



Hacettepe Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü
İşletme Anabilim Dalı, Muhasebe-Finans Bilim Dalı

**TÜRKİYE VE POLONYA'DAKİ YATIRIMCILARIN,
KENDİ KAZANÇ/KAYIPLARINI, DİĞER YATIRIMCILARIN
KAZANÇ/KAYIPLARIYLA KARŞILAŞTIRMASININ YATIRIM
KARARLARINA ETKİSİ ÜZERİNE YAPILMIŞ DENEYSEL BİR ÇALIŞMA**

Yakup ŞEREF

Yüksek Lisans Tezi

Ankara, 2010

**TÜRKİYE VE POLONYA'DAKİ YATIRIMCILARIN,
KENDİ KAZANÇ/KAYIPLARINI, DİĞER YATIRIMCILARIN
KAZANÇ/KAYIPLARIYLA KARŞILAŞTIRMASININ YATIRIM
KARARLARINA ETKİSİ ÜZERİNE YAPILMIŞ DENEYSEL BİR ÇALIŞMA**

Yakup ŞEREF

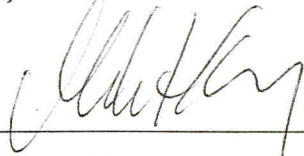
Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
İşletme Anabilim Dalı, Muhasebe-Finans Bilim Dalı

Yüksek Lisans Tezi

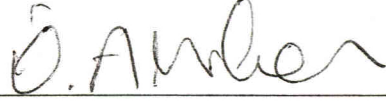
Ankara, 2010

KABUL VE ONAY

Yakup ŞEREF tarafından hazırlanan “Türkiye ve Polonya’daki Yatırımcıların, Kendi Kazanç/Kayıplarını, Diğer Yatırımcıların Kazanç/Kayıplarıyla Karşılaştırmasının Yatırım Kararlarına Etkisi Üzerine Yapılmış Deneysel Bir Çalışma” başlıklı bu çalışma, 05.04.2010 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda başarılı bulunarak jürimiz tarafından Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.



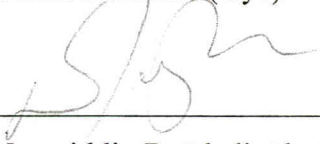
Prof. Dr. Mehmet Baha Karan (Başkan)



Yrd. Doç. Dr. Özgür Arslan (Danışman)



Doç. Dr. Semra Karacaer (Üye)



Doç. Dr. Necmiddin Bağdadioğlu (Üye)



Öğr. Gör. Dr. Selin Metin Camgöz (Üye)

Yukarıdaki imzaların adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

Prof. Dr. İrfan Çakın

Enstitü Müdürü

BİLDİRİM

Hazırladığım tezin/raporun tamamen kendi çalışmam olduğunu ve her alıntıya kaynak gösterdiğimi taahhüt eder, tezimin/raporumun kâğıt ve elektronik kopyalarının Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü arşivlerinde aşağıda belirttiğim koşullarda saklanmasına izin verdiğimi onaylarım:

Tezimin/Raporumun tamamı her yerden erişime açılabilir.

Tezim/Raporum sadece Hacettepe Üniversitesi yerleşkelerinden erişime açılabilir.

Tezimin/Raporumun 1. yıl süreyle erişime açılmasını istemiyorum. Bu sürenin sonunda uzatma için başvuruda bulunmadığım takdirde, tezimin/raporumun tamamı her yerden erişime açılabilir.

05.04.2010



Yakup ŞEREF

TEŞEKKÜR

Bu çalışmayı gerçekleştirmemde görüşleri ile katkıda bulunan değerli hocalarım Prof. Dr. Mehmet Baha KARAN ve Yrd. Doç. Dr. Özgür ARSLAN'a; ayrıca maddi ve manevi desteğini esirgemeyen eşim Meltem'e ve aileme çok teşekkür eder, çalışmanın tüm ilgililere yararlı olmasını dilerim.

Eşime...

ÖZET

ŞEREF, Yakup. Türkiye Ve Polonya'daki Yatırımcıların, Kendi Kazanç/Kayıplarını, Diğer Yatırımcıların Kazanç/Kayıplarıyla Karşılaştırmasının Yatırım Kararlarına Etkisi Üzerine Yapılmış Deneysel Bir Çalışma, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2010.

Sosyal karşılaştırma teorisi ve eşitlik teorisi esas alınarak yapılmış olan çalışmanın amacı yatırımcıların kendi kazanç/kayıplarını, çevresindeki önemsedığı diğer yatırımcıların kazanç/kayıpları ile karşılaştırması durumunda; kazanç/kayıp algısının, hislerinin ve eşitlik algılarının ne şekilde değiştiğini araştırmak ve bunların yatırımcıların risk algıları ve yatırım kararları üzerilerine etkisini test etmektir. Çalışmada; kolektivist bir kültüre sahip olan Türkiye ile bireyci bir kültüre sahip olan Polonya'dan elde edilen analiz sonuçları karşılaştırılarak, kültürel farkların, yatırımcı davranışlarına olan etkisi gözlemlenmiştir. Türkiye'de 240 ve Polonya'da 200 üniversite öğrencisine uygulanan senaryolar, benzer hisse senetlerine yatırım yapmış olan ve aralarında işbirlikçi (cooperative) bir arkadaşlık ilişkisi bulunan her bir yatırımcının elde ettikleri kazanç/kayıpları tarif etmektedir. Her iki ülkedeki yatırımcıların kazanç/kayıp algıları, diğer yatırımcıların kazanç/kayıplarından etkilenmektedir. Ayrıca, bireyci ve kolektivist kültüre sahip olan her iki ülkedeki yatırımcılar, eşitsizlik teorisine uygun şekilde, diğer yatırımcılardan daha fazla kaybetmeleri durumunda en yüksek seviyede eşitsizlik hissederken, eşit kazanç durumunda eşitsizlik hissi en düşük seviyede olmaktadır. Bunun yanında, şartıcı şekilde, kolektivist kültüre sahip olan Türkiye'deki yatırımcıların, diğer yatırımcılardan daha yüksek kazandıklarında en yüksek düzeyde olumlu hisler yaşaması bireyci kültüre ait bir özelliği yansıtırken, bireyci kültüre sahip olan Polonya'daki yatırımcıların, diğer yatırımcılarla eşit miktarda kazanç elde ettiklerinde en olumlu hisleri yaşaması kolektivist kültüre ait özelliği yansıtmaktadır. Son olarak, bireylerin kazanç durumunda riskten kaçan, kayıp durumunda ise risk seven bir tutum sergilediğini iddia eden beklenti teorisi bu çalışmada Türkiye için doğrulanırken Polonya için doğrulanamamıştır. Polonya'daki yatırımcılar hem kazanç hem de kayıp durumlarında, diğer yatırımcıların kazanç/kayıp durumlarından önemli düzeyde etkilenmeksizin yatırım kararları almaktadır. Türkiye'deki yatırımcılar ise kayıp durumlarında, diğer yatırımcıların kazanç/kayıp durumlarından etkilenmeksizin risk sever bir tutum sergilerken, kazanç durumlarında, diğer yatırımcılardan daha düşük kazanç elde etmesi durumunda, daha yüksek kazanç elde etmesi durumuna kıyasla daha fazla risk sever bir tutum sergilemektedir.

Anahtar Kelimeler: çerçeveleme, eşitlik, sosyal karşılaştırma, beklenti teorisi, davranışsal finans, hisse senedi yatırımı

ABSTRACT

ŞEREF, Yakup. Framing and Risky Choice: Comparison of Investment in the Stock Exchanges in Turkey and Poland, Master's Thesis, Ankara, 2010.

This is a study, being based on the social comparison theory and the equality theory, to investigate how the investors' feelings and perceptions of achievement and equality change depending on the comparison of their own outcomes with those of others and to test their effects on investors' risk taking and investment decisions. In this study, survey results from Turkey, which has a collectivist structure, and from Poland, which has an individualistic structure, were compared and the effect of cultural differences on investors' behavior was examined. 240 university students from Turkey and 200 students from Poland were given scenarios illustrating students' own investment results along with those of their close friends who invested in similar stocks. In the scenarios, the results were expressed as gains or losses. It was observed that in both countries, investors' gain-lose perceptions were affected by the outcomes of others. Moreover, both in an individualistic country and in a collectivist country, in accordance with the theory of inequality, investors felt inequality at the highest level when they lost more than the others and felt the inequality at the lowest level under the condition of equal gains. Besides, surprisingly, though Turkey has a collectivist structure, investors from Turkey showed an individualistic structure since they felt the positive feelings at the highest level when they gain more than the others. On the other hand, though Poland has an individualistic structure, investors from Poland showed a collectivist structure since they felt the positive feelings at the highest level when they gain the same amount with the other investors. Finally, the prospect theory claiming that those who win avoid from risk taking and those who lose dare to take more risk found support from Turkey but not from Poland. Investors from Poland took decisions without being significantly affected by others' outcomes under both gain and loss conditions. On the other hand, when losing, investors from Turkey dared to take more risk without being affected by others' outcomes, and when gaining if the investors gained less than the others, they took more risk compared to the condition under which they gained more than the others.

