan çalışmalarda, bilişsel yetenek boyutlarından biri olan aritmetik zekâ ile sabırlı

davranış arasında ilişki tespit edilmiştir. Bir başka deyişle aritmetik alandaki zekâ seviyesi yüksek bireylerin hisse senedi piyasası işlemlerinde daha uzun süreli pozisyon alması ve daha yüksek getiriler elde etmesi beklenmektedir. Zekâ seviyesinin çevresel etmenlerden ve eğitim faktörü gibi değişkenlerden etkileniyor olması, eğitim politikaları üzerinde yapılacak değişikliklerin hisse senedi piyasalarına olan katılımı da arttıracığı beklenmektedir (Agarwal ve Mazumder, 2010: 20).

2.2.6. Diğer Faktörler

Sosyal psikoloji alanında yapılan çalışmalar bireylerin hisse senedi piyasasına katılım kararı verirken sosyal sermaye ve politik yönelim gibi özelliklerinin, bireylerin kişisel değerlerinden etkilendiği belirtilmektedir. Örneğin, güç odaklılık ve başarı odaklılık gibi değerlere sahip bireylerin hisse senedi piyasasına katılıma daha fazla yatkın oldukları bunun yanında gelenekselci ve güvenlik odaklı bireylerin hisse senedi piyasasına daha az katılım gösterdikleri görülmektedir (Luotonen, 2009: 79).

Avrupa Birliği (AB) üyesi ülkelerde yapılan çalışmalar; eğitim seviyesi ve servet düzeyi yüksek yaşlı erkeklerin hisse senedi piyasasına diğerlerine göre daha fazla katılım gösterdiklerini tespit etmiştir. Demografik özellikler ile hisse senedi piyasalarına olan katılımı açıklamaya yönelik çabalar alandaki neredeyse tüm çalışmaları kapsamaktadır. Bunun yanında bireylerin hisse senedi piyasasına katılımını açıklayan bir takım karakteristik özellikler de bulunmaktadır. Örneğin ömür süresi beklentisi ile hisse senedi piyasasına katılım arasında anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Bunun yanında zayıf sağlık koşullarının bireylerde risk algısını arttırması sonucunda hisse senedi piyasası gibi riskli yatırımlardan uzak durmaktadır. Girişimci özelliklere sahip ve gelecek nesillere belirli bir miktar varlığı miras bırakmak isteyen bireyler de hisse senedi piyasasına katılım göstermektedir (Laakso, 2010: 102).

Gelecek nesillere miras bırakma isteği hisse senedi piyasasına olan katılımı arttırırken kötü sağlık koşullarında bulunma ve sayıca çok çocuğa sahip olmanın hisse senedi piyasasına katılımı azaltıcı bir etki yaptığı da literatürdeki çalışmalarda tespit edilmiştir (Bilias, Georgarakos ve Halliassos, 2010: 723).

Hisse senedi piyasasına olan katılım kültür, dil ve coğrafi konum gibi faktörlerden etkilenmektedir. Bireysel yatırımcılar mesafe olarak kendilerine yakın, finansal tablolarını kendi anadilinde sunan ve yöneticisi kendi kültürüne yakın olan işletmelerin sermayesine (hisse senedine) katılım göstermektedir. Fakat bu etki kurumsal ve sofistike yatırımcılarda azalmaktadır (Grinblatt ve Keloharju, 2001: 1053).

Literatürde birey değerlerinin hisse senedi piyasasına katılıma yönelik etkisi bireylerin politik yönelimleri aracılığı ile de ölçülmektedir. Bireylerin tüketim kararları verirken kişisel değerlerin önemli rol oynaması, aynı zamanda seçimlerde karar alıcıların (oy kullananların) kişisel değerleri tarafından yönlendirilmesi bu görüşün kuramsal temelini oluşturmaktadır. Ayrıca kişisel değerler ile hisse senedi piyasasında yapılan işlemler arasında farklılıklar olması durumunda (bilişsel çelişki) da birey manevi bir katılım maliyetine katlanmaktadır.

Literatürdeki çalışmalarda, Amerika’da hisse senedi piyasasında faaliyet gösteren fon yöneticilerinin kişisel değerleri ile halka açık şirketlerin sosyal sorumluluk faaliyetleri arasındaki ilişki incelenmektedir. Demokratların, Cumhuriyetçilere göre çevresel ve sosyal konulara daha fazla önem verdikleri dolayısı ile bu konulara önem veren şirketleri fazla değerlerken, sosyal sorumluluk faaliyetlerinde bulunmayan ve çevreye karşı duyarlı olmayan şirketleri de düşük değerlemektedirler (Kostovetsky ve Rochester, 2010) .

Politik değerlerin hisse senedi piyasasına katılıma olan etkisini anlamaya yönelik olarak Finlandiya örnekleme ve parlamento kullanılarak yapılan başka bir çalışmada servet, risk algısı ve eğitim gibi hisse senedi piyasasına katılımı açıklamada etkili olan değişkenleri kontrol altında tutulduğunda sol görüşteki ve politik bireylerin hisse senedi piyasasına katılımında %17-20 oranında daha düşük eğilim gösterdikleri tespit edilmiştir. Parlamento üyelerinin belirli bir servet ve eğitim düzeyinde oldukları bilindiğine göre politik eğilimin dolayısı ile de kişisel değerlerin hisse senedi piyasasına katılımı açıklamada etkili olduğu görülmektedir (Kaustia ve Torstila, 2011: 98).

Hisse senedi piyasasına katılımı açıklayan davranışsal faktörlerden biri de finansal tavsiyedir. Bireylerin aracı kurumlardaki uzman kişilerden veya çevrelerindeki bireylerden aldıkları tavsiyeler üzerine hisse senedi piyasasına katılım göstermelerinin bir takım etkileri bulunmaktadır.

Hisse senedi piyasasına katılımı etkileyen davranışsal faktörlerden olan güven faktörünün ve finansal tavsiye faktörünün birbirlerini doğrudan etkilemektedir. Bu anlamda finansal tavsiyenin hisse senedi piyasasına katılımı etkili olabilmesi için güven faktörünün bir ara değişkeni olarak mevcut bulunması gerekmektedir. Bireyler hisse senedi piyasasına katılım göstermek için değişik düzeylerde finansal tavsiyeye ihtiyaç duymaktadır. Bireylerin finansal tavsiyeden etkilenme dereceleri, finansal eğitim düzeyinin ve finansal ürünlerin karmaşıklığı algısının bir fonksiyonu olan finansal kapasiteye göre değişim göstermektedir. Bir başka deyişle finansal kapasitesi düşük olan ve yasal güvence altında olduğunu bilen bireyler finansal tavsiye ile hisse senedi piyasasına katılıma daha fazla yatkın olmaktadır (Georgarakos ve Inderst, 2011).

Karakteristik özelliklerin çevresel faktörlerden etkilendiği bilinmektedir. Karakteristik özellikleri etkileyen bir diğer faktör de bireylerin genetik özellikleridir. İkiz kardeşler üzerinde yapılan çalışmalar bireylerin hisse senedi piyasasına katılım kararı vermesinde genetik faktörlerinde etkili bir değişken olduğunu ortaya koymaktadır (Barnea, Cronqvist ve Siegel, 2010).

Bireyler hisse senetlerine yatırım yapmaya karar verdiklerinde sistematik risk ve sistematik olmayan risk şeklinde iki farklı risk ile karşılaşmaktadırlar. Bireyler piyasadaki ve hisse senedi bazındaki bu riskler dışında aynı zamanda kendi hayatlarında da bir takım riskler taşımaktadırlar. Bireylerin düzenli olarak aldıkları aylık gelirlerindeki bir değişiklik hisse senedi piyasalarına olan katılıma etki etmektedir. Ayrıca bireylerin finansal olmayan projelerde de risk almış olması hisse senedi piyasası gibi risk primi yüksek olan piyasalara katılımı olumsuz olarak etkilemektedir (Shum ve Faig, 2006; Linnainmaa, 2007; Arrondel vd., 2008).

Hisse senedi piyasasına katılıma etki eden bir diğer faktör bireylerin hisse senedi piyasalarına dönük subjektif getiri beklentileridir. Farklı kanallardan bilgi edinen

bireysel yatırımcıların piyasa getirilerine dönük beklentileri farklılaşmaktadır ve hisse senedi piyasasına katılım tercihi gösterme noktasında ayrışma göstermektedir. Geleceğe dönük subjektif getiri beklentisi yüksek olan bireylerin hisse senedi piyasasına katılım tercihi göstermede diğer bireylere göre daha istekli olmaktadır. Ayrıca geleceğe dönük beklentilerin olasılık formunda ve niteleyici olması bu değişkenin ölçümünü zorlaştırmaktadır (Arrondel, Pardo ve Tas, 2014: 33).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

MUĞLA SITKI KOÇMAN ÜNİVERSİTESİ İŞLETME BÖLÜMÜ ÖĞRENCİLERİNİN HİSSE SENEDİ PİYASASINA KATILIM EĞİLİMLERİNE ETKİ EDEN DAVRANIŞAL FAKTÖRLER ÜZERİNE AMPİRİK BİR ARAŞTIRMA

3.1. LİTERATÜR TARAMASI

Ekonomik olmayan davranışsal ve sosyal faktörler ile hisse senedi piyasalarına olan tercihin açıklanması sermaye risk primi çelişkisinin ortaya konduğu günden bu güne kadar önem kazanmaktadır. Piyasa tercihlerine engel teşkil eden bilgi maliyetlerini azaltan bu faktörlere ilişkin çalışmalar özellikle son on yılda İngiltere, Fransa, Amerika, Hollanda ve Finlandiya gibi ekonomik olarak gelişmiş ülkelerde yoğunlaşmaktadır. Türkiye’de yapılan çalışmalarda daha çok bu etkenlerin bireylerdeki etki düzeyini tanımlayıcı araştırmalar yapılmış, bireylerin piyasalara dönük ekonomik tercihleri ile ilgili bir ilişki kurulmamıştır. Bu başlık altında, konu ile ilgili daha önce yapılan çalışmaların sonuçlarına ilişkin özet bulgulara yer verilmiştir.

Rooij vd. (2011), Hollanda hanehalkı örneğine internet üzerinden gerçekleştirilen ve finansal okuryazarlık ile hisse senedi piyasasına katılım tercihi arasındaki ilişkiyi incelediği çalışmasında, finansal okuryazarlık seviyesini ölçmek için basit ve ileri düzey olmak üzere iki farklı modül kullanmışlardır. Basit düzey finansal okuryazarlık modülü 5 sorudan oluşmaktadır ve finansal okuryazarlık düzeyinin alınan eğitim seviyesi ile arttığı belirtilmiştir. Ayrıca finansal okuryazarlık düzeyi ile hisse senedi piyasasına katılım tercihi arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.

Lusardi ve Mitchell (2006), Amerika’da ikamet eden 50 yaş üzerindeki bireylerde uyguladıkları ankette, katılımcıların yüzde 60’dan fazlası risk almak istemediğini belirtmiştir. Ayrıca çalışmada finansal okuryazarlık düzeyinin yaşlı bireyler arasında oldukça düşük düzeyde kaldığı tespit edilmiştir. Finansal okuryazarlık düzeyini ölçmek için üç sorudan oluşturulan endekste, faiz hesaplaması ile enflasyonun

getiriler üzerindeki ilişkisi hakkındaki sorulara verilen yanıtların doğruluğu arasında yüzde 70 oranında anlamlı bir ilişki olduğu saptanmıştır. Bu durumun doğal bir sonucu olarak katılımcılardan yalnızca yüzde 19'u finansal planlama yapabilmiştir.

Rooij vd. (2012) tarafından yapılan bir başka çalışmada, Hollanda'da 1500'ün üzerinde kişiye uygulanan anketin sonuçlarına göre finansal okuryazarlık ve servet birikimi arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmiş ve bunun sebebi olarak da finansal okuryazarlık seviyesi yüksek olan bireylerin primi yüksek olan hisse senedi piyasasına yöneldikleri belirtilmiştir.

Chen ve Volpe (1998), Amerika'da eğitim alan 924 üniversite öğrencisi üzerinde gerçekleştirdiği çalışmada, katılımcıların finansal okuryazarlık sorularının yaklaşık yüzde 53'ünü doğru olarak cevapladıkları ifade edilmiştir. Bu oran işletme dışındaki bölümlerde, kadınlarda, daha alt sınıflarda eğitim alanlarda ve düşük düzeyde iş deneyimi olanlarda daha da azalmaktadır. Çalışmada yüzde 80 üzeri, yüzde 60 ile yüzde 79 arası ve yüzde 60'ın altı olmak üzere katılımcıların düzeyleri üç gruba ayrılmıştır.

Avustralya'da öğrenciler üzerinde lojistik regresyon analizi kullanılarak yapılan bir başka çalışmada ise, hisse senedi piyasalarındaki deneyimin ve birey gelirinin finansal okuryazarlığı arttırdığını belirten Beal ve Delpachitra (2003) aynı zamanda okullarda verilen finansal eğitimlerin de bireylerin ileriki yaşamlarında finansal karar almalarında yetersiz olduğu eleştirisini getirmektedir.

Arrondel vd. (2014), Fransa örneklemini üzerinde subjektif beklentilerin hisse senedi piyasası katılımına etkisini incelediği anket çalışmasında katılımcılara hisse senedi piyasalarına dönük 5 yıllık getiri beklentileri sorulmuştur. Çalışmanın sonuçları katılımcıların piyasa getirilerine dönük daha çok pesimist oldukları ve bu beklentilerinde de kararlı oldukları tespit edilmiştir.

Gusio vd. (2004), İtalya örneklemini üzerinde yaptıkları çalışmada, güven faktörünü ölçmek için bireylerin kan bağıışı ve oy kullanma oranlarından faydalanmışlardır. Güven seviyesindeki 1 birimlik artışın hisse senedi piyasasına katılımında yüzde 13'lük bir artış sağladığı tespit etmişlerdir. Hollanda hanehalkı örneklemini üzerinde yapılan çalışmalarında ise, risk ve belirsizlik değişkenleri sabit tutulduğunda

başkalarına olan güvenin hisse senedi piyasalarına yatırım yapma olasılığını yüzde 50 oranında arttırdığını belirtmişlerdir.

Lusardi vd. (2010) tarafından yapılan çalışmada üniversite mezunu ve ailesinde hisse senedi piyasası katılımcısı olan erkeklerin, lise ve altındaki eğitim düzeyine sahip, düşük aile serveti olan kadın katılımcılara göre hisse senedi piyasalarına katılım ihtimalinin yüzde 45 daha fazla olduğu tespit edilmiştir.

Li (2011) tarafından Amerika örnekleme üzerinde lojistik regresyon kullanılarak yapılan çalışmada, yatırımcıların yatırım kararı verirken akrabalarından, çocuklarından ve kardeşlerinden ne şekilde etkilendiğini ortaya konulmuştur. Buna göre aile bireylerinden herhangi birinin geçmiş beş yıl içerisinde hisse senedi piyasasına katılımı durumunda bireyin hisse senedi piyasasına katılım ihtimali yüzde 20 ile 30 oranında daha fazla olduğu tespit edilmiştir.

Alan (2006) tarafından 60 yıllık piyasa verilerine probit regresyon analizi ve simülasyon yöntemi uygulanarak yapılan çalışmada, hisse senedi piyasasına girişteki maliyetler tespit edilmiştir. Buna göre piyasaya giriş sabit maliyeti yıllık asgari ücretin yüzde 2.15'i olarak bulgulanmıştır. Bu maliyetlerin azaltılması ile hisse senedi piyasalarına olan katılımın artacağı belirtilmiştir.

Jorgensen (2002), Amerikan hanehalkından elde ettiği ve 1968-1993 yıllarını kapsayan çalışmada, piyasaya giriş maliyetleri sabit maliyetler, değişken maliyetler ve dönemsel maliyet olmak üzere üçe ayrılmıştır. Regresyon analizinin sonuçlarına göre bir dönemdeki 50 dolarlık bir katılım maliyetinin hisse senedi piyasasına katılmama nedeninin yarısını açıklamak için yeterli olduğu belirtilmiştir.

Brimmer (1988), Amerika'daki bireyler üzerinde yapılan bu çalışmada, siyahî bireylerin servetlerinin büyük bir kısmını para piyasalarında değerlendirirken, servetlerinin sadece yüzde 0,3'lik küçük bir kısmını hisse senedi piyasasında değerlendirdikleri tespit edilmiştir. Ayrıca bu bireylerin toplam servet düzeylerinin ülkedeki toplam servet düzeyinin yüzde 2.34 gibi küçük bir kısmını oluşturması servet düzeyi ve hisse senedi piyasasına katılım arasındaki ilişkiyi açıklamaktadır. Bu durum bu bireylerin gelir ve servetlerindeki göreceli düşüklüğün tasarruf oranları üzerindeki etkisi ile ilişkilendirilmiştir.

Hong, Kubik ve Stein (2004) tarafından 7500 hane halkı üzerinde yapılan çalışmada servet, eğitim ve etnik köken gibi hisse senedi piyasasına katılıma etki eden değişkenler sabit tutularak, sosyal etkileşimin hisse senedi piyasasına katılıma etkisi olup olmadığı araştırılmıştır. Sosyal etkileşimin ölçülmesi için katılımcı gruba komşuları ile ilişki düzeyleri, dini ayinlere katılıp katılmadıkları gibi sorular sorulmuştur ve bu sorulara evet cevabı veren anket katılımcılarının hayır cevabı verenlere kıyasla yüzde 4 daha fazla olasılıkla hisse senedi piyasasına katıldıkları tespit edilmiştir. Bu oran eğitim ve etnik değişkenler araştırmaya dâhil edildiğinde yüzde 8 düzeyine yükselmektedir.

Heaton ve Lucas (1999), 1989-1995 döneminden elde ettikleri veriler üzerinde yaptıkları çalışmada, hisse senedi piyasasına katılımın zamanla arttığını fakat bu artışın hisse senedi piyasasının çoğunluğunu elinde bulunduran servet düzeyi yüksek kesimde sınırlı kaldığını ortaya koymuşlardır

Cole vd., (2012)'e göre, diğer değişkenler sabit tutulduğunda (gelir, servet, güven...), ek olarak alınan bir yıllık eğitimin finansal piyasalara katılımında yüzde 3,4'lük bir artış, 271 dolarlık daha fazla yatırım geliri ve 548 dolarlık daha fazla emeklilik geliri sağlamaktadır. Bunun yanında piyasalara katılımdaki eğitimin etki gücü yüzde 19,8 olarak belirtilmektedir. Bu oran yüzde 4 ile güven faktörü (Guiso vd., 2008), yüzde 1,15 ile akran etkisi (Hong ve Stein, 2004) ve yüzde 4,2 ile deneyim etkisi (Malmendier ve Nagel, 2005) ile karşılaştırıldığında hisse senedi piyasalarına katılımı açıklamada çok yüksek etki göstermektedir.