Keywords: framing, equity, social comparison, prospect theory, stock investment

İÇİNDEKİLER

KABUL VE ONAY	iv
BİLDİRİM	iviv
ÖZET	iv
ÖZET	v
ABSTRACT	vi
1. BÖLÜM	1
GİRİŞ	1
1.1 GENEL BİLGİLER	1
1.2. ÇALIŞMANIN AMACI VE PLANI	2
1.2.1. Çalışmanın Amacı	2
1.2.2. Çalışmanın Planı	4
2. BÖLÜM	6
GELENEKSEL FİNANS TEORİSİ, YATIRIMCILARI ETKİLEYEN PSİKOLOJİK FAKTÖRLER VE ANOMALİLER	6
2.1 GENEL FİNANS KAVRAMLARI	6
2.1.1 Risk Kavramı ve Çeşitleri	6
2.1.2 Yatırımcının Risk Algısı ve Riske Karşı Tutumu	8
2.2 GELENEKSEL FİNANS TEORİSİ	9
2.2.1 Beklenen Değer Teorisi (Expected Value Theory)	9
2.2.2 Etkin Piyasalar Hipotezi	11
2.2.3 Beklenen Değer Teorisine Karşı Yapılan Eleştiriler	18
2.3 YATIRIMCILARIN ÖNYARGILARI VE YATIRIM KARARLARINI ETKİLEYEN PSİKOLOJİK FAKTÖRLER	21
2.3.1 Hevristik Davranışlar (Heuristic Behaviour)	23
2.3.2 Bilişsel Noksanlıklara Dayalı Önyargılar	26
2.3.3 Duygusal Faktörler	31
2.4 ANOMALİLER	36
2.4.1 Mevsimsel Anomaliler	37
2.4.2 Fiyat Anomalileri	40
3. BÖLÜM	49
DAVRANIŞSAL FİNANS TEORİSİ, BEKLENTİ TEORİSİ, EŞİTSİZLİK TEORİSİ VE SOSYAL KARŞILAŞTIRMA TEORİSİ	49
3.1 DAVRANIŞSAL FİNANS	49
3.1.1 Davranışsal Finansın Tanımı	50
3.1.2 Davranışsal Finansın Ortaya Çıkışı ve Zaman İçindeki Gelişimi	50
3.1.3 Davranışsal Finansın İlişkili Olduğu Disiplinler	52

3.1.4	Davranışsal Finans ve Zihinsel Muhasebe Kavramı.....	55
3.1.5	Kahneman – Tversky’nin Davranışsal Finansa Katkıları.....	56
3.2	BEKLENTİ TEORİSİ (PROSPECT THEORY)	61
3.2.1	Yatırımcıların Rasyonaliteden Ayrıldığı Durumlar.....	62
3.2.2	Beklenti Teorisinin Unsurları.....	71
3.3	EŞİTSİZLİK TEORİSİ (INEQUITY THEORY).....	76
3.3.1	Eşitsizlik Kavramı	79
3.3.2	Eşitsizliğin Teknik Tanımı.....	79
3.3.3	Eşitsizliğin Sonuçları.....	80
	Sonuç.....	84
3.4	SOSYAL KARŞILAŞTIRMA TEORİSİ (SOCIAL COMPARİSON THEORY)	85
3.4.1	Festinger’in Sosyal Karşılaştırma Kuramı ve Değerlendirilmesi.....	86
3.4.2	Sosyal Karşılaştırmayı Etkileyen Faktörler.....	88
3.5	BİREYCİ (INDIVIDUALIST) VE KOLEKTİF (COLLECTIVIST) KÜLTÜRLER.....	91
4.	BÖLÜM.....	95
	TÜRKİYE VE POLONYA’DAKİ YATIRIMCILARIN, KENDİ KAZANÇ/KAYIPLARINI, DİĞER YATIRIMCILARIN KAZANÇ/KAYIPLARIYLA KARŞILAŞTIRMASININ YATIRIM KARARLARINA ETKİSİ ÜZERİNE BİR ÇALIŞMA	95
4.1	ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ	95
4.1.1	Genel Yöntem	95
4.1.2	Katılımcılar	97
4.1.3	Hipotezler	99
4.1.4	Senaryolar	102
4.1.5	Anket.....	112
4.1.6	Bağımlı Değişkenler	113
4.2	VERİLERİN ANALİZİ, BULGULAR VE TARTIŞMA	116
4.2.1	Algısal Çerçeve (Framing).....	118
4.2.2	Eşitsizlik Algısı (Inequity Perception).....	121
4.2.3	Genel Hisler (General Feelings).....	125
4.2.4	Algısal Çerçeve, Eşitsizlik Algısı ve Genel Hisler Bağımlı Değişkenleri Arasındaki İlişkilerin Analizi.....	129
4.2.5	Karar Seçimi (Decision Choice).....	130
4.2.6	Karar Seçimi ve Diğer Bağımlı Değişkenler Arasındaki İlişkinin Analizi	137
4.2.7	Çalışmanın Zayıf Yönleri	139
5.	BÖLÜM.....	140
	SONUÇ	140
	KAYNAKÇA	143
	EKLER.....	152

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1 – Kolektivist ve Bireyci Kültürlerin Karşılaştırılması	92
Tablo 2 – 39 Ülkenin Bireycilik Puanları ve Sıralaması.....	93
Tablo 3 - Senaryolara Göre Kazanç/Kayıp Durumları.....	96
Tablo 4 - Anket Katılımcılarının Cinsiyet Dağılımı	98
Tablo 5 - Anket Katılımcılarının Yaş Dağılımı.....	98
Tablo 6 - Hisse Senetlerini Takip Etme Durumu	99
Tablo 7 - Anket Katılımcılarının Aylık Gelir Dağılımı.....	99
Tablo 8 - Senaryolara Göre Kazanç/Kayıp Durumları.....	103
Tablo 9 - Senaryolara Göre Yatırım Yapılan Firmalar ve Yatırım Tutarları	104
Tablo 10 - Senaryo-1 için Yatırımcıların Kazanç/Kayıpları Durumları	105
Tablo 11 - Senaryo-2 için Yatırımcıların Kazanç/Kayıpları Durumları	106
Tablo 12 - Senaryo-3 için Yatırımcıların Kazanç/Kayıpları Durumları	107
Tablo 13 - Senaryo-4 için Yatırımcıların Kazanç/Kayıpları Durumları	107
Tablo 14 - Senaryo-5 için Yatırımcıların Kazanç/Kayıpları Durumları	108
Tablo 15 - Senaryo-6 için Yatırımcıların Kazanç/Kayıpları Durumları	109
Tablo 16 - Senaryo-7 için Yatırımcıların Kazanç/Kayıpları Durumları	110
Tablo 17 - Senaryo-8 için Yatırımcıların Kazanç/Kayıpları Durumları	110
Tablo 18 - Senaryo-9 için Yatırımcıların Kazanç/Kayıpları Durumları	111
Tablo 19 - Senaryo-10 için Yatırımcıların Kazanç/Kayıpları Durumları	111
Tablo 20 - Karar Bağımsız Değişkeni Değerleri.....	115
Tablo 21 - Birleştirilmiş Senaryolara Göre Kazanç/Kayıp Durumları.....	117
Tablo 22 - Türkiye'de Yapılan Anket İçin Algısal Çerçeveleme (Framing) Analiz Sonuçları.....	119
Tablo 23 - Polonya'da Yapılan Anket İçin Algısal Çerçeveleme (Framing) Analiz Sonuçları.....	120
Tablo 24 - Türkiye'de Yapılan Anket İçin Eşitsizlik Algısı (Inequity Perception) Analiz Sonuçları.....	122
Tablo 25 - Polonya'da Yapılan Anket İçin Eşitsizlik Algısı (Inequity Perception) Analiz Sonuçları.....	123
Tablo 26 - Türkiye'de Yapılan Anket İçin Genel Hisler (General Feelings) Analiz Sonuçları.....	126
Tablo 27 - Polonya'da Yapılan Anket İçin Genel Hisler (General Feelings) Analiz Sonuçları.....	127
Tablo 28 - Türkiye, Polonya ve İsrail İçin En Olumlu ve Olumsuz Genel Hisler	128
Tablo 29 - Türkiye'de Yapılan Anketin Değişkenleri Arasındaki Korelasyon Katsayıları	129
Tablo 30 - Polonya'da Yapılan Anketin Değişkenleri Arasındaki Korelasyon Katsayıları	130
Tablo 31 - Türkiye'de Yapılan Anket İçin Karar Seçimi (Decision Determination) Analiz Sonuçları	132

Tablo 32 - Polonya'da Yapılan Anket İçin Karar Seçimi (Decision Determination) Analiz Sonuçları	134
Tablo 33 - Türkiye ve Polonya'da Yapılan Anket İçin Karar Seçimi ve Diğer Değişkenler Arasındaki Korelasyon.....	138

1. BÖLÜM

GİRİŞ

1.1 GENEL BİLGİLER

Geleneksel finans teorisindeki temel varsayım bireylerin rasyonel davrandığıdır. İnsanların rasyonel davranması ise davranışlarının, kararlarının mantıksal bir çerçevede içerisinde olması ve matematiksel olarak açıklanabilmesi durumudur. Ancak bu çalışma içinde ifade edileceği gibi bireylerin davranışları geleneksel finansın öngördüğü ölçüde basit olmayıp her zaman mantıksal temele dayanmamakta, rasyonellikten sistematik olarak uzaklaşabilmektedir.

Geçmişten günümüze yapılan çalışmalar bireylerin her zaman mantıklı olanı yapmadığını, matematiksel olarak doğru gözükene alternatifini seçmediğini ortaya çıkarmıştır. Finans alanında bu durum “Davranışsal Finans” adı altında incelenmektedir. Son yıllarda Davranışsal Finans alanında yapılan çalışmalar Geleneksel Finans Teorisinin açıklamakta yetersiz kaldığı birçok durumu açıklamaktadır. Özet olarak; davranışsal finans, bireylerin her zaman mantıklı tercihler yapamayacağını, rasyonel olmayan davranışlarda bulunabileceğini savunmaktadır. Yatırımcıların rasyonel davrandığı varsayımına bağlı olarak geliştirilmiş olan Etkin Piyasalar Hipotezi ise, rasyonel olmayan bu davranışlar nedeniyle gerçek hayatta geçerliliğini yitirmektedir.

Söz konusu irrasyonel yaklaşım ilk olarak Kahneman ve Tversky (1979) tarafından ortaya koyulmuştur. Kahneman ve Tversky (1979)’nin geliştirmiş olduğu Beklenti Teorisine (Prospect Theory) göre, yatırımcıların, kazanç ve kayıp durumlarında riske karşı yaklaşımları değişiklik göstermektedir. Yatırımları sonucunda kazanç elde etmiş bir yatırımcı, yatırıma devam etme konusunda çekimser davranıp, riskten kaçarak bir tutum sergilemektedir. Kayba uğramış olan yatırımcı ise, kaybettiğini tekrar kazanma hırsıyla, daha fazla risk alma eğilimi göstermektedir.

Ayrıca, bu çalışmada da araştırılacağı gibi, yatırımcılar kazanç/kayıplarını mutlak değer olarak değerlendirmeyip çevresindeki önemseydiği diğey yatırımcıların kazanç/kayıpları ile karşılaştırmaktadır. Bu karşılaştırmalar yatırımcıların bir takım algılarına ve hislerine (kazanç algısı, eşitsizlik algısı, genel hisler ve yatırım yapma kararları) etki ederek yatırım kararlarının değışmesine neden olabilmektedir. Bir yatırımcı çevresindeki diğey yatırımcılardan daha fazla kazanç elde etmiş ise, bu durumda kazancının mutlak değerine kıyasla daha fazla kazanç algısı oluşur. Buna bağılı olarak yatırım kararlarında değışiklikler olabilir. Benzer şekilde bir yatırımcı kayıp durumunda olmasına rağmen, çevresindeki önemseydiği diğey yatırımcılar kazanç elde etmiş ise, yatırımcı kendini mutlak kaybına kıyasla daha fazla kayıpta hissedecektir. Ayrıca, bu durumda daha fazla adaletsizlik algısı oluşacak ve daha fazla olumsuz hisler belirecektir. Buna bağılı olarak yatırım tercihleri ve riske yaklaşımı değışebilecektir. Çalışmada, yatırımcının ve diğey yatırımcıların kazanç ve kayıp durumlarına ilişkin on farklı senaryo mevcut olup, her biri detaylı olarak incelenecektir.

1.2. ÇALIŞMANIN AMACI VE PLANI

1.2.1. Çalışmanın Amacı

Bu çalışmanın temel olarak 3 amacı vardır;

Birinci amaç, yatırımcıların kendi kazanç/kayıplarını çevresindeki önemseydiği diğey yatırımcıların kazanç/kayıpları ile karşılaştırdığında; kazanç/kayıp algısının değışip değışmediğini, bu durum karşısında oluşan genel hisleri ve eşitsizlik hislerinin ne şekilde değıştiğini araştırmaktır.

Çalışmanın ikinci amacı, yukarıda bahsedilen algı ve hislerin risk alma ve yatırımı sonlandırma veya yatırıma devam etme kararları üzerinde etkisinin varlığını araştırmaktır. Bir başka ifadeyle, yatırımcıların kazanç durumunda riskten kaçan, kayıp durumunda ise risk seven bir tutum içerisinde bulunduğunu iddia eden beklenti teorisi'nin, diğey yatırımcıların kazanç/kayıp durumu da hesaba katıldığında, geçerliliğini ne derece koruduğu test edilmiştir.

Çalışmanın üçüncü ve son amacı ise, bireyci kültüre sahip olan Polonya’da ve kolektivist kültüre sahip olan Türkiye’de bağımsız olarak yapılmış olan çalışmalardan elde edilen sonuçları birbirleriyle ve literatürde yer alan diğer çalışmalarla karşılaştırmaktır. Diğer bir ifadeyle, bireyci-kolektivist boyutta farklılaşmış olan kültürlere mensup yatırımcıların, kendi kazanç/kayıplarıyla, diğer yatırımcıların kazanç/kayıplarını karşılaştırdıklarında ortaya çıkan hisleri, algıları ve karar tercihlerindeki değişimleri karşılaştırmak ve farklar gözlemlemektir.

Türkiye’de, Türkçe olarak hazırlanan ve uygulanan anket, Polonya’da Lehçe’ye çevrilerek uygulanmıştır. Bu çeviri esnasında sonuçlara etki edebilecek anlam kaymalarının oluşmuş olma ihtimali mevcuttur. Ayrıca senaryolar, anketi uygulayan kişi tarafından sunum şeklinde katılımcılara aktarılmıştır. Polonya’da ve Türkiye’de bu aktarımlar farklı kişiler tarafından yapıldığı için yanlılıklar oluşmuş olabilir. Bu konular çalışmanın kısıtları olarak sayılabilir.

Anketler, Türkiye’de Ankara’da bulunan Hacettepe Üniversitesi’nin İşletme ve İktisat bölümleri öğrencilerine uygulanırken, Polonya’da, Sosnowiec şehrindeki AGH Üniversitesi (AGH University Of Science and Technology) İşletme bölümü öğrencilerine uygulanmıştır. Her iki ülkede de üniversite öğrencileri üzerinde yapılmış çalışmanın, tüm ülke yatırımcılarını temsil edeceği varsayımı yapılmıştır. Bunlar özet olarak çalışmanın varsayımları olarak sayılabilir.

Uluslararası literatürde Davranışsal Finans üzerine yapılmış birçok çalışma mevcuttur. Türkiye’de de bu alanda yapılan çalışmaların sayısı son yıllarda artış göstermiştir. Fakat yatırımcıların kendi kazanç/kayıplarını, diğer yatırımcıların kazanç/kayıpları ile karşılaştırması durumunda ortaya çıkan hisleri ve bu durumda yatırım kararlarının ne şekilde etkilendiğini araştıran bir çalışma ülkemizde daha önce yapılmamıştır. Bu konuda yapılmış önemli çalışmalardan birisi Fox ve Dayan’ın 2004 yılında yapmış oldukları “Framing And Risky Choice as Influenced by Comparison of One’s Achievements With Others: The Case Of Investment in the Stock Exchange” isimli çalışmadır. Yatırımcıların kendi kazanç/kayıplarını, çevresindeki ilgili diğer yatırımcıların kazanç/kayıpları ile karşılaştırması durumunda oluşan hisler ve bu

durumun yatırım tercihlerine ve risk algılarına olan etkisini araştırmıştır. İsrail’de yürütülmüş olan bu çalışma, bu tez çalışmasına ilham kaynağı olmuştur.

1.2.2. Çalışmanın Planı

Çalışma beş ana bölümden oluşmaktadır.

Birinci bölümde, çalışma hakkında genel bilgiler verilecek olup, çalışmanın amacı ve planından bahsedilmiştir.

İkinci bölüm, genel finans kavramları, geleneksel finans teorisi, yatırımcıları etkileyen psikolojik faktörler ve anomaliler olmak üzere dört konu başlığını kapsamaktadır. Bu konularda okunmuş ve araştırılmış literatür bu bölümde özetlenmiştir. Birinci başlık altında genel finans kavramları yer almaktadır. Burada risk kavramı ve çeşitlerinden, yatırımcıların risk algılarından ve finansal yatırımlardan özet olarak bahsedilmiştir. İkinci başlık altında geleneksel finans teorisi ele alınmıştır. Geleneksel finans teorisinin temelini oluşturan, beklenen değer teorisi (expected value theory) ve etkin piyasalar hipotezi üzerinde durulmuş, bu teori ve hipoteze karşı yapılan eleştirilerden bahsedilmiştir. Üçüncü başlıkta, yatırımcıların önyargıları ve yatırım kararlarını etkileyen psikolojik faktörler konusu incelenmiştir. Bilişsel noksanlıklara dayalı önyargılar ve duygusal faktörler detaylı olarak yer almaktadır. Son başlıkta ise, piyasalarda görülen fiyat anomalileri ve birçok anomali çeşidi üzerinde durulmuştur.

Üçüncü bölümde, çalışmanın amacıyla yakından alakalı konular olan davranışsal finans teorisi, beklenti teorisi, eşitsizlik teorisi ve sosyal karşılaştırma teorisi olmak üzere dört başlık incelenmiştir. Birinci başlık altında, davranışsal finans teorisi işlenmiştir. Davranışsal finans kavramından başlayıp, teorinin ilk defa ortaya atılmasından, zaman içindeki gelişiminden, bağlı olduğu disiplinlerden bahsedilmiştir. Son olarak ise, davranışsal finans teorisi ve geleneksel finans teorisinin karşılaştırılması bu bölümde yer almaktadır. İkinci başlık altında Kahneman ve Tversky (1979) tarafından geliştirilmiş olan beklenti teorisi (prospect theory) anlatılmıştır. Bu teori çalışmaya temel oluşturduğu için detaylarıyla birlikte sunulmuştur. Üçüncü başlıkta, sosyal eşitlik teorisi (social equity theory) anlatılmıştır. İlk defa Adams (1965) tarafından ortaya

atılan teorinin dayandığı psikolojik temelinden, eşitsizliğin ortaya çıkışından ve sonuçlarından bahsedilmiştir. Son olarak eşitsizlik teorisi'ne getirilen olumlu ve olumsuz eleştirilerden bahsedilmiştir. Dördüncü başlık altında sosyal karşılaştırma teorisi (social comparison theory) anlatılmıştır. Bu kuramı geliştiren Festinger'in (1954) ve onu takip eden çalışmalar ayrıntılı olarak incelenmiş ve özetlenmiştir. Ayrıca, Festinger'in sosyal karşılaştırma kuramının diğer teorisyenler tarafından değerlendirmesine de yer verilmiştir. Son olarak ise, sosyal karşılaştırmayı etkileyen faktörler anlatılmıştır.