Jorgensen ve Attanasio (2003) tarafından yapılan ve 1980-1995 arasındaki yarım dönemlik periyotları kapsayan çalışmada, Amerikan piyasalarındaki tahvil ve hisse senetlerinin vergi sonrası getirileri hesaplanmış ikame elastikiyetin birin üzerinde olması dolaysısı ile risk alma derecesinin hisse senedi katılımcılarında tahvil sahiplerine göre yüksek çıktığı tespit edilmiştir.

Duflo ve Saez (2002), doğrusal regresyon analizi kullanarak fakülte çalışanları arasında yaptıkları vaka çalışmasında, mevcut bulunan sosyal çevrenin piyasaya katılımındaki bir birimlik artışın, grup üyelerinden herhangi birinin hisse senedi piyasasına katılım olasılığını yaklaşık yüzde 2 oranında arttırdığını ortaya

koymuştur. Bu oran kadınlarda ise daha fazla artış göstermektedir. Bu durumun sosyal çevrenin normlarını öğrenerek mi yoksa bu normlardan etkilenecek mi gerçekleştirildiği ise bilinmemektedir.

Madrian ve Shea (2001), halka açık ve Fortune 500’de yer alan bir sigorta şirketi çalışanlarının yatırım davranışlarını 1997-1999 arasındaki iki yıllık periyotta incelemişlerdir. Yatırım planlarının şirket tarafından otomatik olarak belirlendiği durumda, çalışanların yüzde 86 gibi büyük bir çoğunluğunun plana sadık kaldığı tespit edilmiştir. Çalışanların kıdem dereceleri ise katılım oranlarındaki bir diğer değişken olarak gösterilmektedir.

Brown vd. (2008) tarafından 1987-1996 arasındaki 10 yıllık periyodu kapsayan, panel veri kullanılarak yapılan ve tüm ülkeyi (Amerika) kapsayan çalışmalarında, bireyin hisse senedi piyasasına katılımında güçlü bir toplum etkisi olduğu tespit edilmiştir. Buna göre bireyin yaşadığı toplumdaki ortalama hisse senedi piyasasına katılım yüzde 10 arttırıldığında bireyin hisse senedi sahibi olma olasılığı yüzde 4 oranında artmaktadır.

Kaustia ve Knüpfer (2012), Finlandiya örnekleme üzerinde 1995-2002 zaman periyodunu kapsayan çalışmalarında bir birimlik hisse senedi getirisindeki artışın, çevredeki bireylerin hisse senedi piyasasına katılımını yüzde 9 ile 13 arasında arttırdığı tespit etmişlerdir. Regresyon analizi uygulanarak yapılan çalışmada, bireyin hisse senedi piyasasına katılım tercihi göstermesinde, hisse senedi piyasasına katılan ve kazanç elde eden bir çevrede bulunmanın, sadece piyasa getirilerinden yüzde 30 daha etkili olacağı tespit edilmiştir.

Amerika’da 1992-2001 yıllarını kapsayan Shum ve Faig (2006) tarafından yapılan çalışmada hisse senedi piyasasına katılımın hane halkı arasında değişkenlikler gösterdiği tespit edilmiştir. Buna göre hisse senedi piyasasına katılım gösterme bağımlı değişkeni, servet düzeyi, yaş, emeklilik birikimi ve finansal tavsiye alma bağımsız değişkenleri ile pozitif ve anlamlı bir ilişki göstermektedir. Bunun yanında alternatif riskli yatırım araçlarına sahip olma veya finansal olmayan projelere yatırım yapma gibi bağımsız değişkenler ile arasında negatif bir ilişki tespit edilmiştir.

3.2. ARAŞTIRMA KONUSUNUN ÖNEMİ

Yatırımcıların yatırım kararları alırken rasyonel davrandıklarının kabul edilmesi ve birbirlerinden farklı düşünce sistematüğinde olan yatırımcı türlerine bütüncül ve tekci bir şekilde yaklaşılması etkin piyasalar hipotezinde olduğu gibi finansal literatürde ve teorilerde sıkca karşımıza çıkmaktadır. 1970'lere gelindiğinde Kahneman ve Tversky (1979) tarafından yatırımcıların rasyonel olmadıkları ve piyasaların bu sebepten ötürü bir takım davranışsal özellikler gösterdiği çalışmalarla kanıtlanmıştır. Daha sonra yapılan çalışmalarda sermaye piyasasına yatırım yapmaya veya yatırımları çekmeye etki eden faktörler tespit edilmeye çalışılmıştır.

Bu bağlamda daha çok yatırımcıların finansal okur-yazarlık düzeylerine ve buna bağlı olarak yüksek finansal okur-yazarlık bilgisine sahip olanların yatırım kararlarında kendilerine daha çok güvendikleri, hatta finansal açıdan emeklilik planları yapmaya ve emeklilik ikramiyesinin değerini arttırmaya yönelik kararlar aldıklarını bilinmektedir. Buna ilaveten günümüzde alınan finansal eğitimin ekonomik kararlar alırken gösterilen davranışlar üzerinde etkilerinin olduğu da bilinmektedir.

Farklı bir açıdan bakıldığında bireylerin siyasi ve dini tutumlarının da hisse senedi piyasasına katılımı etkilediğine yönelik önemli algılar vardır. Hisse senedi piyasasına katılımın aile bireyleri arasındaki sosyoekonomik ilişkiden etkilendiği düşünüldüğünde aile bireylerinden birinin hisse senedi piyasasına katılımı durumunda, diğer aile bireylerinin de hisse senedi piyasasına katılımı pozitif yönde etkilenmektedir. Ait olduğu gruptaki bireylerin yatırım yapmaları bireyler üzerinde bir baskı unsuru oluşturduğu ve hisse senedi piyasasına katılıma yönlendirdiği de bilinen gerçeklerdendir.

Literatürde yapılan çalışmalarda yüksek IQ seviyesine sahip bireylerin daha çok hisse senedi piyasasına ve fon piyasasına yatırım yaptığı, daha az riske maruz kaldığı ve daha fazla kazandığı tespit edilmiştir. Sosyal açıdan bakıldığında bireylerin sosyal, komşularıyla ilişki içinde ve dini mekânlarda insanlarla etkileşim halinde olmaları durumunda hisse senedi piyasasına katılımlarında da artış olduğu gözlemlenmiştir.

Görüldüğü gibi günümüz koşullarında bireylerin yatırım kararı almasında etkili olan faktörlerin sadece risk ve servet düzeyi olmadığı açıkça ortaya çıkmaktadır. Modern dünyada ve yatırımcıların içinde bulunduğu doğası gereği sosyallik, güven, bireysel değerler, finansal okuryazarlık ve sağlık gibi değişkenler de yatırım kararlarının alınmasında öne çıkan önemli faktörler olarak karşımıza çıkmaktadır.

Sonuç olarak yatırım kararı verilirken elbette servet (tasarruf) düzeyi ve risk gibi temel (geleneksel) faktörlerin dikkate alınmasının yanında bu kararı veren bireyin doğası gereği davranışsal ve ekonomik olmayan faktörlerden de etkilendiği gerçeği dikkate alınmalıdır.

Bu açıklamalar ışığında araştırmanın konusu; hisse senedi piyasasına katılım eğilimini etkileyen ekonomik olmayan faktörlerin tespit edilmesi ve bu açıdan Muğla ilinde eğitim gören potansiyel yatırımcı sınıfına haiz olan işletme bölümü öğrencilerinin kararlarını etkileyen faktörlerin bir birleriyle karşılaştırılmasıdır. Bu noktada çalışmanın konusuna, literatürde çeşitli uygulamalarla tespit edilmiş olan faktörlerin, üniversite öğrencileri üzerindeki geçerliliğinin araştırılması da girmektedir.

3.3. ARAŞTIRMANIN AMACI

Bu çalışmanın temel amacı, sermaye piyasalarından biri olan hisse senedi piyasasına katılım eğilimini motive edici faktörleri Muğla ili bağlamında incelemektir. Klasik ve modern faktörler adlı iki farklı başlık altında toplanan bu değişkenlerden risk algısı, finansal okuryazarlık, güven algısı ve geleceğe yönelik beklentiler gibi bir takım sosyal faktörlerin ilgili örneklem içerisinde test edilmektedir.

Türkiye'deki sermaye piyasalarına yatırım yapan yerli yatırımcıların oranı yabancı yatırımcı karşısında düşük kalmaktadır. Hanehalkının tasarruflarını sermaye piyasalarında yatırıma yönlendirememesi mikro ve makro anlamda birçok paydaşı olumsuz olarak etkilemektedir ve başta sermaye piyasaları olmak üzere finansal piyasaların etkin bir şekilde çalışmasına engel olmaktadır. Türkiye'deki tasarruf sahiplerinin davranış kalıplarının anlamlandırılması ve yatırıma yöneltici faktörlerin tespit edilerek geliştirilmesi hisse senedi piyasalarına olan katılımı da arttıracaktır.

Yatırımcıların risk algısı onları hisse senedi piyasasına yatırım yapmaya yönlendiren en kuvvetli faktörlerden biri olduğu bilinmektedir. Ancak sosyallik, güven duygusu, politik görüş, hayat tatmini ve dini görüş gibi ekonomik olmayan değişkenler bireylerin risk algısını güçlü bir biçimde etkilemektedir. Bu çalışmada da temel amaç olarak finansal okuryazarlık, ekonomik beklenti düzeyleri, güven dereceleri ve risk algısı düzeyleri farklı olan bireyler tespit edilerek, hisse senedi piyasasına katılım eğilimlerinin karşılaştırılması yapılmaktadır.

Yukarıda belirtilen bu temel amaca bağlı olarak çalışmada ortaya konan alt amaç da farklı sınıf düzeyindeki işletme öğrencilerinin finansal okuryazarlık düzeylerinin tespit edilmesidir. Finansal okuryazarlık, gelişmiş finans piyasalardaki çeşitlenmiş finansal araçların etkili ve verimli bir şekilde kullanılmasını sağlayan bireylerdeki gerekli sosyal donanımdır. Gelişmiş ülkeler, hanehalkının düşük düzeyde tespit edilen finansal okuryazarlık seviyesini arttırmaya yönelik olarak finansal eğitim stratejileri geliştirmektedirler. Sürekli ve hızlı bir şekilde gelişmekte olan finansal piyasalara uygun bir finansal eğitim politikasının planlanması, gerçekleştirilmesi ve gerçekleştirilen finans eğitimlerinin denetiminin yapılması için bireylerin finansal okuryazarlık düzeylerinin tespit edilmesi önem arz etmektedir.

3.4. ARAŞTIRMANIN KAPSAMI VE SINIRLARI

Bu araştırma, Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi'nin İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi'nde eğitim alan İşletme bölümü öğrencileri temel alınarak yapılmıştır. Çalışmanın hedef kitlesinin üniversite öğrencileri seçilmesinin temel nedeni çalışmanın alt amacını da kapsayacak şekilde finans eğitimi alan bireylerin finansal okuryazarlık düzeylerine göre farklılığının tespit edilmek istenmesidir. Araştırmanın kapsamına 2013-2014 Eğitim öğretim yılında eğitim gören işletme bölümü son sınıf öğrencileri de dâhil edilmiştir. Bu öğrencilerin tamamına ulaşılamamış ve basit tesadüfî rassal örneklem yoluna gidilmiştir. Diğer bölümlerde okuyan öğrenciler tam anlamıyla detaylı bir finansal eğitim almadıkları düşüncesiyle araştırmanın kapsamı dışında tutulmuştur. Araştırmanın örneklemi oluşturan öğrenci (potansiyel yatırımcı) sayısı 329'dur.

Literatürde de tanımlandığı üzere hisse senedi piyasalarına olan katılım doğrudan ve dolaylı olmak üzere iki farklı şekilde gerçekleşmektedir. Doğrudan hisse senedi piyasalarına katılım, yatırımcıların aracı kurumlar aracılığı ile sermayesini halka arz etmiş şirketlerin hisselerini alarak bu şirkete ortak olması şeklinde gerçekleşmektedir. Dolaylı yoldan hisse senedi piyasalarına katılım ise yatırımcıların yatırım şirketlerinin profesyonel yöneticileri tarafından yönetilen yatırım fonları ve emeklilik fonları gibi içeriğinde hisse senedi barındırabilen fonlara yatırım yapması şeklinde gerçekleşmektedir. Bu çalışmada hisse senedi piyasalarına olan katılımı daha objektif bir şekilde ölçmek için yalnızca doğrudan hisse senedi piyasasına olan katılım eğilimi dikkate alınmıştır.

3.5. ARAŞTIRMANIN MODELİ, VERİ SETİ VE KULLANILAN DEĞİŞKENLER

3.5.1. Araştırmanın Modeli

Çalışmada kullanılan araştırma modeli; davranışsal faktörlerin ya da diğer adıyla ekonomik olmayan faktörlerin bireylerin yatırım kararları üzerinde etkilerinin olup olmadığını ölçmeye yönelik hipotezleri test etmek amacıyla oluşturulmuştur. Öncelikle bir bütün olarak tüm faktörleri içerecek şekilde oluşturulan veri setine, lojistik regresyon tekniğinin uygulanmasıyla hisse senedi piyasasına katılıma etki edecek faktörlerin tespit edilmesi amaçlanmıştır. Daha sonra aynı yöntem izlenerek, finansal okuryazarlık düzeyinin yatırım kararlarına olan özgüven etkisi belirlenmiştir.

Araştırmada ekonomik olmayan değişkenlerin hisse senedi piyasalarına katılma isteği üzerindeki etkisi ölçülmektedir. Bağımlı değişkenin katılmak isteyenler için '1' katılmak istemeyenler için '0' şeklinde iki farklı değer alması, bağımlı değişkeni kukla değişken olarak nitelendirilmesine neden olmaktadır ve modelin lojistik regresyon ile test edilmesi ihtiyacını doğurmaktadır.

Lojistik regresyonda bağımlı değişkenin gerçekleşme veya olma olasılığı hesaplanmaya çalışılmaktadır. Bu şekilde lojistik regresyon ile ikili bir kategorik bağımlı değişkeni tahmin etmeye ve açıklamaya dönük bir formül oluşturulmaktadır. Oluşturulan modeldeki bağımsız değişkenlerinin katsayıları söz konusu

açıklayıcıların görece açıklayıcılık derecelerini göstermektedir. Bir başka deyişle modeldeki değişkenlerin katsayısı, bağımlı değişkenin gerçekleşme olasılığındaki değişimlerin ölçüsü olup, olasılık oranı olarak adlandırılmaktadır. Bu katsayıların pozitif değerler alması bağımlı değişkenin gerçekleşme ihtimalini arttırırken tersi durumda negatif değerler alması ise bağımlı değişkenin gerçekleşme ihtimalini azaltmaktadır (Altunışık vd., 2010: 250).

Hisse senedi piyasasına katılıma (HSPK) etki eden değişkenlere yönelik temel model şu şekildedir:

$$L_{HSPK} = a + \beta_1 X_{RA} + \beta_2 X_{FOY} + \beta_3 X_{KVB} + \beta_4 X_{OUVB} + \beta_5 X_{FKG} \quad (3.1)$$

Finansal okuryazarlık düzeyinin farklı finansal piyasalardan yararlanma düzeyi üzerinde de etkisi bulunmaktadır (Nunoo ve Andoh, 2012: 2). Finansal okuryazarlık seviyesi ve farklı finansal araçları kullanma (FFAK) isteği arasındaki ilişkiyi ortaya çıkarmak için basit doğrusal regresyon analizi kullanılmıştır. Bu ilişkiyi test etmek için kurulan alt model şu şekildedir:

$$Y_{FFAK} = a + \beta X_{FOY} \quad (3.2.)$$

Çalışma katılımcılarının finansal okuryazarlık düzeylerine ilişkin aşırı özgüvene sahip olup olmadıklarının saptanması için Lusardi ve Mitchell (2006) tarafından oluşturulan basit finansal okuryazarlık sorularından bir endeks oluşturulmuştur ve sonuçlar katılımcıların kendilerini subjektif olarak değerlendirdikleri likert ölçek ile karşılaştırılmıştır. Bu iki farklı ölçek arasındaki farklar katılımcıların finansal okuryazarlık konularında düşük veya yüksek özgüven seviyesinde olduklarını göstermektedir. Finansal okuryazarlık özgüven seviyesini ölçen model şu şekildedir:

$$\begin{aligned} \text{Aşırı Özgüven: } & \text{Subjektif}_{FOY} - \text{Objektif}_{FOY} > 0 \\ \text{Düşük Özgüven: } & \text{Subjektif}_{FOY} - \text{Objektif}_{FOY} < 0 \end{aligned} \quad (3.3.)$$

Çalışmada katılımcıların sınıf derecelerinin finansal okuryazarlık düzeyi üzerinde farklılaşma yaratıp yaratmadığı yapılan bağımsız örneklem tek yönlü varyans analizi

ile incelenmiştir. Çalışmada ayrıca cinsiyetlere göre verilen cevaplarda bir farklılaşmanın olup olmadığı da yapılan bağımsız örneklem t testi ile araştırılmıştır.

3.5.2. Araştırmanın Veri Seti ve Kullanılan Değişkenler

Araştırmada analize tabi tutulacak veri setinin oluşturulmasında anket tekniği kullanılmıştır. Bu bağlamda kullanılan ankete ilişkin bölümlendirmeler aşağıda Tablo 7.'de verilmiştir.