Çalışmanın dördüncü bölümünde, "Türkiye Ve Polonya'daki Yatırımcıların, Kendi Kazanç/Kayıplarını, Diğer Yatırımcıların Kazanç/Kayıplarıyla Karşılaştırmasının Yatırım Kararlarına Etkisi Üzerine Bir Çalışma" başlığı altında 2 farklı başlık bulunmaktadır. Birinci başlık altında araştırmanın yönteminden, Fox ve Dayan (2004) tarafından geliştirilmiş olan hipotezlerden, uygulanan senaryolardan ve anket sorularından ve çalışmanın zayıf yönlerinden bahsedilmektedir. Çalışmanın bağımlı değişkenleri olan, kazanç/kayıp algısı (algısal çerçeve), eşitsizlik algısı, genel hisler ve yatırım kararı kalemleri ve yaklaşımın hangi değişken ile ölçülmeye çalışıldığı anlatılmıştır. İkinci başlık altında, Polonya ve Türkiye'de uygulanmış olan anket verilerinin analiz edilmesi, sonuçlarının tartışılması yer almaktadır. Analizler sonucunda her bir hipotezin doğruluğu test edilmiş ve yorumlanmıştır. Ayrıca bu bölümde, elde edilen sonuçlar literatürde yer alan çalışmalarla karşılaştırılarak, benzerlik ve farklara vurgu yapılmış, nedenleri yorumlanmaya çalışılmıştır.

Çalışmanın son bölümü ise sonuç bölümüdür. Bu bölümde çalışmanın kısaca özeti elde edilen sonuçlara değinilmiştir.

2. BÖLÜM

GELENEKSEL FİNANS TEORİSİ, YATIRIMCILARI ETKİLEYEN PSİKOLOJİK FAKTÖRLER VE ANOMALİLER

2.1 GENEL FİNANS KAVRAMLARI

2.1.1 Risk Kavramı ve Çeşitleri

Risk, her alanda bireyleri, kurumları, toplumu yakından ilgilendiren, yaşamın ayrılmaz bir parçası ve önemli bir unsurdur. Kelime anlamı ile “bir zarara, bir kayba, bir tehlikeye yol açabilecek bir olayın ortaya çıkma olasılığı; tehlike” anlamlarına gelmektedir.¹ Bu nedenle insanlık tarihinin başlangıcından bugüne riskleri azaltma ve yönetme çabası öneminden hiç bir şey kaybetmeksizin devam etmekte, hatta özellikle ekonomi ve finans kurumları için daha da artmaktadır. Risk teknik olarak ise, "Getirilere ilişkin olasılık değerlerinin ortalama değer etrafındaki dağılımını ifade eder" (Çıtak, 1999). Bu anlamda olasılık dağılımını etkileyen her şey yatırım riskini de olumlu ve olumsuz olarak çift yönlü olarak etkileyecektir. Matematiksel olarak ise risk "Beklenen getirilerin dağılımının varyantının bir fonksiyonudur" (Çıtak, 1999). Tüm bu tanımlar çerçevesinde risk, finans literatüründe, beklenen değer ile gerçekleşen değer arasındaki olumlu veya olumsuz fark olarak açıklanabilir.²

Risk ve belirsizlik kavramları farklı kavramlardır ve birbirlerinin yerine kullanılmaları doğru değildir. Belirsizlik, bilgisizlik ve geleceğin taşıdığı sürprizleri, risk ise tehlike ve korunmasızlık anlamlarını içinde barındırır. Bu çerçevede şu şekilde ayırıcı bir tanım yapılabilir. “Risk, bilinen ya da beklenen bir tehlikeye açıklık oranında kayba uğrama

¹ <http://ekonomirehberim.blogcu.com/risk-nedir-risk-cesitleri-hakkinda-bilgi/4815245>

² <http://ekonomirehberim.blogcu.com/risk-nedir-risk-cesitleri-hakkinda-bilgi/4815245>

olasılığıdır.” Tehlikenin varlığı ve boyutu tam olarak bilinmiyorsa belirsizlik riski, tehlikeye açıklık ve korunmasızlık tam olarak bilinmiyorsa risk belirsizliği içinde taşır.³

Günümüzün ticaret koşulları çerçevesinde, ticari faaliyetlerine devam etmekte olan irili ufaklı yüzlerce şirket, mal ya da hizmet üretimlerinin genel bir sonucu olarak çok sayıda riskle karşı karşıya kalırlar. Şirketlerin karşı karşıya oldukları riskleri, “finansal riskler” ve “finansal olmayan riskler” olarak iki ana gruba ayırmak mümkündür (Çağdaş ve Gürsoy, 2003).

Finansal olmayan riskler, şirketlerin kendi ticari faaliyet alanları içerisinde, mal ya da hizmet üretimlerinin doğal bir sonucu olarak karşılaştıkları ve şirket yöneticilerinin sektörel becerisi, problem çözme güçleri, işin bütünü ve organizasyonel yapıya hakimiyetleri gibi özellikleri sayesinde, kendi profesyonellikleri ile rahatlıkla altından kalkabilecekleri türde risklerdir. Örneğin üretim süreçlerinde ortaya çıkan problemler, kullanılan teknolojinin eskimesi, üretilen mal veya hizmetin ikame edilebilir özelliklere sahip benzerlerinin daha yüksek piyasa payları elde etmeye başlaması, rakip malların piyasada öne geçmesi, dağıtım kanalları ile ilgili problemler gibi pek çok örnek bu tür riskler için verilebilir. Bu tür risklerin firmaya elbette finansal bir yükü vardır. Ancak risk unsurunun ortadan kaldırılması tamamıyla şirketin yönetim gücü ve becerisi ile orantılıdır(Chorafas, 1997).

Finansal riskler ise, şirket tarafından her an izlenmesi, kontrol edilmesi ve şirket üzerindeki etkilerinin ölçülmesini gerektiren türde risklerdir. Çünkü finansal olmayan türde risklerin şirket performansını kötü yönde etkilememesi açısından ortadan kaldırılmasının çeşitli yolları olabilir. Bu yollardan hangisinin kullanılacağı ise riskin taşındığı ya da basit anlamda ortaya çıktığı alana ve bu alanın yöneticisine, özet olarak şirket yönetim tekniğine göre farklılık gösterebilir. Oysa finansal risklerin şirketin finansal bünyesi içinde taşınmasının, riskin şirketin performans kaybına (şirket karlılığının değerinin azalması) yol açmamasının sağlanmasının, riskin finansal bünye içinde kontrol altında tutulmasının, “yönetiminin”, şirketin esas faaliyet alanının ya da esas faaliyet gelir ve karlarının bu risklerden zarar görmesinin önüne geçilmesinin

³ <http://ekonomirehberim.blogcu.com/risk-nedir-risk-cesitleri-hakkinda-bilgi/4815245> (15.01.2010)

yöntemleri ve bu yöntemlerin uygulama seçenekleri birbirinden farklı değildir (Beaver, 1996).

Finansal risklerin özellikleri bellidir. Risk unsurunun ortaya çıkması durumunda, şirkete olan maliyetini önceden görmek, bazı simülasyon modellerini dikkatle uygulamakla mümkündür. Bu bakımdan finansal riskler ve bu risklerin şirkete olan etkileri, finansal olmayan riskler ve etkilerine göre çok daha somuttur ve o nispete de daha zarar verici özellikleri vardır (Corrigan, 1998).

2.1.2 Yatırımcının Risk Algısı ve Riske Karşı Tutumu

Bireyler sosyal ve ekonomik kararlarında, aynı risk düzeylerine farklı tahammüller gösterebilmektedir. Algılanan risk sonucunda tüketicinin risk alma eğilimini yansıtan gerçek davranışları finansal riske tahammül düzeylerini göstermektedir.

Bireysel yatırımcıların riski algılaması bakımından taşıdıkları bazı özellikleri aşağıdaki şekilde sıralayabiliriz (Karan, 2001, s 699);

- Risk kurumsal yatırımcı açısından, getirilerin standart sapması olarak değerlendirilirken, bireysel yatırımcı riski para kaybetmek anlamında değerlendirmektedir.
- Bireysel yatırımcıların çoğunda bilinmeyenden korkma-kaçma özelliği vardır.
- Bireysel yatırımcıların birçoğu daha önce zarar ettikleri bir hisse senedine ya da başka bir araca yatırım yapmaktan kaçınırlar.
- Bireysel yatırımcılar, genellikle herkesin ilgilendiği popüler hisse senedine ya da diğer yatırım araçlarına yatırım yaparak riski azaltabileceklerini düşünürler.
- Bireysel yatırımcılar, geçmişte meydana gelmiş risklerle gelecekteki potansiyel riskleri birbirine karıştırma eğilimi içindedirler. Geçmişte çok iyi bir performans gösteren hisse senedinin gelecekte de aynı performansı göstereceği ve söz konusu hisse senedinin de riskinin az olacağı düşüncesindedirler.

İlk olarak 1738 yılında Bernoulli bireylerin hangi durumlarda risk sever veya riskten kaçır tutumlar sergilediklerini anlatmaya çalışmıştır. Örneğin elimizde iki farklı

seçenek olsun. Birincisi, %85 olasılıkla \$ 1.000 kazanmak (%15 ihtimalle hiç bir şey kazanmamak), ikincisi ise, %100 olasılıkla \$ 800 kazanmak. İnsanların büyük çoğunluğu bu iki seçenektan ikincisini seçmiştir. Oysa matematiksel olarak ilkinin beklenen getirisi \$ 850 olup, ikincisinden daha büyüktür. Bu örnekteki duruma gibi, daha az getirisi olmasına rağmen daha kesin olan seçeneği tercih etme tutumuna “Riskten Kaçmak” denir.

Kahneman ve Tversky (1984) tarafından verilmiş bir başka örneği inceleyecek olursak; birinci seçenek %85 olasılıkla \$ 1.000 kaybetmek (%15 ihtimalle herhangi bir kayıp yok), ikincisi ise %100 olasılıkla \$ 800 kaybetmek. Bu iki seçenek arasında tercih yapmak durumunda kalan bireyler ilkinini seçmiştir. İlk seçeneğin beklenen kaybı \$ 850 olmasına rağmen bireyler risk alarak bu seçeneği tercih etmişlerdir. Daha fazla kaybetmeyi göze alarak, riskli seçeneği tercih etme tutumuna “risk severlik” denir.