Tablo 7. Kullanılan Veri Setine İlişkin Anket Bölümlendirmeleri*

| Bölümler | Açıklamalar/Yöntem | |
|--|---|--|
| Demografik Özellikler | 4 farklı soru sorulmuştur. | |
| Risk Algısı | Objektif ve sübjektif olmak üzere iki farklı ölçek ile ölçülmüştür. | * Nesnel ölçümlemede katılımcılardan beklenen getirileri aynı ve risk düzeyleri farklı olan iki proje arasında tercih yapmaları istenmiştir. * Katılımcıların öznel değerlendirmesinde ise 10 dereceli likert tipi ölçekten faydalanılmıştır. |
| Finansal Okuryazarlık Seviyesi | Temel düzey ve ileri düzey finans sorularından oluşan bu objektif ölçümde endeks oluşturulmuştur. | Katılımcıların finansal okuryazarlık konusundaki aşırı/düşük özgüven dereceleri sübjektif ve objektif olarak ölçülen iki farklı ölçümün farklarından oluşmaktadır. |
| Kısa, Orta ve Uzun Vadeli Beklentiler | 2 adet farklı çoktan seçmeli soru sorulmuştur. | |
| Güven Düzeyi | Katılımcılardan 7 dereceli likert ölçek ile hisse senedi piyasalarının diğer paydaşlarına ve toplumun diğer bireyelerine olan güven düzeylerinin değerlendirilmesi istenmiştir. | |
| Kısa vadeli değerlemesi kolay para piyasası araçlarından uzun vadeli değerlemesi göreceli daha zor sermaye piyasası araçlarına kadar çeşitlenmiş varlıklar arasından hangisine veya hangilerine yönlendirebilecekleri sorulmuştur. | | |
| Değişkenler arasındaki ilişkinin anlamlılığını arttırmak için ölçeğe bu finansal araçlara ek olarak altın ve döviz piyasası seçenekleri de eklenmiştir. | | |

* Bölümlere ilişkin olarak sorulan sorular ve likert ölçeklendirmelerine ilişkin ayrıntılı bilgi ekte (ankette) verilmiştir.

Çalışmanın anketi genel olarak altı bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde katılımcıların demografik özelliklerini tespit etmeye yönelik sorular sorulmuştur.

İkinci bölümde çalışma katılımcılarının risk algısı, objektif ve sübjektif olmak üzere iki farklı ölçek aracılığı ile ölçülmüştür. Nesnel ölçümlemede katılımcılardan beklenen getirileri aynı ve risk düzeyleri farklı olan iki proje arasında tercih yapmaları istenmiştir. Katılımcıların öznel değerlendirmesinde ise 10 dereceli likert tipi ölçekten faydalanılmıştır.

Araştırmanın üçüncü bölümünde katılımcıların finansal okuryazarlık seviyelerini tespit etmeye yönelik olarak sorular sorulmuştur. Temel düzey ve ileri düzey finans sorularından oluşan bu objektif ölçümde endeks oluşturulmuştur. Ayrıca katılımcıların finansal okuryazarlık düzeylerine yönelik olarak aşırı özgüvenin veya düşük özgüvenin ölçümü için likert tipi ölçekten faydalanılarak katılımcıların sübjektif olarak finansal okuryazarlık düzeyleri tespit edilmiştir. Katılımcıların finansal okuryazarlık konusundaki aşırı/düşük özgüven dereceleri sübjektif ve objektif olarak ölçülen iki farklı ölçümün farklarından oluşmaktadır.

Bir diğer değişken olan katılımcıların hisse senedi piyasalarına dönük olarak kısa, orta ve uzun vadeli beklentileri çalışmanın dördüncü bölümünde ölçülmüştür. Literatürde hisse senedi piyasasını açıklamaya dönük olarak kullanılan bir diğer sosyal değişken bireylerin hisse senedi piyasalarının diğer paydaşlarına olan güven düzeyleridir. Katılımcılardan 7 dereceli likert ölçek ile hisse senedi piyasalarının diğer paydaşlarına olan güven düzeylerinin değerlendirmeleri istenmiştir. Çalışmanın son bölümünde ise katılımcıların birikimlerini, kısa vadeli değerlemesi kolay para piyasası araçlarından uzun vadeli değerlemesi göreceli daha zor sermaye piyasası araçlarına kadar çeşitlenmiş varlıklar arasından hangisine veya hangilerine yönlendirebilecekleri sorulmuştur. Değişkenler arasındaki ilişkinin anlamlılığını arttırmak için ölçeğe bu finansal araçlara ek olarak altın ve döviz piyasası seçenekleri de eklenmiştir.

Araştırmada çalışma katılımcılarına, sermaye piyasası araçlarından biri olan hisse senedi piyasalarına daha önce katılım gösterip göstermedikleri ile finansal araç tercihleri konularında farklı sorulardan oluşan pilot bir uygulama yapılmıştır. Bu

uygulama ile anket uygulanacak bireylerin sermaye piyasasına katılım düzeyleri ölçümlenmek istenmiştir.

Bu araştırmanın konusu dikkate alındığında, hisse senedi piyasasına katılıma etki eden ve belirtilen değişkenlerin dışında gözlemlenemeyen, kontrol edilemeyen veya gözlemlense bile modele koyulması maksadını aşan faktörlerin etkisinin olmasının kaçınılmaz olduğu bilinmelidir. Ayrıca veri toplama tekniği olan anket yönteminin kendi doğasından kaynaklı hatalar olabileceği unutulmamalıdır.

Araştırmada kullanılan model gereği bağımlı değişken olarak daha öncede bahsedildiği gibi hisse senedi piyasasına katılımı ifade eden HSPK kısaltması kullanılmıştır. Açıklayıcı değişkenler olarak ise risk algısı (RA), finansal okuryazarlık düzeyi (FOY), hisse senedi piyasalarına dönük olarak kısa (KVB), orta ve uzun vadeli gelecek beklentileri (OUB), finansal kurumlara olan güven (FKG) gibi değişkenler kullanılmıştır.

3.6. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ VE TEST EDİLEN HİPOTEZLER

3.6.1 Araştırmada Kullanılan Analiz Yöntemi: Lojistik Regresyon

Bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki ilişkinin incelemesinde en çok kullanılan yöntemlerden biri regresyon analizidir. Genelde bağımlı değişken ölçülebilir nitelikte olmaktadır ve sürekli bir değişken karakteri göstermektedir. Bağımlı değişkene ilişkin tercihin kategorik olarak ikili, üçlü ve çoklu değişkenler aldığı durumlarda bağımsız değişkenlerle arasındaki ilişkinin incelendiği durumlarda lojistik regresyon yöntemi kullanılmaktadır (Girginer ve Cankuş, 2008: 185). İki yöntemde de bağımsız değişken verilerine bakarak bağımlı değişkeni tahmin etme durumu olmakla birlikte iki yöntem arasında bir takım farklar bulunmaktadır (Aktaş ve Erkuş, 2009: 50);

- Doğrusal regresyon analizinde bağımlı değişken sürekli iken lojistik regresyonda bağımlı değişken kesikli bir değişkendir
- Doğrusal regresyonda bağımlı değişkenin değeri tahmin edilirken, lojistik regresyonda bağımlı değişkenin gerçekleşme olasılığı tahmin edilir

- Doğrusal regresyonda değişkenlerin çoklu normal dağılım göstermesi koşulu aranırken, lojistik regresyonun gerçekleştirilmesi için bir önkoşul aranmamaktadır.

İki kategorili cevap içeren bağımlı değişkenin uygulandığı lojistik regresyon modeline ikili (binary) lojistik regresyon analizi denilmektedir ve kategorinin ikili cevap içermesi gerekmektedir (Evet-Hayır, Katılıyorum- Katılmıyorum, Var-Yok vb). İkili lojistik regresyon, bir veya daha fazla açıklayıcı değişkenle iki kategorili bağımlı değişken arasındaki bağıntıyı olasılıksal olarak ortaya koyar. Ayrıca lojistik regresyon ikili kategorili verilerde daha basit olduğu için daha çok tercih edilir (Şerbetçi ve Özçomak, 2013: 92).

Gözlemlenen verileri yapısında bulunan olası gruplara atmak için kümeleme analizi ve diskriminant analizi lojistik regresyon ile birlikte kullanılan analizler olmakla birlikte göreceli olarak bir takım eksiklikleri bulunmaktadır. Kümeleme analizinde, verilerin yapısındaki grup sayısı bilinmemektedir ve gözlemler benzerlik yapılarına göre kümelenebilirler. Diskriminant analizinde ise normal dağılım gösterme şartının bulunması gerekmektedir (Aktaş, 2009: 110).

Belirli bir forma getirilmiş ikili lojistik regresyon şu şekilde ifade edilmektedir (Hosmer ve Lemeshow, 2000: 6);

$$\pi(x) = \frac{e^{\beta_0 + \beta_1 X_i}}{1 + e^{\beta_0 + \beta_1 X_i}} = \frac{1}{1 + e^{-\beta_0 + \beta_1 X_i}} \quad (3.4.)$$

$$\pi(x) = \frac{e^{Z_i}}{1 + e^{Z_i}}, \quad \pi(x) = \frac{1}{1 + e^{-Z_i}}$$

1- $\pi(x)$ olayının olma ihtimali ise;

$$1 - \pi(x) = \frac{e^{-Z_i}}{1 + e^{-Z_i}} \quad (3.5.)$$

Burada $\pi(x)$ 'in lojistik dönüşümüne (logit transformation) uğramış fonksiyonunu $g(x)$ olarak şu şekilde ifade edilmektedir;

$$g(x) = \ln \left[\frac{\pi(x)}{1-\pi(x)} \right]$$

$$= \beta_0 + \beta_1 x_1$$

Buradaki dönüşümün önemi $g(x)$ fonksiyonunun doğrusal regresyon modelinin istenen özelliklerini taşımasıdır. Lojit, $g(x)$ parametreleri bakımından doğrusal bir hale gelmiştir. Bu fonksiyon sürekli olabilir ve $-\infty$ ile $+\infty$ arasında değerler alabilir.

İkili lojistik regresyonda bağımlı değişkene ilişkin veriler genel olarak ‘0’ veya ‘1’ şeklinde kodlanmaktadır. Eğer gözlenen bağımlı değişken dikkate değer mümkün bir çığıtıya sahipse (başarı veya durum) genelde ‘1’ olarak kodlanmaktadır, tersi durumunda (başarısızlık veya durumun gerçekleşmemesi) ise ‘0’ olarak kodlanmaktadır. Lojistik regresyon, bir vakanın gerçekleşme olasılığının (odds) bir veya daha fazla bağımsız değişken ile açıklandığına göre, olasılık rasyosunu (odds ratio) bir olayın gerçekleşme olasılığının o olayın gerçekleşmeme olasılığına oranı şeklinde tanımlanmaktadır ve sadeleştirildiğinde iki kategorili bir bağımsız değişken ile ilişkisi şu şekilde ifade edilmektedir (Hosmer ve Lemeshow, 2000: 50);

$$OR = e^{\beta_1} \quad (3.6.)$$

Burada;

OR değeri odds rasyosunu, β_1 değeri bağımsız değişkenin standardize edilmemiş halini, e ise doğal logaritma tabanını belirtmektedir. İkili sonucu olan bağımlı değişkenin bağımsız değişkenden ne şekilde etkilendiği olasılık rasyosu ile ifade edilir ve $\text{Exp}(\beta)$ olarak ifade edilir. Örneğin, olasılık rasyosu 2 olarak bilinen bir bağımlı değişkenin iki sonuçlu bir bağımsız değişkenin varlığı durumunda gerçekleşme olasılığını iki kat arttırmaktadır.

Lojistik regresyonun yansız, sapmasız ve daha anlamlı istatistikler ortaya koyması için örneklemin büyüklüğü önem arz etmektedir. Özellikle bağımlı değişkenin ikiden fazla kategori içermesi durumunda, geçerli bir hipotez testi elde edebilmek için her bir bağımsız değişken başına en az 50 kişilik bir örneklem büyüklüğüne ihtiyaç

duyulmaktadır. Lojistik regresyon analizinin yaygın olarak kullanılma nedenleri ise şu şekilde özetlenmektedir (Çokluk, 2010: 1363);

- Bağımlı değişkenin kategorik özelliğinin yanında bağımsız değişkenlere bir kısıtlama getirilmemektedir ve sürekli, kategorik ya da ikilem olabilmektedirler.
- Lojistik model parametreleri kolay yorumlanabilen ve kullanımı kolay fonksiyonlar üretmektedir.
- Lojistik model analizlerini gerçekleştirecek bilgisayar paket programlarının varlığı.
- Lojistik regresyon negatif olasılıklar üretmemektedir ve bütün olasılıklar 0 ile 1 arasında değişmektedir.
- Bağımlı ve bağımsız değişkenler arasında doğrusal bir ilişki olmasını gerektirmez. Bir başka anlamda lojistik regresyon doğrusal olmayan ilişkiyi koruyarak, ilişkinin formunu doğrusal hale getiren logaritmik dönüşümler gerçekleştirir.

Lojistik regresyon model tahmininde doğrusal regresyondaki en küçük kareler yöntemi yerine en çok olabilirlik (maximum likelihood) yöntemini kullanır. Doğrusal regresyon, gözlemlenen değerler ile tahmin edilmeye çalışılan değişken arasındaki farkı en aza indirmek için en küçük kareler yöntemini kullanmaktadır. Bunun yanında lojistik regresyon gözlemlenen olaylardan bir bağımlı değişkenin ortaya çıkma olasılığını tespit etmek olduğundan en çok olabilirlik yöntemini kullanmaktadır (James, Witten, Tibhirani, 2013: 133).

Araştırmada kullanılan modelin istatistiksel uyumluluğunu test etmenin yollarından biri gözlenen verilerdeki sapmadır. Sapmalar, oluşturulan modelin gözlenen verileri temsil etmede ne kadar zayıf olduğunu göstermektedir. Yapılan çalışmalarda sapmanın sıfır değerine yaklaşması beklenmektedir. Doğrusal regresyon modelinin uyumluluğunu ilişkin R^2 analizi kullanılmaktadır ve yüksek çıkması beklenmektedir. Bunun yanında lojistik regresyon analizinin kullanıldığı modellerde, modelin uyumluluğunu test etmek için Hosmer-Lemeshow (H-L) testinden ve Cox ve Snell R^2 testlerinden faydalanılmaktadır (Connel, 2006: 14).

3.6.2. Test Edilen Hipotezler

Araştırmada katılımcıların risk algısı, finansal okuryazarlık seviyesi, güvenilirlik ve ekonomik beklentiye yönelik algı düzeyleri tespit edilmeye çalışılacaktır. Bu değişkenlerin demografik faktörlere göre farklılık gösterip göstermediği tespit edilecektir. Ayrıca bu değişkenlerin finansal piyasalarda alınıp satılabilen finansal araçların tercihi üzerindeki etkisi araştırılacaktır. Çalışmada kullanılan hipotezler Tablo 8.'de sırasıyla verilmiştir.

Tablo 8. Çalışmada kullanılan Hipotezler

| HİPOTEZLER | |
|--|--|
| ALT AMACA AIT OLUŞTURULAN HİPOTEZLER | <p>H₁: Katılımcıların okuldaki sınıf derecelerine göre finansal okuryazarlık düzeylerinde farklılık bulunmaktadır.</p> <p>H₂: Katılımcıların cinsiyetine göre hisse senedi piyasasına katılım tercihi arasında farklılık bulunmaktadır.</p> <p>H₃: Katılımcıların finansal okuryazarlık düzeyleri ile farklı finansal piyasalara katılım isteği düzeyleri arasında ilişki bulunmaktadır.</p> <p>H₄: Katılımcıların finansal okuryazarlık düzeylerine ilişkin özgüvenleri ile sınıf dereceleri arasında ilişki vardır.</p> |
| TEMEL AMACA AIT OLUŞTURULAN HİPOTEZLER | <p>H₅: Katılımcıların finansal okuryazarlık düzeyleri ile hisse senedi piyasalarına doğrudan katılım isteği arasında ilişki bulunmaktadır.</p> <p>H₆: Katılımcıların risk algısı ile hisse senedi piyasasına katılım isteği arasında ilişki bulunmaktadır</p> <p>H₇: Katılımcıların finansal kurumlara olan güven düzeyleri ile hisse senedi piyasalarına katılım isteği arasında ilişki bulunmaktadır.</p> <p>H₈: Katılımcıların piyasalara dönük kısa vadeli beklenti düzeyleri ile hisse senedi piyasalarına katılım isteği arasında ilişki bulunmaktadır.</p> <p>H₉: Katılımcıların piyasalara dönük orta ve uzun vadeli beklenti düzeyleri ile hisse senedi piyasalarına katılım isteği arasında ilişki bulunmaktadır.</p> |

3.7.MODELLERİN ANALİZİ VE ELDE EDİLEN BULGULARIN YORUMU

3.7.1 Veri Yapısının Analizi ve Demografik Değişkenler

Araştırmada kullanılan demografik değişkenlere ait bilgilerden istatistiksel açıdan önemli olanlara ait bilgiler aşağıda verilmiştir. Buna göre araştırma katılımcılarının

yüzde 55'i kadın ve yüzde 45'i erkek olmak üzere toplam 329 kişi üzerinde gerçekleştirilmiştir.

Katılımcıların eğitim aldıkları sınıflara göre dağılımları Tablo 9.'da verilmiştir.

Tablo 9. Katılımcıların Eğitim Aldıkları Sınıf Derecelerine Göre Dağılımları

| Sınıf | Frekans (n) | Yüzde (%) | Geçerli Yüzde | Kümülatif Yüzde |
|---------------|-------------|--------------|---------------|-----------------|
| 1 | 76 | 23,1 | 23,1 | 23,1 |
| 2 | 79 | 24,0 | 24,0 | 47,1 |
| 3 | 62 | 18,8 | 18,8 | 66,0 |
| 4 | 112 | 34,0 | 34,0 | 100,0 |
| Toplam | 329 | 100,0 | 100,0 | |

Tablo 9'a göre katılımcıların eğitim aldıkları sınıf dereceleri sırasıyla birinci sınıfta yüzde 23,1, ikinci sınıfta yüzde 24, üçüncü sınıfta yüzde 18,8 ve son sınıfta yüzde 34 olmak üzere birbirine yakın bir dağılım göstermektedir.

Daha öncede belirtildiği gibi yapılan pilot uygulamada çalışma katılımcılarına, sermaye piyasası araçlarından biri olan hisse senedi piyasalarına daha önce katılım gösterip göstermedikleri konusunda sermaye piyasalarından hisse senedi piyasalarında reel olarak yatırım yapan katılımcıların oranı %34 olarak tespit edilirken, elinde birikmiş tasarrufu bulunması durumunda hisse senedi piyasalarını tercih edecek katılımcı sayısı toplam katılımcı sayısının yine yüzde 34'üne tekabül edecek şekilde 112 kişi olarak tespit edilmiştir. Bu durum gerçekleşen ile uygun şartların oluşması durumunda tercih edilecek menkul kıymetin farklılaşmasında bir takım değişkenler olduğunu ortaya koymaktadır. Çalışmada bu değişkenler sabit tutularak hisse senedi piyasasına katılım tercihinde ekonomik olmayan faktörlerin etkisi incelenmiştir.