2.2 GELENEKSEL FİNANS TEORİSİ

Klasik iktisat düşüncesinde; yatırımcıların mevcut kısıtlar altında optimal kararlar aldıkları kabul edilir. Rasyonel beklentilere sahip olan yatırımcı faydasını her zaman en yüksek seviyeye ulaştırır. Bir başka anlatımla geleneksel finans teorisi, piyasada var olan yatırımcıların arz ve talep miktarlarına bağlı olarak fiyatların oluştuğu bir piyasanın olduğunu varsaymaktadır. Ayrıca geleneksel finans teorisinin “insan” tanımı da birçok varsayıma dayanmaktadır. Teoride tanımlanan insanın başlıca özellikleri, mantıklı düşünebilen, rasyonel davranan, piyasadaki bilgilerin tamamına sahip olan ve bu bilgileri kullanabilen, kazancını her zaman en yüksek seviyede olmasını hedefleyen bir varlıktır (Simon, 1955). Geleneksel finans teorileri altında: Beklenen Fayda Teorisi ve Etkin Piyasalar Hipotezi incelenecektir.

2.2.1 Beklenen Değer Teorisi (Expected Value Theory)

Daha önce de belirtildiği gibi, klasik iktisat düşüncesinde, bireylerin mevcut şartlar altında optimal kararlar aldıkları ve rasyonel bir tutum sergileyerek her zaman faydasını

en çoklaştırma hedefi içinde oldukları temel varsayımdır. Bu varsayımlar altında klasik iktisat düşüncesinin en temel ve standartlaşmış aracı beklenen değer (expected value) teorisi. Bu teoriyi ilk olarak 18. yüzyılda ortaya atan teorisyen Bernoulli olmuştur. Daha sonra, Von Neumann ve Morgenstern (1944) “Theory of Games and Economic Behavior” isimli çalışmalarında, beklenen fayda en çoklaştırmasının rasyonel bir karar alma ölçütü olduğunu göstermişlerdir. Bu çalışma, yıllar boyunca, geleneksel finans teorisinin referans bir modeli haline gelmiştir (Aksoy ve Şahin, 2009).

Beklenen fayda teorisi aşağıdaki varsayımlara dayanır (Bailey, 2002, s. 17):

1. İnsanlar, bir belirsizlik durumu ile karşı karşıya kaldıklarında, bu durumun gerçekleşmesinin olasılığını tespit ederler. Bunu yapmak için, Bayes teoremi’nden⁴ faydalanırlar. Ayrıca, tüm seçeneklere karşı tarafsız yaklaşım sergilerler.
2. Her zaman, faydayı maksimize etme eğilimi vardır. Bir diğer ifadeyle, her durumda, çok azdan iyidir. Bir seçenek diğerinden daha fazla fayda sağlıyorsa, karar verecek kişi mutlaka fazla fayda sağlayanı tercih edecektir.
3. İnsanlar aldıkları kararlarda tutarlı ve mantıklı davranırlar. Örneğin, A, B’den, B de C’den fazla fayda sağlıyorsa karar verici A ile C arasında bir tercih yapması durumunda A’yı tercih edecektir.
4. Karar verici karşılaştığı belirsiz olaylara ilişkin olasılıkları tespit ettikten ve bu olasılıklara göre her olaya ilişkin beklenen faydasını hesapladıktan sonra bunları kendi fayda fonksiyonu içinde bir sıraya koyar. Karar vericinin amacı faydasını maksimize etmektir ve önündeki seçenekler içinde bu amacı sağlayan tercihi seçer.
5. Söz konusu fayda fonksiyonu çanak seklindedir bu da “Azalan Marjinal Fayda Kuralı”nın geçerli olduğunu gösterir.

Schoemaker (1982)’e göre beklenen değer modelinin dört amacı vardır (Schoemaker, 1982, s. 535-537);

⁴ Bayes Teoremi: Bir rassal değişken için olasılık dağılımı içinde koşullu olasılıklar ile marjinal olasılıklar arasındaki ilişkiyi gösterir. B olayına koşullu bir A olayı (Bir başka ifadeyle B olayının bulunduğu durumdaki A olayı) için olasılık değeri, A olayına koşullu olarak B olayı (Bir başka ifadeyle A olayı bulunduğu durumdaki B olayı) için olasılık değerinden farklıdır. Ancak bu iki birbirine ters koşulluluk arasında çok belirli bir ilişki vardır ve bu ilişkiye Bayes Teoremi denilmektedir. (http://tr.wikipedia.org/wiki/Bayes_teoremi#Bayes_teoreminin_ifade_edili.C5.9Fi, 06.03.2010)

1. Beklenen değer teorisi, risk ve belirsizlik ortamında seçenekler arasından tercih etme aşamasında, karar verme sürecinin tanımsal modelini oluşturmayı amaçlar. Söz konusu tanımsal modeller ise, bilgiye nasıl ulaşılır, motivasyon nasıl şifrelenir ve saklanır gibi tahminden daha öte konularla ilgilenmektedir.
2. Beklenen değer modeli iktisatta ve finansta kestirimci ve pozitivist olarak görülür. Pozitivist bakış açısında, aksiyomların gerçekçiliğinin önemi yoktur. Önemli olan, modellerin daha kesin tahminler ortaya koyup koymadığıdır.
3. Bir diğer unsur, beklenen değer teorisinde, gözlemlenen birey davranışları, uygun koşullarda modellenmek şartıyla optimaldir.
4. Son olarak beklenen değer modeli, kuralcı ya da normatif bir modeldir. Karar analizcileri ve yönetim bilimciler, arka planda insan davranışının genellikle yarı-optimal olduğunu varsayarlar. Amaçları, (normatif) beklenen değer teorisini kullanarak alışlagelmiş davranışları geliştirmektir. Diğer bir ifadeyle, karar alıcıların zevk ve tercihlerini temel alarak, onlara karmaşık karar anlarında alternatifler sunmaktadır.

2.2.2 Etkin Piyasalar Hipotezi

Geleneksel finans teorisinin temelini oluşturan hipotezlerden birisi olan etkin piyasalar hipotezine göre, bir piyasanın etkin olması, piyasada mevcut olan tüm bilgilerin fiyatlara tam olarak yansımaya anlamına gelmektedir. Piyasanın etkinliğinin sağlanabilmesi için piyasadaki yatırımcıların geleneksel finans teorisinin öngördüğü şekliyle her türlü bilgiye sahip, oluşan yeni bilgilere eş tepkiler veren ve faydasını ençoklaştırmaya çalışan bireylerden oluşması gerekmektedir. Piyasaların etkinlik derecesinin artması için, piyasada yatırım yapan oyuncuların sayısının ve piyasada yapılan işlem sayısının artması gerekmektedir.

Piyasada yatırım yapan bir yatırımcı için pazar ortalamasına eşit bir getiri elde etmesi için endeks fona yatırım yapması ya da, iyi çeşitlendirilmiş bir portföy oluşturması gerekir. Peki, pazar ortalamasından daha fazla getiri elde etmek isteyen yatırımcılar için bu mümkün müdür, mümkünse nasıl bir yöntem uygulanmalıdır? Bu yatırımcılar için cevaplanması gereken bir takım sorular mevcuttur (Karan, 2001, s. 271).

- Bir yatırımcı geçmişteki fiyat hareketlerinden yararlanarak gelecekteki fiyatları tahmin edebilir mi?
- Yatırımcılar temel analiz yaparak, diğer bir ifadeyle şirketlerin finansal tablolarını ve halka açıklanan diğer bilgilerini inceleyerek hisse senetlerinin fiyatlarını tahmin edebilir mi?
- Yatırımcılar içeriden haber alarak yaptıkları yatırımlarla piyasa ortalamasından daha fazla kazanç elde edebilirler mi?
- Bir yatırımcı piyasa ortalamasının üzerinde kazanç sağlayabilir mi?

Bu soruların cevabı ilk defa 1950-1960'lı yıllarda "Etkin Piyasalar Hipotezi" ile ortaya koyulmaya çalışılmıştır. Etkin piyasalar hipotezine göre, menkul kıymet fiyatları, pazara ulaşan tüm bilgileri yansıtmaktadır. Ayrıca, rekabet koşullarının geçerli olduğu piyasalarda, menkul kıymetlerin fiyatı arz ve talebe bağlı olarak oluşmaktadır. Arz ve talep, pazara ulaşan bilgilere bağlı olarak değiştiği için, bu şekilde oluşan fiyat, yukarıda bahsedildiği gibi piyasaya ulaşmış olan tüm bilgileri yansıtmaktadır.

1960-1970'li yıllarda etkin piyasalar hipotezi finans akademisyenleri arasında geniş bir kitle tarafından kabul edilmiştir. Özellikle Fama (1970) tarafından ortaya koyulmuş "Efficient Capital Markets" isimli makale bu hipotezin yayılmasında etkili olmuştur. Bu hipotez kapsamında kabul edilen genel görüş, menkul kıymet fiyatlarının pazara ulaşan tüm bilgileri yansıttığıdır. Bir bilgi oluştuğunda, bunun haberi tüm piyasaya en çabuk şekilde yayılır ve menkul kıymet fiyatlarına gecikmeden yansır. Rastsal yürüyüş teorisi, etkin piyasalar hipotezi ile yakından alakalıdır. Rastsal yürüyüş teorisine göre, piyasalarda, menkul kıymetler üzerinde gerçekleşen tüm fiyat değişiklikleri raslantısal olarak gerçekleşmektedir. Bunun mantıklı gerekçesi ise şu şekilde anlatılmaktadır. Piyasada oluşan yeni bilgi, engelsiz ve en hızlı şekilde menkul kıymet fiyatlarına yansımaktadır. Dolayısıyla bugünkü fiyatlar seviyesinin, gelecekteki fiyatlara etkisi yoktur. Fiyatı sadece haber ve bilgiler etkiler ve gelecekte oluşacak haber ve bilgiler mevcut durumda tahmin edilemez (Malkiel, 2003).