Katılımcıların para piyasası araçları, sermaye piyasası araçları, döviz ve altın piyasası araçları arasından finansal araç tercihleri incelendiğinde altın ve vadeli mevduatı hesaplarının en çok tercih edilen finansal araçlar oldukları tespit edilmiştir. Katılımcılara birden fazla finansal araç tercih hakkının tanınması finansal araç sayısının doğal olarak katılımcı sayısından fazla çıkmasına neden olmuştur. Enflasyon üzerinde risksiz bir getiriye sahip olan vadeli mevduat hesapları ile altın

piyasalarında yaşanan son yıllardaki artışlar bu araçlara olan tercihleri anlamlı kılmaktadır (Tablo. 10).

Tablo 10. Katılımcıların Finansal Araç Tercihleri

| Finansal Araç | Frekans (n) | Yüzde (%) |
|----------------|-------------|-----------|
| Tahvil | 52 | 15,8 |
| Vadeli Mevduat | 150 | 45,6 |
| Hazine Bonosu | 21 | 6,4 |
| Repo | 17 | 5,2 |
| Hisse Senedi | 112 | 34 |
| Döviz | 118 | 35,9 |
| Altın | 170 | 51,7 |
| Hiçbiri | 29 | 8,8 |

Buna göre hisse senedi piyasasına yatırım yapmayı tercih edeceğini belirten katılımcı yüzdesi 34 olarak tespit edilmiştir. Hazine bonosu ve repo gibi kısa vadeli finansal araçlara yönelik tercih düzeyi sırasıyla yüzde 6,4 ve 5,2'de kalmıştır. Ayrıca mevcut finansal araçlardan hiçbirine yatırım yapmak istemeyeceğini belirten katılımcılar toplam örneklemin yüzde 8,5'i olarak tespit edilmiştir.

Çalışma katılımcılarının kaç adet finansal aracı tercih ettikleri Tablo 11.'de verilmiştir. Katılımcıların birikimlerini tek bir finansal araca yatırmak yerine birden fazla finansal aracı tercih etmesi ve riski varlıklar arasında dağıtması, klasik anlamda bir portföy oluşturması durumu ortaya çıkmaktadır. Bir başka deyişle, klasik portföy yaklaşımı yatırım yapılan finansal araç sayısı arttırıldıkça portföyün daha iyi çeşitlendirilmiş bir hale geldiğini ileri sürmektedir.

Tablo 11. Tercih Edilen Finansal Araç Adedi

| Finansal Araç Adedi | Frekans (n) | Yüzde (%) | Geçerli Yüzde | Kümülatif Yüzde |
|---------------------|-------------|-----------|---------------|-----------------|
| 0 | 28 | 8,5 | 8,5 | 8,5 |
| 1 | 99 | 30,1 | 30,1 | 38,6 |
| 2 | 106 | 32,2 | 32,2 | 70,8 |
| 3 | 63 | 19,1 | 19,1 | 90,0 |
| 4 | 20 | 6,1 | 6,1 | 96,0 |
| 5 | 10 | 3,0 | 3,0 | 99,1 |
| 6 | 3 | ,9 | ,9 | 100,0 |
| Toplam | 329 | 100,0 | 100,0 | |

Tablo 11.'e göre finansal araçlardan yalnızca birine yatırım yapmayı tercih edeceğini belirten katılımcılar toplam örneklemin yüzde 30,1'ine tekabül etmektedir. Bununla birlikte yüzde 32,2 ile en fazla katılımcı en çok iki farklı finansal araca yatırım yapabileceklerini belirtmişlerdir. En fazla değişik finansal araca yatırım yapacağını belirten katılımcılar 6 farklı finansal aracı seçmişlerdir ve toplam örneklemin sadece yüzde 0,9'unu oluşturmaktadır. Mevcut finansal araç tercihlerinden hepsine birden yatırım yapacağını belirten katılımcı bulunmazken finansal araçlardan hiçbirine yatırım yapmayı tercih etmeyen katılımcı yüzdesi 8,5 olarak tespit edilmiştir.

3.7.2. Yapılan Testlere Ait Sonuçlar

Katılımcıların finansal okuryazarlık düzeyleri objektif ve sübjektif olmak üzere iki farklı şekilde ölçüldüğü daha önce de belirtilmiştir. Objektif değerlemede katılımcılara temel düzey ve ileri düzey sorularından oluşan 5 adet finansal okuryazarlık sorusu sorulmuştur. Sorular katılımcıların paranın zaman değeri, enflasyon, hisse senedi ve tahvil gibi menkul kıymetler hakkındaki bilgi düzeyini ölçmeyi amaçlamaktadır. Çalışmanın sonuçları öğrenciler üzerinde yapılan ve 16 sorudan oluşan pilot uygulama kapsamında bulunan diğer finansal okuryazarlık anketinin sonuçları ile de uyum göstermektedir ve sonuçlar 100 tam puan üzerinden değerlendirildiğinde 5 sorulu ölçekte 60,60 ortalama elde edilirken 16 sorulu ölçekte ortalama 59,21 elde edilmektedir. Ayrıca yapılan ki-kare homojenlik testi bu iki örneklemin aynı ana kütle temsil ettiğini göstermektedir. Buna göre katılımcıların sorulara verdikleri doğru yanıt sayıları ve yüzdeleri Tablo 12.'de yer almaktadır.

Tablo 12. Finansal Okuryazarlık Sorularına Verilen Doğru Yanıtlar

| Doğru Sayıları | Frekans (n) | Yüzde (%) | Geçerli Yüzde | Kümülatif Yüzde |
|----------------|-------------|--------------|---------------|-----------------|
| 0 | 11 | 3,3 | 3,3 | 3,3 |
| 1 | 37 | 11,2 | 11,2 | 14,6 |
| 2 | 89 | 27,1 | 27,1 | 41,6 |
| 3 | 52 | 15,8 | 15,8 | 57,4 |
| 4 | 74 | 22,5 | 22,5 | 79,9 |
| 5 | 66 | 20,1 | 20,1 | 100,0 |
| Toplam | 329 | 100,0 | 100,0 | |

Katılımcıların finansal okuryazarlık sorularına verdikleri doğru yanıtlar incelendiğinde hiçbir soruya doğru yanıt veremeyen kişiler toplam örneklem içerisinde yüzde 3,3 olarak tespit edilirken soruların hepsine doğru yanıt veren katılımcılar toplam örneklemin yüzde 20,1'ini oluşturmaktadır. Sorulara verilen doğru yanıt sayıları örneklem içerisinde eşite yakın dağılım göstermekle birlikte katılımcıların yüzde 27,1 oran ile en çok iki soruya doğru yanıt verdikleri tespit edilmiştir.

Yapılan ki-kare testleri, finansal okuryazarlığı (FO) ölçmeye yönelik olarak yapılan objektif ve sübjektif değerlendirmeler arasında yüzde 5 anlamlılık düzeyinde bir ilişkinin olduğunu ortaya koymaktadır. Finansal okuryazarlık objektif ve sübjektif ölçümleri arasındaki ilişkinin anlamlılık derecesi Tablo 13.'de verilmektedir.

Tablo 13. Objektif ve Sübjektif Değerlendirmelerin Ki Kare Analizi

| | Değer | df | Aseptomatik Önem (2-taraflı) |
|----------------------|--------|----|------------------------------|
| Pearson Ki-Kare (FO) | 54,189 | 25 | ,020 |
| Geçerli Durum | 329 | | |

Katılımcıların risk algısını (RA) ölçmek için finansal okuryazarlık ölçümündeki gibi objektif ve sübjektif olmak üzere iki farklı ölçekten faydalanılmıştır. Objektif değerlendirme sorusunda katılımcılara beklenen çıktısı eşit, risklilikleri farklı iki projeden hangisini seçmek istedikleri sorulmuştur².

² İlk sorunun ilk seçeneğinde yüzde 50 olasılıkla 100TL kazanç veya yüzde 50 olasılıkla 60TL kayıp ile ikinci seçenekteki yüzde 100 olasılıkla 20 TL kazanç arasında tercih yapması beklenmektedir.

Bir olasılık dağılımının beklenen getirisi, muhtemel her bir getirinin kendisine ait olan olasılıklarının çarpımları toplamı şeklinde ifade edilmektedir ve formülle şu şekilde ifade edilmektedir;

$$E(r) = \sum p_i r_i$$

Burada E(r) beklenen getiriyi, p_i i'inci olası getirinin olasılığını, r_i ise i'inci olası getiriyi göstermektedir.

Buna göre iki farklı seçenekteki projenin beklenen getirileri aşağıdaki şekilde eşit olarak hesaplanmaktadır;

$$E(r_1) = (0,5 \times 100) - (0,5 \times 60) \\ = 20$$

$$E(r_2) = 1 \times 20$$

Olası yıllık getirilerin beklenen değerden uzaklıkları yatırımın riskinin ölçülmesinde kullanılmaktadır. Yatırımın riski olarak da ifade edilen varyans ve onun karekökü olan standart sapma formülle şu şekilde ifade edilmektedir;

$$Varyans = \sigma^2 = \sum p_i [r_i - E(r)]^2$$

$$Standart Sapma = \sqrt{\sigma^2}$$

Buna göre, ilk seçenek 80 TL'lik standart sapma değeri ile standart sapması sıfır olan ikinci seçeneğe göre daha fazla risk taşıdığı formül ile kanıtlanmaktadır.

Rasyonel bireylerin riskten kaçınması ve beklenen getirisi eşit olan iki farklı projeden riski düşük olanı seçmesi beklenmektedir. Bununla birlikte katılımcılar iki farklı seçenek arasında karar verirken rasyonel davranmamaktadır ve bir takım sosyal ve davranışsal faktörlerden etkilenmektedir. Çalışma katılımcılarının yüzde 64,4'ü gibi bir çoğunluğu beklenen getirisi eşit olan risk düzeyi farklı iki farklı projeden riskli olan projeyi seçmiştir.

Katılımcıların risk algısını ölçmeye yönelik oluşturulan iki farklı ölçek arasındaki ilişkinin düzeyi Tablo 14.'te gösterilmiştir.

Tablo 14. Objektif ve Sübjektif Değerlendirmelerin Ki Kare Analizi

| | Değer | df | Aseptomatik Önem (2-taraflı) |
|----------------------|---------|----|------------------------------|
| Pearson Ki-Kare (RA) | 182,043 | 9 | ,000 |
| Geçerli Durum | 329 | | |

Buna göre yüzde 5 anlamlılık düzeyinde bir ilişkinin olduğu ortaya konulmuştur. Ayrıca yapılan eşleştirilmiş örneklem t testleri de objektif ve sübjektif ölçümler arasında bir fark olmadığını ortaya koymaktadır. Bu sonuçlar, modellerde kullanılacak olan ve bireylerin kendilerini değerlendirdikleri finansal okuryazarlık ve risk algısı likert ölçeklerin güvenilirliğini arttırmaktadır.

Toplum bireylerinin birbirine karşı duyduğu güven seviyesi ekonomik gelişmişlik ve büyüme ile ilişkilendirilmiştir (Schmidt, 2003). Ayrıca güven seviyesi bilgi paylaşımını arttırarak bireylerin finansal araç tercihine etki etmektedir. Güven seviyesi yüksek bireylerin hisse senedi gibi daha uzun vadede getirisi yüksek olan finansal araçlara yöneldikleri tespit edilmiştir (Georgarakos ve Pasini, 2011; 693). Çalışma katılımcıların toplumun diğer bireyelerine olan güven seviyeleri ve finansal kurumlara olan güven seviyeleri 7 dereceli likert ölçek ile ölçülmüştür ve değişkenler arasında anlamlı ilişki tespit edilmiştir. Katılımcıların toplumun diğer bireyelerine ve finansal kuruluşlara karşı güven algısı incelendiğinde ortalama değerler sırasıyla 4 ve 4,19 olduğu tespit edilmiştir. Bir başka deyişle katılımcıların güven algısı normal dağılım göstermektedir ve ortalama değer olan 4'de kümelenme yapmaktadır. Buna ilişkin yapılan tek örneklem Kolmogorov-Smirnov testi de değişkenin normal dağılımını göstermektedir (Tablo 15.).

Tablo 15. Kolmogorov-Smirnov Testi Sonuçları

| Panel A | Kolmogorov-Smirnova | | | Shapiro-Wilk | | |
|----------------|----------------------------|-----|--------------|---------------------|-----|----------|
| Kuruma Güven | Değer | df | Anl. (p) | Değer | df | Anl. (p) |
| | ,150 | 329 | ,000 | ,947 | 329 | ,000 |
| Panel B | | | Değer | Stand. Sap. | | |
| Kuruma Güven | Ortalama | | 4,1945 | ,08820 | | |
| | Medyan | | 4,0000 | | | |
| | Varyans | | 2,560 | | | |
| | Std. Sapma | | 1,59988 | | | |
| | Minimum | | 1,00 | | | |
| | Maximum | | 7,00 | | | |
| | Aralık | | 6,00 | | | |
| | Skewness | | -,029 | ,134 | | |
| | Kurtosis | | -,545 | ,268 | | |

Çalışma katılımcılarının finansal araçlara yönelik olarak tercihlerini tespit etmeye yönelik olarak kullanılan bir diğer değişken katılımcıların hisse senedi piyasalarına dönük olarak beklentileridir. Buna göre çalışma katılımcılarından Borsa İstanbul'a (BİST) yönelik kısa, orta ve uzun vadeli beklentileri sorulmuştur. Kısa vadede BİST'in yönünün negatif olacağını beklediğini belirten katılımcılar yüzde 41, değişmeyeceğini belirten katılımcılar yüzde 29,2 olarak tespit edilmiştir. Bununla birlikte orta ve uzun vadede BİST'in negatif büyüme göstereceğini beklediğini belirten katılımcı yüzdesi 29,8, değişmeyeceğini belirten katılımcılar yüzde 35 olarak tespit edilmiştir.

3.7.3. Bulgular ve Değerlendirme

Çalışmanın hipotezleri değişkenler arasındaki ilişkileri ve farklılıkları tespit etmeye yönelik olarak tasarlanmıştır. Önce alt amaca yönelik hipotezler analiz edilmiş daha sonra temel amaca hizmet eden hipotezler test edilmiştir. Çalışma katılımcılarının eğitim aldıkları sınıf düzeyine göre finansal okuryazarlık düzeyinde farklılık olup olmadığı One- way ANOVA testi ile incelenmiştir. Tablo 16.'da çalışma katılımcılarının eğitim aldıkları sınıf düzeylerine göre finansal okuryazarlık düzeylerinin farklılaştığını göstermektedir ve H_1 hipotezi kabul edilmiştir.

Tablo 16. Katılım Gösterilen Sınıf Düzeyinin Finansal Okuryazarlığa Etkisi

| | Kareler Toplamı | df | Ortalamaların Karesi | F | p |
|---------------|-----------------|-----|----------------------|--------|------|
| Gruplar Arası | 184,579 | 3 | 61,526 | 40,882 | ,000 |
| Grup İçi | 489,117 | 325 | 1,505 | | |
| Toplam | 673,696 | 328 | | | |

Gruplar arasındaki farklılığın nedenini tespit etmek için Scedge testi kullanılmıştır. Tablo 17.'de bu teste ilişkin sonuçlar verilmiştir. Gruplar arası karşılaştırılmanın yapılabildiği Scheffe testinde gruplar arasında ANOVA testi ile tespit edilen anlamlı farklılığın üçüncü ve dördüncü sınıfların diğer sınıflara göre anlamlı bir fark gösterdiği tespit edilmiştir. Başka bir ifade ile üçüncü ve dördüncü sınıflar finansal okuryazarlık konusunda diğer sınıflara göre çok daha etkin olarak tespit edilmiştir ve bu etkinlik istatistiksel açıdan da anlamlı büyüklüktedir.

Tablo 17. Sınıf Düzeyindeki Farklılıkların Scheffe Testi İle Anlamlandırılması

| (I) Sınıf Derecesi | (J) Sınıf Derecesi | Ort. Fark (I-J) | β | p | 95% Güven Aralığı | |
|-----------------------|-----------------------|-----------------|---------|-------|-------------------|-----------|
| | | | | | Alt Sınır | Üst Sınır |
| 1,00 | 2,00 | ,15123 | ,19711 | ,899 | -,4027 | ,7052 |
| | 3,00 | -1,42615* | ,20994 | ,000 | -2,0161 | -,8362 |
| | 4,00 | -1,41635* | ,18232 | ,000 | -1,9287 | -,9040 |
| 2,00 | 1,00 | -,15123 | ,19711 | ,899 | -,7052 | ,4027 |
| | 3,00 | -1,57738* | ,20814 | ,000 | -2,1623 | -,9925 |
| | 4,00 | -1,56759* | ,18024 | ,000 | -2,0741 | -1,0611 |
| 3,00 | 1,00 | 1,42615* | ,20994 | ,000 | ,8362 | 2,0161 |
| | 2,00 | 1,57738* | ,20814 | ,000 | ,9925 | 2,1623 |
| | 4,00 | ,00979 | ,19419 | 1,000 | -,5359 | ,5555 |
| 4,00 | 1,00 | 1,41635* | ,18232 | ,000 | ,9040 | 1,9287 |
| | 2,00 | 1,56759* | ,18024 | ,000 | 1,0611 | 2,0741 |
| | 3,00 | -,00979 | ,19419 | 1,000 | -,5555 | ,5359 |

*. Ortalama fark 0.05 düzeyinde anlamlıdır.

Katılımcıların cinsiyetlerine göre hisse senedi piyasasına katılım tercihi arasında bir ilişkinin varlığı bağımsız iki grup arası farkların testi (independent samples t-test) ile incelenmiştir. Bu testin uygulanabilmesi için öncelikle gruplar arasında varyansların eşit olup olmamasına bakılmıştır. Varyansların eşitliğine Levene testi ile

bakılabilmektedir ve varyansların eşitliği durumunda iki gruba ait varyansların birleştirilmesi gerekmektedir (Altunışık vd., 2010: 188).

Tablo 18. Katılımcıların Cinsiyetine Göre Hisse Senedi Piyasasına Katılım Tercihi

| HisseSenedi | Levene Testi | | Ortalama Eşitliği t-testi | | | | | | |
|------------------------------|--------------|------|---------------------------|-------|----------------|-----------|---------------|-------------------|------|
| | F | p | t | df | Ön. (2-kuyruk) | Ort Fark. | St.Sap. Fark. | 95% Güven Aralığı | |
| | | | | | | | | Alt | Üst |
| Eşit Varyans Tahmini | 11,44 | ,001 | -1,7 | 327 | ,075 | -,0935 | ,05242 | -,196 | ,009 |
| Eşit olmayan Varyans Tahmini | | | -1,7 | 305,2 | ,077 | -,0935 | ,05276 | -,197 | ,010 |

Tablo 18’de de görüldüğü gibi yapılan Levene testi yüzde 5 anlamlılık düzeyinde kritik değerinin altında kalması sonucunda farklı varyansların olması durumunda dikkate alınacak olan eşit olmayan varyans tahmininin önem derecesi 0,077 olarak tespit edilmiştir. Bu değer yüzde 5 anlamlılık düzeyinde hisse senedi piyasasına katılım tercihinde kadınlar ve erkekler arasında anlamlı bir farklılığın olmadığını ortaya koymaktadır ve H_2 hipotezi ret edilmiştir.

Çalışmanın bir diğer hipotezi (H_3), finansal okuryazarlık düzeyinin kullanılan farklı finansal araçların tercihine ne şekilde yansıdığı üzerine kurulmuştur. Bir başka ifade ile finansal okuryazarlığın artması ile yatırım tercihi yapılan finansal araç sayısının artması beklenmektedir. Yapılan doğrusal regresyon analizi ile değişkenler arasında ilişkinin yönünü ve boyutunu gösteren analiz sonuçları Tablo 19.’da gösterilmiştir.

Tablo 19. Finansal Okuryazarlık Düzeyi ve Yatırım Tercihi Yapılan Finansal Araç Sayısı İlişkisi

| Model | Standardize Edilmemiş Katsayılar | | Standardize Edilmiş Katsayılar | t | p |
|-----------------------|----------------------------------|------------|--------------------------------|-------|------|
| | B | Std. Error | Beta | | |
| (Sabit) | ,875 | ,143 | | 6,100 | ,000 |
| Finansal Okuryazarlık | ,361 | ,043 | ,423 | 8,435 | ,000 |

R^2 : 0,176

a. Bağımlı Değişken: Finansal Araç Çeşidi

Buna göre elde edilen bulgular ile finansal okuryazarlık düzeyinin tercih edilen finansal araç sayısı üzerindeki açıklayıcılığı yüzde 17 olarak tespit etmiştir ($R^2 = 0,179$). Tablo 20. ayrıca yapılan ANOVA analizi de modelin yüzde 5 güvenilirlik düzeyinde anlamlı olduğunu ortaya koymaktadır ($p= 0,000$).

Tablo 20. Finansal Okuryazarlık Düzeyi ve Yatırım Tercihi Yapılan Finansal Araç Sayısına İlişkin Anova Analiz Sonuçları

| Kareler Toplamı | df | Ortalamaların Karesi | F | p |
|-----------------|-----|----------------------|--------|------|
| 87,869 | 1 | 87,869 | 71,152 | ,000 |
| 403,827 | 327 | 1,235 | | |
| 491,696 | 328 | | | |

Buna göre model şu şekildedir;

$$Y_{FFAK} = ,875 + ,361 X_{FOY}$$

Kurulan bu modele göre finansal okuryazarlıktaki bir birimlik artış tercih edilen finansal araç sayısını 0,361 birim olarak arttırmaktadır. Bu sonuca göre H_3 hipotezi de kabul edilmiştir.

Çalışmanın bir diğer hipotezi, katılımcıların finansal okuryazarlık konusunda aşırı özgüvene sahip olmasıdır. Katılımcıların finansal okuryazarlık düzeyini ölçen iki farklı ölçek arasındaki fark özgüven seviyesini vermektedir. Yapılan ki-kare analizi özgüven değişkeni ile risk algısı arasında anlamlı bir ilişki ortaya koymuştur ($X^2= ,659$; $sd= 99$; $p<0,0001$). Aşırı özgüven bireylerin bilgilerini aşırı değerlemesine ve riskleri düşük tahmin etmesine yol açmasından dolayı risk algısını etkileyerek bağımlı değişken üzerinde dolaylı olarak etkide bulunmaktadır.

Finansal okuryazarlık konusunda katılımcıların özgüven seviyeleri tanımlayıcı istatistiklerle incelendiğinde katılımcıların yüzde 36,1'inin finansal okuryazarlık seviyesini aşırı olarak değerledikleri ortaya çıkmıştır. Bir başka deyişle katılımcıların yüzde 36,1'i finansal okuryazarlık konusunda aşırı özgüvene sahip bulunmaktadır. Yapılan ANOVA analizi, yüzde 1 anlamlılık düzeyinde katılımcıların eğitim aldıkları sınıf düzeyleri ile finansal okuryazarlık düzeylerine ilişkin özgüvenleri

arasında anlamlı bir ilişkinin olduğunu ortaya koymuştur ($F=38,818$; $sd=1$; $p = 0,000$).

Finansal okuryazarlık konusundaki özgüven seviyesi ile eğitim alınan sınıf derecesi arasındaki ilişkinin yönü basit regresyon analizi ile incelenmiştir. Regresyon analizinin sonuçları Tablo 23’de gösterilmiştir.

Tablo 21. Finansal Okuryazarlık Özgüveni ile Eğitim Alınan Sınıf İlişkisi

| Model | Standardize Edilmemiş Katsayılar | | Standardize Edilmiş Katsayılar | t | p |
|----------------|----------------------------------|-----------|--------------------------------|--------|------|
| | B | Std. Hata | Beta | | |
| (Sabit) | 1,039 | ,219 | | 4,738 | ,000 |
| Sınıf Derecesi | -,473 | ,076 | -,326 | -6,230 | ,000 |

a. Bağımlı Değişken: Özgüven

Finansal okuryazarlık konusundaki özgüven seviyesi ile katılımcıların eğitim aldıkları sınıf düzeyleri arasındaki ilişki regresyon analizi ile incelendiğinde negatif yönlü bir ilişkinin olduğu ortaya çıkmaktadır. Bir başka deyişle, katılımcılar bir üst sınıfa geçtikçe finansal okuryazarlık konusundaki özgüven seviyeleri azalmaktadır. Buna göre H_4 hipotezi de kabul edilmiştir ve değişkenler arasında negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir.

Literatürde ekonomik olmayan faktörler olarak kabul edilen risk algısı, geleceğe dönük kısa vadeli ve uzun vadeli beklentiler, finansal okuryazarlık düzeyi ve güven düzeyinin hisse senedi piyasasına katılım tercihi üzerindeki etkisi, bağımlı değişkenin kategorik seçenekler içermesinden dolayı, lojistik regresyon ile test edilmiştir.

Bu modelde bağımlı değişken iki değer almaktadır. Bunlar $Y_1 = 0$ (Katılmıyorum) ve $Y_2 = 1$ (Katılıyorum)’dir. Modelin bu yapısı çalışma katılımcılarının hisse senedi piyasasına katılım tercihi olasılığını, bağımsız değişkenlerin ne oranda etkilediğini göstermektedir. Modeller test edilirken finansal okuryazarlığı ölçmeye yönelik olarak kullanılan objektif değerlendirmelerden faydalanılmıştır. Katılımcıların subjektif bir şekilde kendilerini değerledikleri finansal okuryazarlık düzeyleri yapılan testlerde anlamlı sonuçlar vermemektedir. Sonuç olarak finansal okuryazarlığın katılımcılar

tarafından subjektif olarak değerlendirilmesi yalnızca özgüven seviyelerinin tespitinde kullanılmıştır.

Bağımlı değişken ile bağımsız değişkenler arasındaki beklenen ile gerçekleşen değerler arasındaki bağlantıyı ölçen Hosmer ve Lemeshow testi sonuçları Tablo 21’de verilmiştir. İstatistiksel açıdan anlamsız bir ki-kare test değeri beklenen ve gözlenen değerler arasında bir fark bulunmadığını ortaya koymaktadır ve modelin anlamlığını arttırmaktadır. Diğer bir ifadeyle bağımsız değişkenlerden hiç birinin bağımlı odds oranıyla anlamlı doğrusal bir ilişki göstermediği şeklindeki hipotezi test eden Hosmer-Lemeshow testi sonuçlarına göre elde edilen p değeri %1 anlam düzeyinden büyük bulunmuştur (Hosmer–Lemeshow testi p değeri 0,066). Buradan, model uyumunun oldukça iyi olduğu sonucuna varılabilir. Diğer bir ifadeyle model, verilere yeterli ve sağlıklı bir şekilde uymaktadır şeklindeki hipotez kabul edilmiştir.

Tablo 22. Hosmer ve Lemeshow Test Sonuçları ve R² Değerleri

| Hosmer ve Lemeshow Test Sonuçları | | | |
|---|-------------------|----------------------|---------------------|
| Adım | Ki-Kare | df | p |
| 1 | 14,660 | 8 | ,066 |
| Cox ve Snell R ² ve Nagelkerke R ² değeri | | | |
| Adım | -2 Log likelihood | Cox & Snell R Square | Nagelkerke R Square |
| 1 | 139,217 | ,577 | ,798 |

Tablo 21.’den de görüldüğü üzere modelin açıklayıcılığını belirten, bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken üzerindeki etkisini belirten, Cox ve Snell R² değeri yüzde 57,7 ve Nagelkerke R² istatistiği ise yüzde 79,8 olarak tespit edilmiştir. Bu oranlar bireylerin hisse senedi piyasasına katılımları ile yatırım kararlarını etkileyen ekonomik olmayan faktörler arasında %57 ila %79 arasında değişen oranlarda bir ilişkinin olduğunu göstermektedir (Tablo 22.)

Modelin etkinliğine ilişkin bir diğer gösterge sınıflandırma tablosudur. Bu tabloya göre önerilen model genel olarak yüzde 92,4 oranında doğru bir sınıflandırma yapılmıştır. Bu veriler modelin uyum istatistiklerinin anlamlı ve geçerli olduğunu göstermektedir.

Hisse senedi piyasalarına katılım ile bu katılımı açıklayan ekonomik olmayan faktörler arasındaki modele ilişkin değişkenlerin anlamlılık düzeylerine ait istatistiksel veriler Tablo 23.'de bulunmaktadır.

Tablo 23. Modeldeki Faktörlere İlişkin Kurulan Lojistik Regresyon Analizi Sonuçları

| Faktörler | B | S.E. | Wald | df | p | Exp(B) |
|-----------|---------|-------|--------|----|------|--------|
| FOY | ,824 | ,195 | 17,918 | 1 | ,000 | 2,279 |
| KVB | 1,801 | ,280 | 41,491 | 1 | ,000 | 6,054 |
| OUVB | 1,029 | ,260 | 15,661 | 1 | ,000 | 2,799 |
| FKG | -,123 | ,151 | ,663 | 1 | ,041 | ,884 |
| RA | ,370 | ,113 | 10,653 | 1 | ,001 | 1,448 |
| Sabit | -13,953 | 1,748 | 63,695 | 1 | ,000 | ,000 |

Tablo incelendiğinde 5 değişkenin modelin açıklanmasında anlamlı katkısının olduğu gözlenmektedir. Buna göre model şu şekilde kurulmaktadır;

$$L_{HSPK} = -13,953 + 0,370 X_{RA} + 0,824 X_{FOY} + 1,801 X_{KVB} + 1,029 X_{OUVB} - 0,123 X_{FKG}$$

Bağımsız değişkenlerin katsayılarına ilişkin pozitif değerler hisse senedi piyasasına katılım olasılığını arttırdığını göstermektedir. Bununla birlikte, finansal kurumlara olan güvenin bağımlı değişkene yönelik negatif etkisi subjektif ölçeğin yapısından kaynaklanmaktadır. Bir başka deyişle finansal kurumlara olan güven seviyesi arttırıldıkça bireylerin hisse senedi piyasalarına olan katılım eğilimi olasılığı artmaktadır.

Ayrıca Exp(B) değeri değişkenlerden açıklayıcılığı en yüksek değişkeni göstermektedir. Buna göre bireylerin hisse senedi piyasalarına katılım eğilimini etkileyen değişkenlerin başında piyasalara dönük beklentiler (Exp(B)=6,054, Exp(B)=2,799) ve finansal okuryazarlık düzeyi (Exp(B)=2,279) gelmektedir. Elde edilen sonuçlara göre risk algısı, finansal okuryazarlık, finansal kurumlara olan güven düzeyi, piyasalara dönük kısa, orta ve uzun vadeli beklentiler bireylerin hisse senedi piyasalarına katılım eğilimi olasılığını arttırmaktadır. Buna göre çalışmanın sırasıyla H₅, H₆, H₇, H₈ ve H₉ hipotezleri de kabul edilmiştir. Literatürde yapılan çalışmalar hisse senedini elde tutma süresi ile geleceğe dönük beklentilerin (Döm,

2003: 202) ve finansal konularda eğitim alınması ile finansal okuryazarlık düzeyinin (Bayrakdaroğlu ve Şan, 2014) ilişkili olduğunu ortaya koymuştur.

GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Klasik finans teorileri piyasalarda yatırım yapan yatırımcıların rasyonel hareket ettikleri varsayımından hareket ederek teorilerini oluşturmaktadır. Bu teorilerde rasyonel yatırımcıların yatırım yapacağı finansal aracın riskliliği ölçüsünde bir getiri bekleyeceği varsayılmıştır. Bununla birlikte literatürde yapılan deneysel çalışmalar, reel piyasada yatırım yapan bireysel ve kurumsal yatırımcıların rasyonel davranmadıklarını, karar alma sürecindeki çelişkileri ve zorlukları azaltmak için bir takım hevristiklerden, bilişsel önyargılardan ve duygusal faktörlerden etkilendiklerini ortaya koymuştur. Bu faktörler çalışmanın ilk bölümünde ayrıntılı olarak yer almaktadır.

Hisse senedi piyasasına katılım tercihini açıklamada ekonomik faktörlerin yetersiz kalması hisse senedi piyasasına katılım tercihini etkileyen ekonomik olmayan davranışsal faktörlerin literatürde önem kazanmasına neden olmuştur. Bu faktörler bireylerin demografik özelliklerine göre klasik faktörler ile güven düzeyleri, bilişsel zekâ seviyeleri, finansal okuryazarlık ve teknoloji okuryazarlığı yetkinlikleri, sosyal ilişkiler ve etkileşim düzeyleri gibi modern faktörlere göre iki ana bölüme ayrılmıştır ve çalışmanın ikinci bölümünde değinilmiştir. Literatürde yapılan çalışmalar gelir seviyesine göre ve eğitim düzeylerine göre bireylerin hisse senedi piyasasına katılım düzeylerine göre farklılaştığını ortaya koymaktadır. Ayrıca risk almayı seven, toplumun diğer bireyleri ile güvenli bir ilişki içerisinde sosyalliğe sahip, bilişsel zekâ seviyesi görece daha yüksek finansal okuryazarlık ve teknoloji okuryazarlığına sahip bireylerin hisse senedi piyasasına daha fazla katılım gösterdikleri tespit edilmiştir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde ampirik bir çalışma ile İşletme bölümü öğrencilerinin finansal okuryazarlık seviyeleri, risk algısı düzeyleri, hisse senedi piyasalarına ilişkin kısa, orta ve uzun vadeli beklenti düzeyleri ile finansal araçlara ulaşımı sağlayan finansal aracı kuruluşlara karşı güven seviyeleri ölçülmüştür. Ayrıca katılımcıların belirli bir birikim düzeyine ulaşmaları durumunda çeşitli finansal piyasalardan hangilerini tercih edecekleri tespit edilmiştir. Elde edilen sonuçlar katılımcıların %51,7'sinin birikimleri olması durumunda altın piyasasında değerlendirmek isteyecekleri şeklindedir.

Çalışmada katılımcıların eğitim aldıkları sınıf derecelerine göre finansal okuryazarlık düzeyinde farklılaşmalar yaşandığı tespit edilmiştir. Finansal okuryazarlık seviyesinin hangi düzeyde yeterli seviyede olduğunu değerlendirmeye yönelik genel bir kabul olmamakla birlikte çalışmada öğrencilerin finansal okuryazarlık seviyesi 100 tam puan üzerinden ortalama 60,60 olarak tespit edilmiştir. Ayrıca finansal okuryazarlık düzeyinin eğitim alınan sınıf derecesi ile birlikte arttığı tespit edilmiştir. Ayrıca finansal okuryazarlık düzeyi ile çeşitli finansal araçları kullanma düzeyi arasında da ilişki tespit edilmiştir. Buna göre finansal okuryazarlık düzeyi arttıkça bireylerin yatırım yapmayı tercih edecekleri finansal araç sayısı çeşitlenmektedir. Bu durum finansal okuryazarlık seviyesi yüksek olan bireylerin klasik anlamda portföy oluşturmaya yöneleceklerinin bir göstergesi olmaktadır. Ayrıca finansal okuryazarlık seviyesindeki artışlar hisse senedi piyasasına olan katılım eğilimini de arttırmaktadır. Çalışmanın bu bulguları, literatürde Lusardi (2007) ve Nunoo ve Andoh (2012) tarafından ortaya konan bulguları desteklemektedir.

Bireylerin kararlarına etki eden faktörlerden biri de bireylerin konu hakkındaki özgüven seviyeleridir. Aşırı özgüven bireylerde riskin daha düşük değerlemesine ve bireylerin yetkinliklerini daha yüksek değerlendirmelerine yol açmaktadır. Çalışma katılımcılarının %36,1'inde aşırı özgüven tespit edilmiştir. Ayrıca bu çalışmada finansal okuryazarlık düzeyi ile özgüven seviyeleri arasında ters yönlü bir ilişki tespit edilmiştir.

Hisse senedi piyasasına yatırım tercihinin etki eden değişkenlerden biri olarak da risk algısı tespit edilmiştir. Elde edilen bulgular bireylerin rasyonel davranarak beklenen getirisi eşit olan iki farklı projeden risk düzeyi yüksek olanı seçebildiklerini göstermektedir. Buna göre, Allen ve Gale (1994) tarafından ortaya konan, risklilik seviyesi yüksek olan hisse senedi piyasalarına yatırım tercihi yapabilmek için bireylerin risk almaya yatkın olmaları gerekmektedir görüşü ile çalışmanın bulguları paralellik göstermektedir.