Etkin piyasalar hipotezine göre geçmiş fiyatlardan yola çıkılarak gelecek fiyatları hesaplamayı hedefleyen teknik analiz ve firma ile halka açıklanan tüm bilgi, finansal tablo ve değerlendirmelere dayanarak firmanın değerini ortaya çıkarmayı hedefleyen

temel analiz, yatırımcının ekstra bir gelir elde etmesini sağlayamayacaktır (Malkiel, 2003).

Etkin piyasalar hipotezi aşağıda sıralanan varsayımlar üzerine kurulmuştur (Kocaman, 1995, s.9);

1. Yatırımcının temel amacı kazancını en yüksek seviyede tutmaktır.
2. Yatırımcılar, yatırım kararları verirken risk ve getiri temeline dayalı seçimler yaparlar.
3. Yatırımcıların risk ve getiri beklentileri homojendir
4. Yatırımcılar eşit zaman ufkuna sahiptirler.
5. Tüm yatırımcılar, piyasadaki tüm bilgilere, serbest ve maliyetsiz ulaşabilir.
6. Tüm yatırımcıların mantıklı ve rasyonel davranırlar ve yatırım tercihlerini de bu çerçevede yaparlar.
7. Piyasada az da olsa rasyonel olmayan yatırımcılar olabilir. Fakat bunların var olması fiyatları etkilemez, çünkü rasyonel olmayan yatırımcıların davranışları birbirinin etkisini sınırlamaktadır.
8. Piyasada bulunan rasyonel olmayan yatırımcılar, aynı yönlü hareket ederlerse, piyasada bulunan arbitrajcılar, fiyatların etkilenmesine engel olurlar.

Etkin piyasalar hipotezine göre, yeni bir bilgi oluştuğunda, piyasaya hangi hızda ulaştığı ve menkul kıymet fiyatlarına hangi hızda ve doğrulukta yansıdığına göre piyasanın etkinlik derecesi değişmektedir. Bir başka ifadeyle, oluşan yeni bir bilgi karşısında bu bilgiye olan tepki hızlı ve doğru biçiminde piyasaya yansiyorsa o piyasa etkin demektir. Bu açıklamalardan da anlaşılacağı gibi, etkin bir piyasada bilgiler fiyatlara çok hızlı ve doğru yansıdığı için, herhangi bir yatırımcının normalüstü getiri sağlaması mümkün değildir.

Yukarıda varsayımlar içinde de geçtiği gibi, piyasaların etkin olabilmesi için yatırımcılar için uygun koşulların sağlanması şartı vardır. Bir başka ifadeyle yatırımcıların tüm bilgilere maliyetsiz ulaşabilmeleri gerektiği için işlem maliyetlerinin sıfır olması gerekmektedir, fakat herkesçe bilinen bir gerçek vardır ki, günümüzde bu şartların sağlanması imkansızdır. Herkes tüm bilgilere ulaşamayacağı gibi, işlemlerin vergi maliyetleri vardır.

Piyasalardaki tüm yatırımcıların rasyonel davranışlar sergilemesi beklenemez, fakat bu hipoteze göre irrasyonel yatırımcıların varlığı etkin piyasalar hipotezini ortadan kaldırmamaktadır. Bu konuda öne sürülen yaygın fikir, piyasada irrasyonel yatırımcıların tesadüfi olarak işlem yaptığıdır. Bu türden çok sayıda yatırımcı olduğu zaman ve bunların işlem stratejileri korelasyonlu olmadığından, işlemlerinin etkileri birbirlerini sıfırlayacaktır (Sharpe ve Alexander, 1990). Diğer taraftan arbitraj faaliyetleri, irrasyonel yatırımcıların meydana getirdiği sapmaları düzeltici yönde rol oynamaktadır.

Malkiel (2003) çalışmasında, etkin piyasalar hipotezini ve bunun aksi iddiası olan hisse senetlerinin fiyatlarının tahmin edilebileceği hipotezini araştırmıştır. Bu çalışmada, şu tespitlerde bulunmuştur. Daha önce büyük bir kitle tarafından doğruluğuna inanılan etkin piyasalar hipotezi, 21. yüzyılın başlamasıyla birlikte bu popülaritesini kaybetmiş ve artık ekonomistlerin ve araştırmacıların çok büyük bir çoğunluğu hisse senedi fiyatlarının en azından bir miktar tahmin edilebileceğine inanmaktadırlar. Psikolojik, duygusal, davranışsal etkenlerin hisse senedi fiyatlarını etkilediğine, bunu ve geçmişte oluşmuş fiyatları kullanarak gelecekte oluşacak fiyatları tahmin etmenin mümkün olduğuna dair yaygın bir inanış vardır. Malkiel'e göre pazardaki irrasyonel yatırımcı sayısı çok dahi olsa bu durum piyasaların etkinliğine zarar veremeyecektir, hatta hisse senetlerinin fiyatları her ne kadar çok artıp azalarak, dalgalansa da bu durum piyasaların etkinliğini bozamaz. Çünkü yeni bir bilgi oluştuğunda bu durum fiyatlara en doğru ve en hızlı şekilde yansımaktadır.

Bu teori piyasaların her zaman etkin olduğu iddiasında değildir. Aynı şekilde psikolojik faktörlerin hisse senedi fiyatlarında etkili olmadığını da iddia etmemektedir. Kısa vadede piyasalar etkin olmayabilir, fakat uzun vadede etkinlik yakalanır, bir başka deyişle doğru değer en sonunda da olsa kazanacaktır. Dolayısıyla yatırımcılar, kısa vadede ortalamanın üzerinde gelir elde etse de, uzun vadede ortalamanın üstüne çıkamaz (Malkiel, 2003).

Fama (1970) piyasa etkinliğini 3 sınıfa ayırmanın mümkün olduğunu öne sürmektedir. Birincisi piyasada fon arz ve talep edenler için işlem maliyetlerinin minimum olduğu faaliyet etkinliğidir. İkincisi, kaynakların piyasada uygun değer şekilde dağıldığı kaynak

dağıtım etkinliğidir. Üçüncüsü ise, fiyatların mevcut tüm bilgiyi yansıttığı bilgi etkinliğidir. Etkin piyasalar hipotezindeki etkinlik kavramı bilgi etkinliğini ifade etmektedir. Buradaki en önemli varsayımlarından biri herhangi bir yatırımcının herhangi bir bilgiyi kullanarak normal-üstü getiri sağlayamayacağıdır. Bunun nedeni yukarıda da bahsedildiği gibi fiyatların tüm bilgiyi içermesidir (Karan, 2001).

Bu doğrultuda Fama (1970)'nin öne sürmüş olduğu 3 adet etkinlik sınıflandırmaları şunlardır;

Zayıf Formda Piyasa Etkinliği:

İlk olarak Bachelier(1900), bir malın güncel fiyatının, o malın gelecek fiyatlarının belirlenmesinde bir fayda sağlamadığı sonucuna ulaşmıştır. Yukarıda da bahsettiğimiz gibi “Rastsal yürüyüş teorisi”, fiyatların rasgele oluştuğunu ve önceden tahmin edilemeyeceğini öne sürmektedir. Eğer pazardaki fiyatlar akılcı bir nedene dayanıyorsa, yeni bilgi fiyatları değiştirecektir. Bundan dolayı fiyatlar daima o anki bilgilere dayalı olacaktır. Böylece bilgilerin herkese açık ve ücretsiz olması ve yoğun pazar rekabeti ile birleşince fiyatları önceden tahmin etmek olanaksız olacaktır.

Zayıf formda piyasa etkinliği çeşitli yöntemle test edilmektedir. Bunlardan önemli olanlar;

1. *Serisel Korelasyon Testi:* Çeşitli zaman aralıklarında istatistiksel yöntemler kullanılarak aralıklar arasında serisel korelasyonun varlığı aranır. Korelasyon bulunamaması durumunda fiyatların rasgele oluştuğu sonucuna varılır. Korelasyonun bulunması halinde, korelasyonun gücü dikkate alınır.
2. *Zaman Serileri Testi:* Geçmişteki fiyat hareketlerinden model oluşturularak gelecekteki fiyatlar tahmin edilmeye çalışılır.
3. *Koşu Testi:* Serisel korelasyon testinde, bazı değerlerin ortalamadan çok farklı olması testin güvenilirliğine zarar vermektedir. Bu nedenle koşu testi, hisse senedi fiyatları yerine, fiyatlar arasındaki farkların pozitif ve negatif olmasına dikkat eder. Hisse senedi fiyat değişimlerinin birbirine bağımlı olduğu sonucuna ulaşabilmek

için, işaret serisinin uzun bir koşu oluşturması gerekir. Bu koşular oluşmuyorsa fiyatlar rasgele oluşuyor sonucuna ulaşılır.

4. *Filtre Testi*: Bir hisse senedinin fiyatı belli bir yüzde ile artarsa o hisse senedi alınır ve gördüğü en yüksek değerden aynı yüzde oranıyla düşerse bu hisse senedi satılır.
5. *Kesitsel Analiz (Cross-sectional Analysis)*: Bir firma, içinde bulunduğu piyasa endeksi ile ya da aynı endüstrideki rakip firmalar ile karşılaştırılmak istendiğinde tercih edilen bir test çeşididir.