Literatürde yapılan çalışmalar toplum bireyleri arasındaki güven seviyesi ile ekonomik gelişmişlik ve piyasalara olan katılım seviyeleri arasında ilişki tespit etmiştir. Bu kuramsal temelden yola çıkılarak çalışmada piyasalara katılımı aracı olan kuruluşlara karşı İşletme bölümü öğrencilerinin güven seviyeleri tespit

edilmiştir ve finansal kurumlara olan güven seviyesinin piyasalara olan katılım olasılığına %37 olumlu katkı yaptığı bulgulanmıştır. Berg vd. (1995) tarafından ortaya konan ekonomik ilişkilerin güven ile artacağına ilişkin hipotez desteklenmiş olmaktadır.

Finansal piyasalardaki yatırım eğilimlerine etki eden bir diğer faktör beklentiler olarak tespit edilmiştir. Buna göre özellikle piyasalara dönük kısa vadeli beklentilerin bireylerin tercihlerinde önemli bir rol oynamaktadır. Çalışmada kısa vadede BIST'in düşüş yaşayacağını belirten öğrenci oranı %41 olarak tespit edilmiştir. Ayrıca öğrencilerin orta ve uzun vadeli beklentilerinin de olumlu olması durumunda da piyasaya katılım tercihlerinde olumlu etkileri görülmektedir. Beklenti değişkeni piyasalarla ilgili birçok faktörün değerlendirilmesi sonucu elde edilmesi nedeni ile yatırım tercihlerine doğrudan etki eden bir değişken olarak açıklayıcılığı artmaktadır. Bu bulgular da literatürdeki Arrondel vd. (2014) tarafından yapılan çalışmanın bulgularını destekler niteliktedir.

Hisse senedi piyasalarının tercih sebeplerinin tespit edilmesi ve piyasalara olan katılımın artırılması makro ve mikro taraflar açısından bir takım avantajlar sağlamaktadır. Katılım sonucu piyasalardaki likidite seviyeleri artmaktadır fonların maliyeti düşmektedir. Bunun yanında yatırımcılar vadesi olmayan bir yatırım aracına yatırım yaparak sermaye kazancı, temettü kazancı ve vergi avantajı gibi hisse senedinin sağladığı bir takım maddi haklardan faydalanmaktadır. Bu bağlamda ele alındığında piyasalara olan katılımın artırılması kamu, özel sektör ve bireyler açısından çok taraflı bir kazanım stratejisi oluşturmaktadır.

Bundan sonraki çalışmalarda bireylerin bilişsel zekâ seviyeleri, sosyal ilişki ve etkileşim kabiliyetleri, teknoloji ve interneti kullanım düzeyleri gibi diğer ekonomik olmayan faktörler ile piyasalara katılım tercihleri arasındaki ilişkiler incelenebilir. Ayrıca bu değişkenlerin piyasalarda aktif olarak işlem yapan bireylerin katılım düzeyleri ve getiri performansları üzerinde etkileri araştırılabilir.

KAYNAKÇA

- AGARWAL, Sumitand, B., Cognitive Abilities and Household Financial Decision Making, FRB of Chicago Working Papers No. 2010-16, November 23, 2010
- AKTAŞ, C. ve ORKUN, C., Lojistik Regresyon Analizi ile Eskişehir'in Sis Kestiriminin İncelenmesi, İstanbul Ticaret Üniversitesi Fen Bilimleri Dergisi, Yıl.8, Sayı.16, 2009, ss.47-59
- AKTAŞ, Cengiz, Lojistik Regresyon Analizi: Öğrencilerin Sigara İçme Alışkanlığı Üzerine Bir Uygulama, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Sayı.26, 2009, ss.107-121
- ALAN, Sule, Entry Costs And Stock Market Participation Over The Life Cycle, Review of Economic Dynamics 9 (2006),ss. 588–611
- ALLAIS, M., The Foundations of a Positive Theory of Choice Involving Risk and a Criticism of the Postulates and Axioms of the American School. M.Allais ve Hagen G.M. (Ed.). Expected Utility Hypotheses and the Allais Paradox (ss.27-145).Springer Netherlands, 1953
- ALLEN, Franklin, GALE, Douglas, Limited Market Participation and Volatility of Asset Prices, The American Economic Review, Vol. 84, No. 4 (Sep., 1994), ss. 933-955
- ALMENDIER, U. ve TATE, G., CEO Overconfidence and Corporate Investment. The Journal of Finance, 60: (2005) 2661–2700.
- ALTUNIŞIK, R., COŞKUN, R., BAYRAKTAROĞLU, S., YILDIRIM, E., Sosyal Bilimlerde Araştırma Yöntemleri ve Spss Uygulamaları, Sakarya 2010
- American Psychologist Association (APA) Report, Intelligence: Knows and Unknowns, Vol.51, No.2, 1996, ss. 77-101
- ANBAR, Adem; Online Yatırımlar ve Türkiye Açısından Bir Değerlendirme; DEÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi Cilt 3, Sayı:3, 2001
- ANDERSON, P., RAKOW, T., Now You See It Now You Don't: The effectiveness of the Recognition Heuristic for Selecting Stocks, Judgment and Decision Making, Vol. 2, No. 1, 2007, ss. 29- 39

- ARANSON, E., CARLSMITH, J., M., Effect of the severity of threat on the devaluation of forbidden behavior. *Journal of Abnormal and Social Psychology*, 66(6), 1963, ss. 584-588
- ARANSON, E., The Theory of Cognitive Dissonance: A Current Perspective. *Advances in Experimental Social Psychology*. V.4, 1969, ss. 2-32.
- ARONSON, E.. The theory of cognitive dissonance: A current perspective. In L. Berkowitz (Ed.), *Advances in experimental social psychology*. New York: Academic Press, 1969
- ARRONDEL, Luc, PARDO, Hector Calvo ve OLIVER, Xisco; Temperance in The Stock Market Participation: Evidence form France, *Economica* (2010) 77, ss. 314-333
- ARRONDELY, Luc., PARDO, Hector ve TAS, Derya, Subjective Return Expectations, Information and Stock Market Participation: Evidence From France, Southampton Discussion Paper No. 1415, 2014
- ATEŞ, Alper ve ALTAN, Mikail; Güncel İşletmecil Konuları Kitabında Bölüm Davranışsal Finans: Yatırım Kararlarını Etkileyen Psikolojik Önyargılar, 2008, ss. 128-154
- BAKER, H.Kent ve NOFSINGER, John R., Psychological Biases of Investors, *Financial Services Review* 11 (2002), ss. 97-116
- BARAK, O., Davranışsal Finans: Teori ve Uygulama, Gazi Kitabevi, Ankara 2008
- BARBER, B. ve ODEAN, T., Boys will be boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment, *The Quarterly Journal of Economics*, 116 (1): 2001, ss. 261-292.
- BARBER, Brad M. ve ODEAN, Terrance, The Internet and The Investor; *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, No. 1 (Winter, 2001), ss. 41-54
- BARBERIS, Nicholas, HUANG, Ming ve THALER, Richard; Individual preferences and Stock Market Participation: A Case for Narrow Framing, *The American Economic Review*, Vol. 96, No.4, Sep 2006, ss. 1069-1090

- BARNEA, Amir, CRONQVIST, Henrik ve SIEGEL, Stephan; Nature or Nurture : What determines investor behavior?, *Journal of Financial Economics* 98 (2010), ss. 583–604
- BARON, J., Myside Bias in Thinking About Abortion. *Thinking & Reasoning Journal*, Vol.1, 3, 1995, ss.221-235
- BAŞÇI, Erdem ve EKİNCİ, M.,F., Bond Premium in Turkey, Inflation Risk or Default Risk?, *Emerging Markets Finance and Trade*, 41 (2), 2002, ss. 25-40
- BATEMAN, Ian, DENT, Sam, PETERS, Ellen, SLOVIC, Paul ve STARMER, Chris; The Affect Heuristic and the Attractiveness of Simple Games, *Journal of Behavioral Decision Making*, 20 (2007): ss.365-380
- BAYRAKDAROĞLU, Ali ve ŞAN, Fırat, B., Financial Literacy Training As a Strategic Management Tool Among Small and Medium Sized Businesses Operating In Turkey. *Procedia Social and Behavioral Sciences*, 10th Strategic Management Conference, Rome 2014
- BEALAND, Diana ve DELPACHITRA, J. Sarath B.; Financial Literacy Among Australian University Students, *Economic Papers* Vol. 22 No. 1 March 2003 ss. 65-78
- BEHRMAN, Jere R., MITCHELL, Olivia S., SOO Cindy ve BRAVO David, Financial Literacy, Schooling and Wealth Accumulation, National Bureau of Economic Research Working Paper 16452, October 2010
- BENJAMIN, Daniel J., BROWN, Sebastian A., ve SHAPIRO, Jesse M., Who is Behavioral? Cognitive Ability and Anamolous Preferences, *Journal of the European Economics Association*, 2006
- BENJAMIN, Daniel J. ve SHAPIRO, Jesse M., Does Cognitive Ability Reduce Psychological Bias?, Harvard University JEL classification J24, D14, C91, February 14, 2005
- BERG, Joyce, DICKHAUT, John ve MCCABE, Kevin, Trust, Reciprocity and Social History, *Games and Economic Behaviour* 10, (1995), ss. 122-142

- BERNOULLI, D., Exposition of a New Theory on the Measurement of Risk. *Econometrica*, Vol.22, 1, 1954, ss.23-36
- BESLEY, S. ve BRIGHAM, Eugene, F., *Essentials of Managerial Finance*. The Dryden Press, Orlando 2000
- BILLIAS, Yannis, GEORGARAKOS, Dimitris ve HALIASSOS, Michael; Portfolio Inertia and Stock Market Fluctuations, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.42, No.4, June 2010, ss. 715-742
- BOGAN, Vicki; Stock Market Participation and the Internet; *Journal Of Financial And Quantitative Analysis*, Vol. 43, No, 1. March 2008, ss. 191-212
- BRAZEL, Joseph F. ve JACKSON, Scott B., RECH, Tammie Janell and STEWART, Bryan W., (December 9, 2013). Hindsight Bias and Professional Skepticism. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2349853>, Erişim:11.06.2014
- BRIMMER, Andrew F., Income, Wealth, and Investment Behavior in the Black Community, *The American Economic Review* , Vol. 78, No. 2, (May, 1988), ss. 151-155
- BROWN, Jeffrey R., IVKOVIC, Zoran, SMITH Paul A., ve WEISBENNER Scott, Neighbors Matter: Causal Community Effects and Stock Market Participation, *The Journal of Finance*, VOL. LXIII, NO. 3, JUNE 2008, ss. 1509-1533
- CAMPBELL, John Y., *Household Finance*, Natioanl Bureau Of Economic Research Working Paper 12149, March 2006
- CAO, H.H., T. WANG ve H.H. ZHANG, Model uncertainty, limited market participation and asset prices, *Review of Financial Studies*, 18, 2005, ss.1219–1251
- CEYLAN, Ali, KORKMAZ, Turan, *İşletmelerde Finansal Yönetim*. Ekin Kitabevi, Bursa 2010.
- CHEN, Haiyang ve VOLPE Ronald P.; An analysis of Personal Financial Literacy Among College Students, *Financial Services Review* 7 (2), 1998, 107- 128,

- CHEN, Haiyang ve VOLPE, Ronald P., Gender Differences in Personal Financial Literacy Among College Students, *Financial Services Review* 11 2002,ss. 289-307
- CHRISTELIS, Dimitris, GEORAKOS, Dimitris ve HALIASSOS, Michael; Stockholding: Participation, location, and Spillovers, *Journal Of Banking and Finance* 35, 2011, ss. 1918-1930
- CHRISTELIS, Dimitris, JAPPELLI, Tullio ve PADULA, Mario, Cognitive Abilities and Portfolio Choice, *European Economic Review* 54, 2010, ss. 18–38
- COLE, Shawn, ALLEN, Paulson, Anna L. ve SHASTRY, Gauri K., Smart Money: The Effect of Education on Financial Behavior. Harvard Business School Finance Working Paper No. 09-071, April 11, 2012
- COLE, Shawn, PAULSON, Anna ve SHASTRY, Gauri K., Smart Money: The Effect of Education on Financial Behavior, Harvard Business School Finance Working Paper No. 09-071, 2012
- COLE, Shawv ve SHASTRY, Gauri K.; If you Are so Smart, Why Aren't You Rich? The Effects Of Education, Financial Literacy and Cognitive Ability on Financial Market Participation, Harvar Business School Working Paper 09-071, 2008
- CONNEL, Ann,A., Logistic Regression Models for Ordinal Response Variables, London 2006
- COOPER, Joel, M., Cognitive Dissonance Fifty Years of Classic Theory. Sage Publications, London 2007
- COŞKUN, Ali; Vadeli İşlemler Piyasalarında Elektronik Ticaret ve İMKB Vadeli İşlemler Piyasası, *Banka: Mali ve Ekonomik Yorumlar*, Yıl: 39, No: 5, Mayıs 2002, ss. 77-91
- ÇAKMAK, Ali Çağlar, GÜNEŞER, M. Tahir ve TERZİ, Hasan; Bankaların Müşterilerine Sunduğu İnternet Bankacılığı Hizmetinin Müşteriler Tarafından Değerlendirilmesi: Karabük Şehir Merkezinde Uygulama; *Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi* Sayı: 31 Yıl:2011/2, ss. 1-30

- ÇOKLUK, Ömay, Lojistik Regresyon Analizi:Kuram ve Uygulama, Kuram ve Uygulamada Eğitim Bilimleri, 10 (3), 2010, ss.1357-1407
- AVALIO, Gene, GILDOR, Efi ve SCHLEIFER, Andrei; Technology, Information Production, and Market Efficiency; Harvard Institute of Economic Research Discussion Paper 1929, 2001
- Doğan, İ., 2010, Sermaye Risk Primi Bulmacası, Turkish Time (95)-68 http://www.dijimecmua.com/turkishtime/936/index/948165_inan-dogan-sermaye-risk-primi-bulmacasi/ Erişim;19.12.2013
- DOUGHERTY, M. R. P.; GETTYS, C. F.; OGDEN, E. E., Minerva-DM: A Memory Processes Model For Judgements of Likelihood, Psychological Review106 (1): 1999, ss. 180–209.
- DOUKAS, J., A., PETMEZAS, D., Acquisitions, Overconfident, Managers and Self-Attribution Bias, European Financial Management, Vol. 13, No. 3, 2007, ss. 531- 577
- DÖM, Serpil; Yatırımcı Psikolojisi: İMKB Üzerine Ampirik Bir Çalışma, Ankara 2003
- DUFLO, Esther, SAEZ, Emmanuel, Participation and Investment Decisions in a Retirement Plan: The Influence of Colleagues' Choices, Journal of Public Economics 85, 2002, ss. 121–148
- DYNAN, Karen E., MAKI, Dean M., Does Stock Market Wealth Matter for Consumption?,<http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2001/200123/200123pap.pdf>, 27.06.2014
- FAMA, Eugene E.; Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work; The Journal of Finance, Vol.25, No 2, 1970, ss. 383-417
- FAVILUKIS, Jack, Inequality, Stock Market Participation, and Equity Premium; Journal of Financial Economics 107, 2013, ss.740–759
- FESTINGER, Leo, A Theory of Cognitive Dissonance. Stanford University Press, 1957

- FINUCANE, Melissa, ALHAKAMI, Ali, SLOVIC, Paul ve JOHNSON, Stephen;
The Affect Heuristic in Judgements of Risks and Benefits, *Journal Of Behavioral Decision Making*, 13, (2000), ss.1-17
- FRENCH, Kenneth R.; Stock Returns and Weekend Effect; *Journal of Financial Economics*, 8, 1980, ss. 55-69
- FRIEDMAN, M., *Essays In Positive Economics, The Methodology of Positive Economics*, University of Chichago Press, 1953, ss 3-43
- GALLORDO, Pellicer M., Explaining the Stock Market Participation Differential Between Education Groups, *European University Institute Annual*, 2002
- GAWRONSKI, B., Back to The Future of Dissonance Theory: Cognitive Consistency as a Core Motive, *Social Cognition*, Vol. 30, No. 6, 2012, ss. 652–668
- GEERINGS, J., BOLLEN, L. H. H. And HASSINK H., Investor relations on the Internet: A Survey of the Euronext Zone , *European Accounting Review*, 12:3, 2003, ss. 567-579
- GEORGARAKOS, Dimitris and INDERST, Roman; Financial Advice and Stock Market Participation, *European Central Bank Working Paper* 1296, 2011
- GEORGARAKOS, Dimitris ve PASINI, Giacomo, Trust, Sociability and Stock Market Participation, *Review of Finance*, 15 (4), 2011, ss. 693-725
- GIANNETTI, Mariassunta ve KOSKINEN, Yrjö, Investor Protection, Equity Returns and Financial Globalization, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.45 (1), Feb.2010, ss. 135-168
- GILOVICH, T., *How We Know What Isnt So, The Fallibility of Human Reason in Everyday Life*. The Free Press, New York 1991
- GILOVICH, Thomas, GRIFFIN, Dale ve KAHNEMAN, Daniel; *Heuristics and Biases: The Psychology of Intuitive Judgement*, Cambridge University Press, 2002

- GİRGİNER, Nuray ve CANKUŞ, B., Tramvay Yolcu Memnuniyetinin Lojistik Regresyon Analizi ile Ölçülmesi: Estram Örneği, Yönetim ve Ekonomi Dergisi, 15,1, 2008, ss.181-193
- GOLDSTEIN, Daniel G. ve Gerd GIGERENZER,. Models of Ecological Rationality: The Recognition Heuristics. Psychological Review, 109 (1), 2002, ss.75-90
- GOLDSTEIN, Daniel G. ve Gerd GIGERENZER,. The recognition heuristic: How Ignorance Makes Us Smart, In: GIGERENZER, Gerd, Peter M. TODD, and the ABC Research Group, 1999
- GOLLIER, C., The Economics of Risk and Times. The MIT Press, London England 2001
- GOTTFREDSON, Linda S.. "Mainstream Science on Intelligence (editorial)". Intelligence, 24: 1997, ss.13–23
- GRIFFIN, J.,M., KELLY, P.,J. and NARDARI, F., Are Emerging Markets More Profitable? Implications for Comparing Weak and Semi Strong Form Efficiency, EFA 2007, Ljubljana Meetings Paper; AFA 2008 New Orleans Meetings Paper 2009
- GRINBLATT, Mark and KOLEHARJU, Matti; How Distance, Language, and Culture Influence Stockholding and Trades; The Journal of Finance, vol LVI, No.3, June 2001, ss.1053-1073
- GRINBLATT, Mark, KELOHARJU, Matti and LINNAINMAA, Juhani, IQ and Stock Market Participation, The Journal of Finance, VOL. LXVI, NO. 6, DECEMBER 2011
- GRINBLATT, Mark, KOLEHARJU, Matti and LINNAINMAA, Juhani; Do Smart Invstors Outperform Dumb Investors?, Social Science Research Network , Issue: 09, Publisher: SSRN(2009)
- GRINBLATT, Mark, KOLEHARJU, Matti ve LINNAINMAA, Juhani T.; IQ, Trading Behavior, and Performance, Journal of Financial Economics 104 (2012), ss. 339-362

- GUIISO, L.,HALIASSOS, M. ve JAPPELLI, T., Household stockholding in Europe: where do we stand and where do we go? *Economic Policy*, 18:ss. 123–170. doi: 10.1111/1468-0327.00104, 2003
- GUIISO, Luigi and JAPPELLI, Tullio, Financial Literacy and Portfolio Diversification, *European University Institute Working Papers* 31, 2008
- GUIISO, Luigi, SAPIENZA, PAOLA ve ZINGALES, LUIGI, Trusting the Stock Market, *The Journal of Finance*, VOL. LXIII, NO. 6, DECEMBER 2008, ss. 2557-2600.
- GUIISO, Luigi, SAPIENZA, Paola ve ZINGALES, Luigi, The Role of Social Capital in Financial Development, *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 94(3), ss. 526-556, June 2004.
- GUIISO, Luigo, SAPIENZA, Paola, ve ZINGALES, Luigi. Does Culture Affect Economic Outcomes?, *Journal of Economic Perspectives*, 20(2):ss. 23-48, 2006.
- GÜRSOY, Cudi.,T., *Finansal Yönetim İlkeleri*, Beta Yayın, İstanbul 2012.
- HARTMAN, Raymond S., DOANE, Michael J. ve WOO, Chang ki, Consumer Rationality and the Status Quo, *Quarterly Journal of Economics*, Vol.106 (1), 1991.
- HASELTON, M. G., NETTLE, D., ve ANDREWS, P. W.. The evolution of cognitive bias. In D. M. Buss (Ed.), *The Handbook of Evolutionary Psychology*: Hoboken, NJ, US: John Wiley & Sons Inc., (2005) ss. 724–746
- HASTINGS, Justine S. ve MITCHELL, Olivia S., How Financial Literacy and Impatience Shape Retirement Wealth and Investment Behaviors, *National Bureau Of Economic Research Working Paper* 16740, January 2011
- HATTORI, Masasi ve OAKSFORD, Mike; Adaptive Non-Interventional Heuristics for Covariation Detection in Causal Induction: Model Comparison and Rational Analysis, *Cognitive Science*, Vol.31, Iss.5, September-October 2007, ss. 765–814,

- HEATON John ve LUCAS, Deborah, Stock Prices And Fundamentals, NBER Macroeconomics Annual 1999, Volume 14, ss.213-264
- HELLIWELL, John F. ve PUTNAM, Robert D., Economic Growth and Social Capital in Italy, Eastern Economic Journal, Vol. 21 N.3, 1995
- HERTWIG, R., FANSELOW, C. ve HOFFRAGE, U., Hindsight Bias: How Knowledge and Heuristic Affect Our Reconstruction of the Past, Special Issue on Hindsight Bias. Durham, 2003
- HERZOG, Stefan ve SCHOOLER, Lael, Fluency Heuristic: A Model of How the Mind Exploits a By-Product of Information Retrieval, Journal of Experimental Psychology: Learning, Memory, and Cognition 2008, Vol. 34, No. 5, ss. 1191–1206
- HIRSHLEIFER, David ve TEOH, Siew H., Herd Behaviour and Cascading in Capital Markets: a Review and Synthesis, European Financial Management, Vol. 9, No. 1, 2003, ss. 25–66.
- HOFFRAGE, U. ve HERTWIG, R., Hindsight Bias, A Price Worth Paying for Fast and Frugal Memory: How Ignorance Makes Us Smart, In: GIGERENZER, Gerd, Peter M. TODD(ed.) Simple Heuristics That Make Us Smart, and the ABC Research Group, 1999
- HOFFRAGE, U. ve POHL, F., R., Memory, Special Issue on Hindsight Bias, Durham 2003
- HONG, Harrison ve KOSTOVETSKY, Leonard, Red and Blue Investing: Political Values and Finance; (March 16, 2010). Simon School Working Paper No. FR 09-06; EFA 2009 Bergen Meetings Paper
- HONG, Harrison ve KACPERCZYK, Marcin; The price of sin: The effects of social norms on markets, Journal of Financial Economics 93, 2009, ss. 15–36
- HONG, Harrison, KUBIK, Jeffrey D., ve STEIN Jeremy C., Social Interaction and Stock Market Participation, The Journal of Finance, VOL. LIX, NO. 1, FEBRUARY 2004, ss. 137-164

- HONG, Harrison, KUBIK, Jeffrey D. ve STEIN, Jeremy C., Social Interaction and Stock-Market Participation, *The Journal of Finance*, Volume 59, Issue 1, ss. 137–163, February 2004
- HOSMER, David, W. ve LEMESHOW, Stanley, *Applied Logistic Regression*, Columbus Ohio 2000
- HUDSON, R., DEMPSEY, M. ve KEASY, K., A Note On the Weak Form Efficiency of Capital Markets: The application of Simple Technical Trading Rules to UK Stock Prices-1935 to 1994, *Journal of Banking & Finance*, 20, 1996, ss. 1121-1132
- HUSTON, Sandra J.; Measuring Financial Literacy, *The Journal of Financial Affairs* Vol.44, No.2, 2010
- JAMES, Gareth, WITTEN, Daniela, TIBSHIRANI, Trevor, H., *An Introduction Statistical Learning*, London 2013
- JERMANN, Urban, J. ve QUADRINI, Vincenzo, Stock Market Boom and The Productivity Gains of the 1990s', *Journal of Monetary Economics* 54, 2007, ss. 413–432
- JONES, M. ve SUGDEN, R., Positive Confirmation Bias In the Acquisiton of Information. *Theory and Decision* 50, 2001, ss. 59 – 99
- JORGENSEN, A., Vissing, Towards An Explanation Of Household Portfolio Choice Heterogeneity: Nonfinancial Income and Participation Cost Structures, NBER Working Paper Series 8884, April 2002
- KAHNEMAN, Daniel ve FREDERIC, Shane; A Model of Heuristic Judgement, *The Cambridge Handbook of Thinking and Reasoning*, 2005, ss. 268-294
- KAHNEMAN, Daniel ve TVERSKY, Amos; Choices, Values, and Frames; *The American Psychological Association*, 39, 4; 1984, ss. 341- 350
- KAHNEMAN, Daniel ve TVERSKY, Amos; Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk, *Econometrica*, Vol. 47, No.2, 1979, ss. 263-292

- KAHNEMAN, Daniel, HIRSHLEIFER, D. ve SUBRAHMANYAM, A., Investor Psychology and Security Market Under – and Overreactions, *The Journal of Finance*, Vol. LIII, No.6, 1998
- KAHNEMAN, Daniel, *Thinking Fast and Slow*, New York, 2013
- KAHNEMAN, Daniel ve TVERSKY, Amos; Subjective Probability: A Judgement of Representativeness, *Volume 3, Issue 3, 1972*, ss. 430-454
- KARASİOĞLU, Fehmi ve ÇAM, Alper Veli, Hisse Senedi Yatırımcılarının Yatırım Kararlarında İnternet Kullanımları Üzerine Ampirik Bir Araştırma II, *Mufad Journal*, Sayı, 35-Temmuz 2007
- KAUSTIA, Markku ve KNUPFER, Samuli; Peer Performance and Stock Market Entry, *Journal of Financial Economics* 104 (2012), ss. 321–338
- KAUSTIA, Markku ve TORSTILA, Sami; Stock Market Aversion? Political Preferences and Stock Market Participation, *Journal of Financial Economics*, 100;(2011), ss. 98-112
- KEIM, Donald B., Size- Related Anomalies and Stock Return Seasonality; *Journal of Financial Economics* 12, (1983) ss. 13-32
- KEZDI, Gabor, WILLIS, Robert J., Who Becomes A Stockholder? Expectations, Subjective Uncertainty and Asset Allocation, *Michigan Retirement Centre WorkingPaper- 039; 2003*
- KNACK, Stephen, ZAK, Paul J., Building Trust: Public Policy, Interpersonal Trust And Economic Development, *10 Sup. Ct. Econ. Rev.* 91, 2003
- KOENEN, Tabea Bucher ve ZIEGELMEYER, Michael; Who Lost the Most? Financial Literacy, Cognitive Abilities And the Financial Crisis, *European Central Bank Working Paper Series 1299, 2011*
- KORNIOTIS, George M., KUMAR, Alok (Ed.), Chapter 30 Cognitive Abilites And Financial Decisions, 2005
- KRSYNSKSI, Tevye R., TENENBAUM, Joshua B.; The Role of Causality in Judgement Under Uncertainty, *Journal of Experimental Psychology: General*, 136, 3, 2007, ss. 430-450

- KUNDA, Ziva, FONG, G.T., SANITOSO, R. ve REBER, E., Directional Questions Direct Self-Conceptions, *Journal of Experimental Social Psychology (Society of Experimental Social Psychology)* 29: 1993, ss. 62–63
- KÜÇÜKSİLLE, E. Ve USUL, H., Bilişsel önyargılar ve yatırımcı kararlarına etkileri, *Yalova sosyal bilimler dergisi*, sayı 4, 2012, ss; 24- 35
- KYLE, A. ve WANG, A., Speculation Duopoly with Agreement to Disagree: Can Overconfidence Survive the Market Test? *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 5 (Dec., 1997), ss. 2073-2090
- LAAKSO, Elina, *Stock Market Participation And Household Characteristics in Europe*, Master Tezi, 2010
- LEE, Spike, W. ve S., SSCHARZ, Norbert,. Washing Away Post-Decisional Dissonance. *Science*, 323, 2010, ss.709
- LI, Geng, *Information Sharing and Stock Market Participation: Evidence from Extended Families, Selected Works of Geng Li*, http://works.bepress.com/geng_li/28; 2011
- LICHTENSTEIN, S. ve FISCHOFF, B.. Do those who know more also know more about how much they know?, *Organizational Behaviour and Human Performance*, 20, 1977, ss. 159-183
- LINNAINMAA, Juhani, T., *Learning and Stock Market Participation*, December 2007, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1108879> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1108879>
- LLOYD, Marianne E. ve MILLER, Jeremy K. Miller,; Are two heuristics better than one? The fluencyand distinctiveness heuristics in recognition memory, *Mem Cogn* 39: (2011), ss. 1264–1274
- LUOTONEN, Niilo, *Personel Values and Stock Market Participation- Evidence From Finnish University Students; Master Thesis Helsinki School Of Economics; December 2009*

- LUSARDI, Annamaria ve MITCHELL Olivia S., Planning And Financial Literacy: How Do Women Fare?, National Bureau Of Economic Research, Working Paper13750, 2008
- LUSARDI, Annamaria ve MITCHELL, Olivia S., Baby Boomer Retirement Security: The Roles of Planning, Financial Literacy and Housing Wealth, Journal of Monetary Economics 54 (2007), ss. 205–224
- LUSARDI, Annamaria ve MITCHELL, Olivia S., Financial Literacy and Planning: Implications for Retirement Wellbeing, U.S. Social Security Administration, 2006
- LUSARDI, Annamaria ve MITCHELL, Olivia S., How Ordinary Consumers Make Complex Economic Decisions: Financial Literacy And Retirement Readiness, Natioanl Bureau Of Economic Research, WorkingPaper 15350, 2009
- LUSARDI, Annamaria, Financial Literacy: An essential Tool for informed consumer choice?, National Bureau of Economic ResearchWorkingPaper 14084, 2008
- LUSARDI, Annamaria, MITCHELL Olivia S. ve CURTO Vilsa, Financial Literacy Among the Young, The Journal of Consumer Affairs, Vol. 44, No. 2, 2010
- LUSARDI, Annamaria ve MITCHELL, Olivia S., Financial Literacy And Planning: Implications For Retirement Wellbeing, Natioanl Bureau Of Economic Research, Working Paper 17078, 2011
- LUSARDI, Annamaria ve MITCHELL, Olivia S., Financial Literacy Around the World: An Overview, National Bureau of Economic Research Working Paper 17107, 2011
- Maarten C.J. van Rooij, Annamaria Lusardi, Rob J.M. Alessie, Financial literacy and retirement planning in the Netherlands, Journal of Economic Psychology 32 2011, ss. 593–608
- MADRIAN, Brigitte, C. ve SHEA Dennis F., The Power of Suggestion: Inertia in 401(k) Participation and Saving Behaviour, Quarterly Journal of Economics, Vol. CXVI Issue 4, November 2001, ss.1149-1187

- MALKIEL, B., G., The efficient Market Hypothesis and Its Critics, *Journal of Economic Perspectives*, 17, 1, 2003, ss. 59-82
- MANDELL, Lewis ve KLEIN, Linda Schmid, The Impact of Financial Literacy Education on Subsequent Financial Behavior, *Journal of Financial Counseling and Planning* Vol.20, Issue 1, 2009, ss. 15- 24
- MANDELL, Lewis, Financial Literacy: If its so important , Why Isn't It Improving?; Policy Brief: Networks Financial Institute, April 2006
- MANKIWI, N.Gregory ve ZELDES, Stephen P., The Consumption of Stockholder and non Stockholders, *Journal of Financial Economics* 29, 1991, ss.97-112
- MANSKI, Charles F., Economic Analysis of Social Interactions, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 14, No. 3 (Summer, 2000), ss. 115-136
- MARCOLIN, S. ve AABRAHAM, A., Financial Literacy Research: Current Literature and Future Opportunities, *Proceedings of the 3rd International Conference on Contemporary Business*, Leura, Australia, 2006
- MARK, Melvin, BOBURKA, Renee,R., EYSSELL, Kristen, COHEN, Laurie, MELLOR, Steven, I Couldnt Have Seen It Coming: The Impact of Negative Self-Relevant Outcomes on Retrospections About Foreseeability, *Memory*, Vol.11(4), 2003, ss. 443-454
- MAYER, Roger, C., DAVIS, James H. ve SCOORMAN, F. David. An Integrative Model of Organizational Trust, *The Academy of Management Review*, Vol. 20, No. 3 (Jul., 1995), ss. 709-734
- MCARDLE, John J., SMITH, James P., WILLIS, Robert; Cognition and Economic Outcomes in the Health and Retirement Survey, *NBER WorkingPapers* 15266, August 2009
- MEHRA, Rajnish, The Equity Premium Puzzle: A Review, *Foundations and Trends in Finance*, 2:1. 2006
- MEHRA, Rajnish; PRESCOTT, Edward C., The Equity Premium: A Puzzle, *Journal of Monetary Economics*15 (2): 1985, ss. 145–161

- MEHRA, Rajnish, The Equity Premium: Why Is It a Puzzle?. NBER Working Paper N.9512, Cambridge 2003
- MONIN, Benoit and OPPENHEIMER, Daniel M., Correlated Averages Vs. Averaged Correlations: Demonstrating The Warm Glow Heuristic Beyond Aggregation, *Social Cognition*, Vol. 23, No. 3, 2005, ss. 257-278
- MONTIER, J., Behavioral Investing, A Practitioners Guide to Applying Behavioral Finance, John Wiley and Sons, England 2007
- MUSSWEILER, T. ve STRACK, F., Hypothesis-consistent testing and semantic priming in the anchoring paradigm: A selective accessibility model, *Journal of Experimental Social Psychology*, 35, 1999, ss. 136-164.
- MÜLLER, Sebastian, WEBER, Martin; Financial Literacy and Mutual Fund Investments: Who Buys Actively Managed Funds?, *Schmalenbach Business Review*, Forthcoming, (February 19, 2010)
- NEUMAN, Von, J. and MORGENSTERN, O., *Theory of Games and Economic Behavior*, Princeton University Press, 1944.
- NEWELL, B., FERNANDEZ, D., On the Binary Quality of Recognition and the Inconsequentiality of Further Knowledge: Two Critical Tests of the Recognition Heuristic, *Journal. Behavioral. Decision Making*, 19: 2006, ss. 333–346.
- NICKERSON, Raymond S., Confirmation Bias; A Ubiquitous Phenomenon in Many Guises, *Review of General Psychology (Educational Publishing Foundation)* 2 (2): (1998), ss. 175–220
- NOFSINGER, J.,. *The Psychology of Investing*, Prentice Hall, New Jersey 2005
- NUNOO, J., ANDOH, F., K., Sustaining Small and Medium Enterprises Through Financial Service Utilization: Does Financial Literacy Matter?. Agricultural and Applied Economics Associations (AAEA) Meeting, Washington 2012
- OLIVER, Adam; A quantitative and qualitative test of the Allais paradox using health outcomes; *Journal of Economic Psychology*; Volume 24, Issue 1, February 2003, ss. 35–48

- OPPENHEIMER, Daniel M., 2003. Not so Fast!(and not so frugal!): Rethinking the recognition Heuristic, *Cognition*, Volume 90, Number 1, November 2003, ss. 1-9(9).
- OSILI, Una O., PAULSON, Anna L., Immigrants' Access to Financial Services & Asset Accumulation, Federal Reserve Bank of Chicago, 2007
- OSWALD, M., E. ve GROSJEAN, S., Confirmation Bias, *Cognitive Illusions: A Handbook on Fallacies and Biases in Thinking, Judgement and Memory*, USA (2004).
- PACHUR, T., BRODER, A., MARWSKI, J.,. The Recognition Heuristic in Memory-Based Inference: Is Recognition a Non-Compensatory Cue?, *Journal of Behavioral Decision Making*, 21: 2008, ss. 183- 210.
- PAKER, M., Psikolojik Açından Önyargı ve Ayrımcılık: Önyargılar, kalıpyargılar ve ayrımcılık: Sosyolojik ve Eğitimsel Perspektifler Projesi. Sosyoloji ve Eğitim Çalışmaları Merkezi, Bilgi Üniversitesi, 2011 (http://www.secbir.org/?page_id=18)
- PELLICER, Gallardo–M., Education and Financial Market Participation, *Advanced Multidisciplinary Analysis of New Data on Ageing – AMANDA*, 2004
- PERLOVSKY, Leonid, CABANAC, Arnaud, Cabanac, Marie,C.,B., CABANAC, Michel, Mozart Effect, Cognitive Dissonance, and the Pleasure of Music. *Behavioral Brain Research*, Vol.244, 2013, ss.9-14.
- PETERSON, Dane and PITZ, Gordon, Confidence, Uncertainty, and the Use of Information, *Journal of Experimental Psychology*, 14, 1988, ss. 85–92.
- PEZZO, M., V., Surprise, defense or making sense: What removes hindsight bias?, *Special Issue on Hindsight Bias*. Durham, 2003
- PHAM, Michel Tuan and AVNET, Tamar; Contingent reliance on the affect heuristic as a function of regulatory focus, *Organizational Behavior and Human Decision Processes* 108, 2009, ss. 267–278
- PLOUS, S., *The psychology of judgment and decision making*, New York 1993