Özetl olarak, zayıf form piyasa etkinliğinde, yatırımcının geçmiş fiyat hareketlerini kullanarak normalin üstünde getiri elde edemeyeceği varsayılır. Buna göre teknik analiz, zaman serileri ve benzer analizlerin hiçbir yararı yoktur.

Yarı Kuvvetli Formda Piyasa Etkinliği:

Piyasaların yarı kuvvetli formda etkin bir piyasa olabilmesi için iki şartı sağlaması gerekir. Birincisi, cari fiyatların geçmiş dönem fiyatların seyrini ve ikincisi halka açık tüm bilgileri yansıtması gerekmektedir. Bunun anlamı, hisse senedi piyasa fiyatları, gazete makaleleri, şirket öngörülen ve yıllık raporlar yoluyla kamuoyuna sunulan, herkesin ulaşabildiği mevcut bilgiyi anında tarafsız olarak yansıtmalıdır.

Bilanço bilgileri kamuya açık ve herkes tarafından kolaylıkla ulaşılabilen bilgiler olduğu için, yarı-güçlü formdaki piyasa etkinliğiyle alakalıdır. Bilançolardan elde edilen bilgiler hisse senedi analizlerinde önemli rol oynarlar. Fakat yarı-güçlü formda etkin bir piyasada, bilanço bilgileri kullanılarak kalıcı olarak normal-üstü getiri sağlanamaz. Piyasanın bu anlamda etkin olması için her bireyin rekabet ortamında karını artırmak için bilgiyi değerlendirdiği varsayımı vardır.

Bir piyasanın yarı kuvvetli formda etkin olup olmadığını değerlendirebilmek için çeşitli etkinlik testleri yapılmaktadır. Bunlardan bazıları aşağıdadır.

1. *Hisse senedi bölünmeleri testi*: Şirketlerin hisse senetlerinin bölünme haberini ilan etmesi ile yatırımcının elde ettiği getiri arasındaki korelasyona bakılır. Piyasada bölünme haberi ile birlikte, normal-üstü getiri sağlanabiliyorsa, o piyasanın yarı-kuvvetli formda etkin olduğu reddedilir.

2. *Yıllık kazanç duyuruları testi*: Şirketlerin yıllık kazançlarını açıklamaları ile yatırımcıların elde ettiği getiriler arasındaki korelasyona bakılır. Habere bağlı olarak normal-üstü getiri elde edilebiliyorsa, o piyasanın yarı-kuvvetli formda etkin olduğu reddedilir.
3. *Aracı kurum önerileri testi*: Aracı kurumların bir takım araştırma ve analizler sonucunda belirledikleri ve müşterilerine önerdikleri hisse senetlerinin getiri durumları test edilir. Bu hisse senetlerine yatırım yapanların, normal-üstü getiri sağlamaları durumunda o piyasanın yarı-kuvvetli formda etkin olduğu reddedilir.

Kuvvetli Formda Piyasa Etkinliği:

Kuvvetli formda piyasa etkinliği, isminden de anlaşıldığı üzere, yarı kuvvetli ve zayıf formda piyasa etkinliklerine kıyasla en gelişmiş piyasa etkinliğidir. Bu hipotezde, hisse senedi fiyatları üzerinde hem kamuoyu hem de özel kaynaklı bilgi girişinin etkisi mevcuttur. Kuvvetli formadaki piyasa etkinliğinde, yöneticiler ve çalışanlar gibi şirketler hakkında özel bilgi sahibi olanlar, bu bilgileri kullanarak sürekli normalüstü kazanç sağlayamazlar. Gerçek hayatta sağlanması imkansız yakın bir piyasa çeşididir.

Karan (2001)'e göre, özel bilgiye sahip yatırımcılar, bu bilgi ışığında hisse senetlerine yatırım yaparlar ve hisse senedi değeri yükselmeye başlar. Özel bilgiye sahip olmayan yatırımcılar ise, hisse senedinin bu yükselişini fark ederek, şirket hakkında olumlu özel haberlerin varlığını tahmin ederek bu hisse senedine yatırım yaparlar. Böylece, başka bilgi kaynakları, özel bilgi yerine geçebilir ve normalüstü kar fırsatı ortadan kalkmış olur.

Bir piyasanın kuvvetli formda etkin olup olmadığını değerlendirebilmek için çeşitli etkinlik testleri yapılmaktadır. Bunlardan bazıları şunlardır;

1. *İçeriden Öğrenenlerin Ticaretine⁵ Yönelik Testler*: Yarı kuvvetli formda etkin piyasalarda, kamuya açık bilgilerden yola çıkılarak piyasada normalüstü getiri elde

⁵İçeriden Öğrenenlerin Ticareti (insider Trading): Sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, henüz kamuya açıklanmamış bilgileri kendisine veya üçüncü kişilere menfaat sağlamak amacıyla kullanarak sermaye piyasasında işlem yapanlar arasında fırsat eşitliğini bozacak şekilde haksız yarar sağlamak veya bir zararı bertaraf etmektir.

etmek mümkün değildir. Kuvvetli formda etkin piyasalarda ise, yatırımcıların içeriden öğrenilen bilgileri kullanarak normalüstü getiri elde edemeyeceği öne sürülmektedir. Bunun gerekçesi ise, “içerden öğrenenlerin ulaştıkları özel bilgi hızlı biçimde kamuya da ulaşır. Böylelikle bilgi fiyatlara yansır ve içerden öğrenenler, özel bilgiden ek bir getiri sağlayamazlar” şeklinde anlatılmaktadır (Karan, 2001, s. 279). Kamuya açıklanmamış olan özel bilgilere yalnızca şirket ortakları, yöneticileri, çalışanları ulaşabilir. Piyasanın kuvvetli formda etkin olduğunu araştırmak için, bu yatırımcıların normalüstü getiri elde etme durumları incelenir. Fakat bu analizi yapmak kolay değildir, çünkü kamuya açık bir haber yoktur. Özel bilgileri kullanarak fazladan gelir elde etmişlerse, o piyasa kuvvetli formda etkin değildir.

Literatürde, bu konuda yapılmış çok sayıda çalışma mevcuttur. Lorie ve Niederhoffer (1968), Pratt and De Vere (1970), Jaffe (1974)’nin Amerika’da yapmış oldukları çalışmalarda, Amerikalı şirket yöneticilerinin ve diğer ortakların piyasada oluşan fiyat hareketlerini daha iyi öngördükleri, buna bağlı olarak normalüstü getiri elde ettikleri sonuçlarına ulaşmışlardır.

2. *Yatırım Fonları ve Büyük Portföylerin Yöneticilerine Yönelik Testler:* Kuvvetli formda piyasa etkinliğini test etmenin bir diğer metodu ise, finansal yatırımların performansının analiz edilmesidir. Yatırım fonlarına yatırım yapanların ortalamasının üstünde gelir elde etmesi, piyasaların kuvvetli formda etkin olduğunun reddedilmesi için gerekli fakat yeterli değildir. Çünkü yatırımcılar yüksek riskli hisse senetlerini tercih ederek yüksek getiri sağlamış olabilir. Dolayısıyla bu test gerçekleştirilirken, risk düzeyi normalize edilmelidir.

2.2.3 Beklenen Değer Teorisine Karşı Yapılan Eleştiriler

Klasik iktisat düşüncesinde referans model konumunda olan beklenen değer teorisi, birçok durumu açıklamakta yetersiz kalmış ve buna bağlı olarak özellikle 1950’lerden

sonra, davranışsal finans teorisinin gelişmeye başlamasıyla birlikte eleştirilere maruz kalmıştır. Bu alanda yapılmış olan ampirik çalışmalar, geleneksel finans teorisine ters düşmüş ve bu teorinin doğruluğu ve geçerliliği sorgulanmaya başlanmıştır. Bu gelişmelere paralel olarak Kahneman ve Tversky (1979) tarafından geliştirilmiş olan beklenti teorisi, beklenen değer teorisine alternatif olarak sunulmuştur. Beklenti teorisinde, beklenen fayda teorisinin gerçek hayatta uygulanamayacak olan varsayımlarından vazgeçilerek, yatırımcıların belirsizlik altında karar verirken, rasyonel olmayıp, duygusal ve sezgisel davrandıkları gerçeğini de gözetmiş ve bir bakıma teoriyi daha gerçekçi ve gerçek hayatta uygulanabilir bir temele oturtulmuştur.

Beklenen değer teorisine yapılan en önemli eleştiriler, Beklenti teorisinin yanı sıra, Allais ve Ellsberg paradokslarıdır. Bu paradoksların beklenen değer teorisine nasıl çatıştığının anlaşılması için aşağıda verilen örnek incelenmiştir (Aksoy ve Şahin, 2009).

Allais paradoksu: Bu paradoksu kanıtlamak amacıyla, bir oyuncudan aşağıda verilen dört farklı durumu değerlendirip, aralarından birisini tercih etmeleri istenir.

- a. Kesin olarak 1 milyon USD kazanç elde edilecektir,
- b. %10 olasılıkla 5 milyon USD kazanç elde edilecektir, %89 olasılıkla 1 milyon USD kazanç elde edilecektir, %1 olasılıkla bir şey kazanılmayacaktır,
- c. %11 olasılıkla 1 milyon USD kazanç elde edilecektir, %89 olasılıkla bir şey kazanılmayacaktır,
- d. %10 olasılıkla 5 milyon USD kazanç elde edilecektir, %90 olasılıkla bir şey kazanılmayacaktır.