- POHL, F., R., EISENHAEUER, M., HARDT, O., Sara, A cognitive Process Model to Simulate the Anchoring Effect and Hindsight Bias. *Memory, Special Issue on Hindsight Bias*. Durham, 2003
- POHL, R., Empirical Test Of the Recognition Heuristic, *Journal of Behavioral Decision Making* , 19: 2006, ss. 251- 271
- PORTA, Rafael La , LOPEZ-SILANE, Florencio, SHLEIFER, Shleifer, VISHNY, Robert W., Trust in Large Organizations; NBER Working Paper No. 5864 Issued in December 1996.
- POULTER, Martin (2009). Attribute Substitution- a quick guide, <http://biasandbelief.wordpress.com/2009/06/01/attribute-substitution>
- RAMAYAH, T., ROUIBIAH, Kamel, GOPI, M. ve RANGEL, Gary J.; A Decomposed Theory of Reasoned Action to Explain Intention to Use Internet Stock Trading Among Malaysian Investors; *Computers in Human Behavior* 25 (2009), ss. 1222 1230
- READ, Daniel ve COCKAYNE, Yael Grushka, The Similarity Heuristic, *J. Behav. Dec. Making*, 24: 2011, ss. 23–46
- READ, Daniel and GRUSHKA-COCKAYNE, Yael, The similarity heuristic, Durham Working Paper. Durham University, Durham, 2007
- RITTER, J., Behavioral Finance. *Pacific Basin Finance Journal*, Vol.11(4), September 2003, ss. 429–437
- ROESE, Neal, J., VOHS, Kathleen, D., Hindsight Bias, *Perspectives on Psychological Science* 7:5, 2012, ss. 411-426
- ROOIJ, Maarten C.J. van, LUSARDI, Annamaria ve ALESSIE, Rob J.M., Financial Literacy, Retirement Planning and Household Wealth, *The Economic Journal*, 122 (May), 449–478. Doi: 10.1111, 2012
- ROOIJ, Maarten van, LUSARDI, Annamaria ve ALESSIE, Rob; Financial Literacy and Stock Market Participation; National Bureau of Economic Research Working Paper 13565, 2007

- ROTH, Q., 2008. Choosing Knowledgeably and Choosing by Default. <http://www.mightystudents.com/essay/choosing.knowledgeably.choosing.82354>
- RUSSO, E. ve SCHOWMAKER, P., J., H., Managing Overconfidence, Sloan Management Review Reprint Series Vol. 33, No. 2, 1992
- SALOMONS, R. ve GROOTWELD, H.,. The Equity Risk Premium: Emerging vs. Developed Markets. *Emerging Markets Review*, Vol.4, 2, 2003, ss.121-144
- SAMUELSON, Paul A., Risk and Uncertainty: A Fallacy of Large Numbers, ss. 49-56, 1963. <http://www.casact.org/pubs/forum/94sforum/94sf049.pdf>
- SAVELLI, Sonia, Testing the Similarity Heuristic for Conjunction Errors and Related Probabilistic Reasoning Errors, Doktora Tezi, University of Washington 2009
- SCHACTER, D.L.. "The Seven Sins of Memory: Insights From Psychology and Cognitive Neuroscience". *American Psychologist*54 (3): 1999, ss. 182–203.
- SCHOOLER, Lael J. ve HERTWIG, Ralph, (2005), How Forgetting Aids Heuristic Inference, *Psychological Review*, Vol. 112, No. 3, ss. 610-628
- SCHWARZ, N., BLESS, H., STRACK, Fritz, KLUMPP, Gisela, SCHATKA, Helga, *Journal of Personality and Social Psychology*, Vol 61, No.2, 1991, ss.195-202
- SCHWARZ, S., STAHLBERG, D., Strength of Hindsight Bias as a Consequence of Meta-cognitions. Special Issue on Hindsight Bias. Durham, 2003
- SELDEN, G. C., *Psychology of the Stock Market: Human Impulses Lead To Speculative Disasters*. Ticker Publishing, New York 1912
- SERWE, S., FRINGS, C.,. Who Will Win Wimbledon? The Recognition Heuristic in Predicting Sport Events, *Journal of Behavioral Decision Making*, 19: 2006, ss. 321- 332
- SEVİM, A. Ve TEMİZEL, F., İnternet ve Hisse Senedi Yatırımcısı; *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 42, 2009, ss.135-143

- SHARPE, William F., Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk, *Journal of Finance*, Volume 19, Issue 3 (Sep., 1964), ss. 425-442.
- SHUM, P. and FAIG, M., What Explains household stock holdings?; *Journal of Banking & Finance* 30 (2006), ss. 2579–2597
- SIEGEL, J., THALER, R., H., Anomalies: The Equity Premium Puzzle, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol.11, No.1, 1997, ss.191-200
- SIMON, Herbert A., A Behavioral Model of Rational Choice, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 69, No. 1. February, 1955, ss. 99-118
- SINGH, Arwinder, SANDHU, H.S. ve KUNDU, S.C.; Investors Adoption of Internet Stock Trading: A Study; *JIBC*, Vol. 15, No.1, April 2010
- SJÖBERG, Lennart, MOEN, Bjorg, E. ve RUNDMO, Torbjorn,. Explaining Risk Perception. An evaluation of psychometric paradigm in risk perception research. *Rotunde Publikasjoner no. 84*, Norge, 2004.
- SLOVIC, P., Perception of Risk, *Science*, New Series, Vol. 236, 1987, ss. 280-285
- SLOVIC, Paul, FINUCANE, Melissa, PETERS, Ellen ve MACGREGOR, Donald; The Affect Heuristic, *European Journal of Operational Research*, 177, 2007, ss. 1333-1352
- SLOVIC, Paul, FINUCANE, Melissa, PETERS, Ellen ve MACGREGOR, Donald, The Affect Heuristic, In Gilovich, T., Griffin, D., Kahneman, D., (Eds), *Heuristic and Biases : The Psychology of Intuitive Judgements*, (ss. 397-420). New York: Cambridge University Press, 2002
- SSAVAGE, Leonard J., *The Foundations of Statistics*, New York: John Wiley, 1954
- STANOVICH, Keith E.; WEST, Richard F, On the relative independence of thinking biases and cognitive ability, *Journal of Personality and Social Psychology*, Vol 94(4), Apr 2008, ss. 672-695
- STATMAN, M., *Cognitive Biases Series*, The Monitor, Investment Management Consultants Association, 2006

- STOLL, Gans R.; Electronic Trading in Stock Markets; The Journal of Economic Perspectives, VOL 20, 1; 2006, ss.153-174
- STRACK, Fritz, MARTIN, Leonard & SCHWARZ, Norbert, Priming and communication: The social determinants of information use in judgments of life satisfaction. European Journal of Social Psychology, 1: 1988, ss. 429–442.
- ŞERBETÇİ, Ahmet ve ÖZÇOMAK, Mehmet, S., Sıralı Lojistik Regresyon Analizi ile İstatistik ve Ekonometri, Derslerinde Başarıyı Etkileyen Faktörlerin Belirlenmesi: Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Öğrencileri Üzerine Bir Araştırma, KSU Dergisi, Sayı 1, 2013, ss.89-110,
- TABEA, Bucher-Koenen, Financial Literacy and Private Old-Age Provision in Germany – Evidence from SAVE 2008. MEA Discussion Paper No. 192-2009, December 11, 2009
- THOMPSON, Suzanne C., Illusions of Control: How We Overestimate Our Personal Influence, Current Directions in Psychological Science (Association for Psychological Science) **8** (6): (1999), ss. 187–190
- THOMPSON, Valerie and MORSANYI, Kinga, , Analytic Thinking: Do You Feel Like It?, Mind Soc 11: (2012), ss. 93–105
- TUFAN, E., Finansal Kararları Yönlendiren Sosyal Psikolojik Anomalilerin Davranışsal Finans Bağlamında İncelenmesi ve İMKB Açısından Değerlendirilmesi, İmaj Yayınevi, Ankara 2008
- TVERSKY, A.,& KAHNEMAN, D.. "Judgement under uncertainty: Heuristics and biases." Journal of Sciences, 185: 1974, ss. 1124–1131.
- TVERSKY, Amos and KAHNEMAN, Daniel, Rational Choice and the Framing of Decisions; The Journal of Business, Vol. 59, No. 4, Part 2: The Behavioral Foundations of Economic Theory (Oct., 1986), ss. S251-S278
- TVERSKY, Amos and KAHNEMAN, Daniel; Judgement Under Uncertainty: Heuristics and Biases, Science, New Series, 185, 4157, (1974); ss. 1124-1131

- TVERSKY, Amos and KAHNEMAN, Daniel; The Framing of Decisions and The Psychology of Choice, *Science New Series*, Volume 211, Issue 4481, 1981, ss. 453-458
- TVERSKY, Amos ve KAHNEMAN Daniel, Availability: A heuristic for judging frequency and probability. *Cognitive Psychology*, 1973
- TVERSKY, Amos; KAHNEMAN, Daniel, Extensional versus intuitive reasoning: The conjunction fallacy in probability judgment, *Psychological Review*, Vol 90(4), Oct 1983, ss. 293-315.
- VARIAN, Hal, R., Effect of The Internet on Financial Markets; Review, September 1998.
- VISSING-JORGENSEN, Annette ve ATTANASIO, Orazio P., Stock Market Participation, Intertemporal Substitution, and Risk Aversion, *The American Economic Review*, Vol. 93, No. 2, Papers and Proceedings of the One Hundred Fifteenth Annual Meeting of the American Economic Association, Washington, DC, January 3-5, 2003 (May, 2003), ss. 383-391
- VOLZ, Kirsten G., SCHOOLER, Lael J. ve CRAMON, D. Yves; It just felt right: The neural correlates of the fluency heuristic, *Consciousness and Cognition* 19, 2010, ss. 829–837
- WEINTRAUB, Robert E., On Speculative Prices And Random Walks A Denial, *Journal of Finance*, Volume 18, Issue 1 (Mar., 1963), ss. 59-66,.
- WEINTRAUB, Robert E., On Speculative Price and Random Walks A Denial, *Journal of Finance*, Volume 18, Issue 1 (Mar., 1963), ss. 59-66.
- WERTH, L., STRACK, F., An inferential approach to the knew it all along phenomenon. *Special Issue on Hindsight Bias*. Durham, 2003
- ZAK, P. J. and KNACK, S., Trust and Growth. *The Economic Journal*, 111: 2001, 295–321.
- ZWICK, Detlev, Where the Action Is?, Internet Stock Trading as Edgework; *Journal of Computer-Mediated Communication*, 11 (2006) 22–43
- <http://wdi.worldbank.org/table/5.4> Erişim:19.12.2013

[http://www.philosophical-investigations.org /The_Linda_Problem](http://www.philosophical-investigations.org/The_Linda_Problem), Erişim:
10.06.2014

Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), (2014), Aylık İstatistik Bülteni,
<http://spk.gov.tr/apps/aylikbulten/index.aspx?submenuheader=0> Erişim:
12.06.2014)

EK (ANKET)

Hisse Senedi Piyasasına Katılıma Etki Eden Ekonomik Olmayan Faktörler

Bu anket çalışması Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi İşletme Bölümü tarafından gerçekleştirilmekte olan ‘‘Hisse Senedi Piyasasına Katılıma Etki Eden Davranışsal Faktörler’’ isimli yüksek lisans tezi kapsamında gerçekleştirilmektedir. Çalışma katılımcılarının cevapları çalışma etiği kapsamında kesinlikle gizli tutulacaktır.

Siz değerli öğrencilerimize çalışmamıza verdiğiniz destekten dolayı teşekkür ederiz.

Doç. Dr. Ali BAYRAKDAROĞLU

Arş.Grv. Fırat Botan ŞAN

Bu Bölümde katılımcılarımızın Demografik Özellikleri Araştırılmaktadır!

- 1-Sınıf Dereceniz? 1 2 3 4
- 2-Cinsiyetiniz? Kadın Erkek
- 3-Öğrenim Dereceniz? Lisans Y.Lisans Doktora
- 4- Servet Düzeyiniz? Ortalamanın altında Ortalama düzeyde () Ortalamanın Üzerinde

Bu bölümde çalışma katılımcılarının risk algısı ölçülmektedir!

5- Lütfen aşağıdaki 2 farklı projeden (A-B) size uygun olan bir tanesini seçiniz!

A Projesi : % 50 olasılıkla 100 TL kazanç veya % 50 olasılıkla 60 TL kayıp beklenmektedir

B Projesi : % 100 (kesin) 20 TL kazanç beklenmektedir

6- Aşağıdaki ölçekte riske karşı tutumunuzu değerlendiriniz!

Riskten Kaçınırım < (1) (2) (3) (4) (5) (6) (7) (8) (9) (10) < Risk Almayı Severim

Bu bölümde çalışma katılımcılarının finansal okuryazarlık dereceleri ölçülmektedir !

7- Farz edelim ki mevduat hesabınızda 100 TL bulunmakta ve yıllık mevduat faiz oranı da 2% kabul edilmekte. Eğer paranızı 5 yıl boyunca bu hesapta değerlendirmek isterseniz, 5yıl sonunda hesabınızda ne kadar para olur?

(A) 102TL'den Fazla; (B) Tam 102TL; (C) 102TL'den Az; (D) Yorumsuz

8- Farz edelim ki mevduat hesabınıza işletilen yıllık faiz oranı 1% ve enflasyon oranı 2%'dir. Bu para ile 1 yıl sonra satın alma gücünüz nasıl olur?

(A)Bugünkünden Fazla; (B)Bugünkü ile Aynı; (C)Bugünkünden Az; (D)Yorumsuz

9- Farz edelim ki 2013 yılında geliriniz 2 katına çıktı ve satın aldığımız her şeyin fiyatı da 2 katına çıktı. Buna göre 2013 yılı gelirinizle ne kadar satın alabilirsiniz?

(A) Bugünkünden Fazla; (B) Bugünkü ile Aynı; (C) Bugünkünden Az; (D) Yorumsuz

10- Aşağıdaki seçeneklerden hangisi doğrudur? Eğer bir kişi B şirketinin tahvilini satın alırsa:

(A) B şirketinin bir kısmına sahip olur; (B) B şirketine borç para vermiş olur; (C) B şirketinin borçlarından sorumlu olmuş olur; (D) Hiçbiri; (E) Yorumsuz

11- Aşağıdaki seçeneklerden hangisi doğrudur? Eğer birisi borsada B şirketinin hisse senedini alırsa:

(A) B şirketinin bir kısmına sahip olur; (B) B şirketine borç para vermiş olur; (C) B şirketinin borçlarından sorumlu olmuş olur; (D) Hiçbiri; (E) Yorumsuz

12- Finansal okur-yazarlıkta (finansal bilgi düzeyiniz) kendinizi ne kadar yeterli görüyorsunuz aşağıdaki ölçekte değerlendiriniz;

(Çok Düşük) ()1 ()2 ()3 ()4 ()5 ()6 (Çok Yüksek)

Güvenilirlik ve Beklentiye Yönelik Anket Soruları

13- Önümüzdeki aylarda BIST (Borsa İstanbul)'in ne kadarlık bir değişim yaşayacağını bekliyorsunuz?

(A) -%10 ve üzerinde düşüş (B) -%9 ile -%1 arasında düşüş (C)Değişmez (D) %1 ile %10 arasında artış (E) %11 üzerinde artış

14- Orta ve uzun vadede, BIST (Borsa İstanbul)'in ne kadarlık bir değişim yaşayacağını bekliyorsunuz?

(A) -%10 ve üzerinde düşüş (B) -%9 ile -%1 arasında düşüş (C)Değişmez (D) %1 ile %10 arasında artış (E) %11 üzerinde artış

15-Genel olarak düşünüldüğünde, diğer insanları güvenilir olarak bulur musunuz? Aşağıdaki ölçekte derecelendiriniz

(İnsanlara Güvenirim) (1) (2) (3) (4) (5) (6) (7) (İnsanlara Güvenmem)

16- Bir tüketici olarak finansal hizmet aldığımız bankalara ve aracı kuruluşlara haklarınızı koruduğu konusunda güveniyor musunuz?

(Finans Kurumlarına Güvenirim) (1) (2) (3) (4) (5) (6) (7) (Finans Kurumlarına Güvenmem)

17- Aşağıdaki araçlardan hangisine birikimlerinizi yönlendirirdiniz?

(Birden fazla seçeneği işaretleyebilirsiniz)

() Tahvil () Banka Mevduatı () Hazine Bonosu ()Repo () Hisse senedi piyasası () Döviz

() Altın () Hiçbiri

18- Hisse senedi piyasası araçlarından herhangi birine daha önce hiç yatırım yaptınız mı?

() Evet, Yaptım () Hayır, Yapmadım

ÖZGEÇMİŞ

KİŞİSEL BİLGİLER

Adı Soyadı : Fırat Botan ŞAN

Doğum Yeri : Kırşehir

Doğum Yılı : 1988

Medeni Hali : Bekar

EĞİTİM VE ADADEMİK BİLGİLER

Lise (2002-2005) : Kırşehir Lisesi

Lisans (2006-2012) : İstanbul Üniversitesi, İşletme Fakültesi, İngilizce İşletme Bölümü

Yabancı Dil : İngilizce, Almanca

MESLEKİ BİLGİLER

2010- Devam Ediyor: Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Ana Bilim Dalı, Araştırma Görevlisi