Allais (1953)'a göre, 'a' ve 'b' seçenekleri arasında tercih yapmak durumunda kalan bireyler 'a'yı tercih edeceklerdir. Beklenen değer teorisine göre ise bu iki seçenek arasında kalan bireyler kesinlikle 'b'yi tercih edecektir. Yapılan deneysel çalışmanın sonucu Allais'i haklı çıkarmıştır, bireyler böyle bir durumla karşılaştığında 'a' seçeneğini tercih etmiştir. Matematiksel olarak bakıldığında, 'b' seçeneğinin beklenen getirisinin daha yüksek olmasına rağmen bireylerin 'a'yı tercih etmelerinin sebebi, "a" durumunda milyoner olmanın kesin olmasıdır. Bireyler kazanç durumunda riskten kaçınarak, garanti olan kazancı tercih etmiştir. Fakat bunu genellemek de mümkün olmamaktadır. Çünkü 'a' ve 'b' arasında, garanti olan kazancı tercih eden bireyin,

tutarlı davranması durumunda ‘c’ ve ‘d’ arasında ‘c’yi tercih etmesi beklenirdi, fakat beklenilenin tersine ‘d’yi tercih etmiştir. Buradan çıkarılacak sonuç, gerçek hayatta beklenen değer teorisinin varsayımları ihlal edilmekte ve bir paradoks ortaya çıkmaktadır.

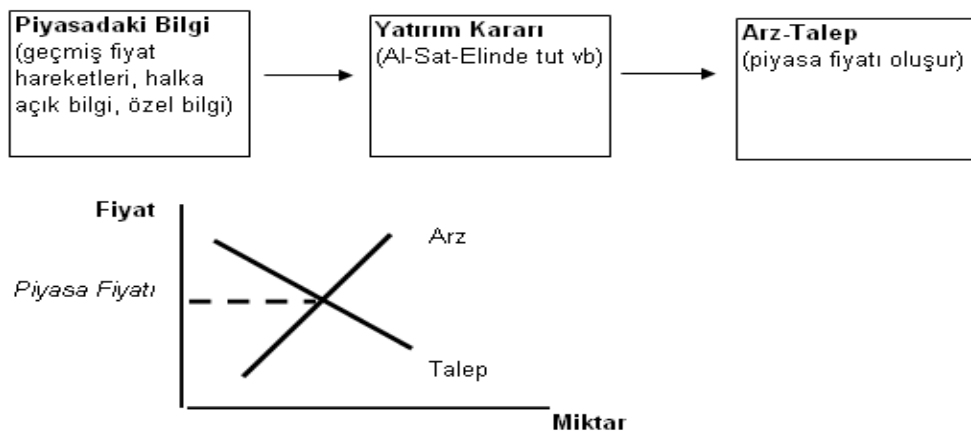
Ellsberg paradoksu: Bu paradoks şöyle ifade edilebilir. Elimizde, içinde 30 tane mavi, 60 tane sarı ve kırmızı top olan (toplam 90 tane top) bir kutu olsun. Bu toplar, oyuncular tarafından kutulardan rasgele çekilsin. Oyuncular kutudan mavi top çekerse 100 USD, kırmızı top çekerse yine 100 USD kazanacaktır. Mavi top çekme olasılığı $1/3$ iken, kırmızı top seçme ihtimali belirsizdir. Bir başka deyişle oyuncular, olasılığı bilinen, bilinmeyen iki seçenektan birisini tercih edeceklerdir. Oyunun sonucuna bakıldığında bireyler ilk durumu tercih etmişlerdir. Bu iki seçenek beklenen değer teorisine göre değerlendirildiğinde, bireylerin ilk seçeneği tercih etmeleri için kutuda kesin olarak 30’dan daha az kırmızı top olduğuna inanmaları gerekmektedir. Vurgulanması gereken bir nokta da, kutuda 30’dan daha az kırmızı top olduğuna inanmak, 30’dan daha fazla sarı top olduğuna inanmak anlamına da gelmektedir. Bunu test etmek amacıyla, oyunculara tercih yapmaları için ikinci bir teklif sunulmaktadır. Bu teklife göre, oyuncular mavi veya sarı top çekerlerse 100 USD, kırmızı veya sarı top çekerlerse 100 USD kazanacaktır. Oyucuların bu oyunda ikinci seçeneği tercih ettikleri ortaya çıkmıştır. Fakat ilk teklife verilen cevap ve ikinci teklife verilen cevap birbiri ile çatışmaktadır. Oyuncular ilk teklifte birinci seçeneği tercih ederlerken, kutuda bulunan sarı top sayısını 30’dan fazla olarak değerlendirmiş olmalarına rağmen, ikinci teklifte ikinci seçeneği tercih ederek, kutuda bulunan sarı top sayısının 30’dan daha az olduğunu kabul etmişlerdir.

Buradan çıkarılacak olan sonuç, oyuncular alternatifler arasında tercih yaparken, beklenen değer teorisine uygun hareket etmemektedirler. Risklerini azaltacak şekilde, belirsizlikten kaçıp, daha kesin olanı tercih etme eğilimi göstermektedirler. Bu durum da, yatırımcı davranışlarının finansman alanındaki önemine işaret etmektedir.

2.3 YATIRIMCILARIN ÖNYARGILARI VE YATIRIM KARARLARINI ETKİLEYEN PSİKOLOJİK FAKTÖRLER

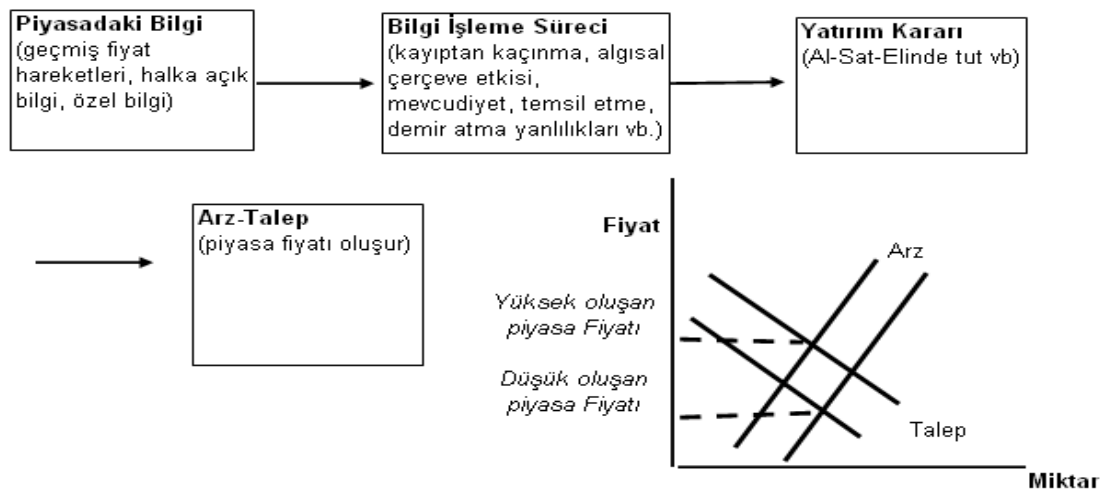
Kahneman ve Tversky (1979) ile finans alanında ilk defa önyargıların, duyguların, psikolojik faktörlerin etkileri araştırılmıştır. Ondan önceki dönemlerde psikolojik faktörlerin ve önyargıların, bireylerin ekonomik davranışlarında etkisi olduğu bilinmekle birlikte, bilimsel kriterlere dayalı bir çalışma ya da bulgu ortaya konulamamıştır. Piyasalarda oluşan birçok anomalinin, irrasyonel yatırımcı davranışlarının, piyasalardaki dengesiz gelişimlerin temel kaynağı bu bilişsel yanlılık ya da önyargılar ve duygulardır (Barak, 2006).

Donald (2008), davranışsal finans ve etkin piyasalar hipotezine göre piyasada oluşan bir bilginin fiyatlara yansımalarını şu şekilde izah etmiştir: Etkin piyasalar hipotezinin en kritik varsayımına göre, piyasada yeni bir bilgi oluştuğunda, Şekil-1’de görüldüğü gibi doğrudan yatırımcılara ulaşır. Oluşan bilgi karşısında yatırımcılar, al/sat/elinde tut seçeneklerinden birine karar verirler. Yatırımcıların alım kararları fiyatları yükseltirken, satım kararları fiyatları düşürücü etki göstermektedir. Sonuç olarak toplam talep ve arz eğrilerinin kesiştiği noktada piyasa fiyatı ortaya çıkmaktadır. Bu süreç sonunda ortaya çıkan fiyat, piyasada mevcut olan tüm bilgiyi yansıtmaktadır.



Şekil-1 – Etkin Piyasalar Hipotezine Göre Fiyat Oluşumu

Şekil-2 ise, fiyatların oluşum sürecini davranışsal finansın bakış açısıyla göstermektedir. Görüldüğü gibi mevcut bilginin oluşmasıyla, yatırım kararı arasına bilgi işleme süreci girmiştir. Bu durumda, piyasada oluşan yeni bilgi, öncelikle birçok psikolojik önyargıya maruz durumda olan yatırımcılar tarafından işlenir. Bu işleme sürecindeki aksaklıklar ve eksiklikler, al/sat/elinde tut vb. yatırım kararlarını, dolayısıyla oluşan piyasa fiyatını etkiler. Fiyatlar, olması gerektiğinden yüksek ya da düşük oluşabilmektedir. Arz ve talebe göre oluşan piyasa fiyatı, mevcut tüm bilgiyi yansıtmasının yanı sıra, aynı bilgilerin işlenme sürecindeki hataları da yansıtır.



Şekil-2 – Davranışsal Finans Teorisine Göre Fiyat Oluşumu

Finans alanında, yatırımcıların davranışları üzerinde yapılan deneysel çalışmalar sonucunda, geleneksel finans teorisinin varsaydığı “kazançlarını maksimize etmeye çalışan, rasyonel tutumlar sergilemesi gereken yatırımcıların” yerine, irrasyonel tutumlar sergileyen yatırımcıların olduğu, tercihlerin değişebilirlik gösterdiği ve toplumun her kesiminde görülen bu irrasyonelitenin düzenlilik ve süreklilik arz ettiği gerçeği ortaya çıkmıştır (Barak, 2006). Böylelikle bu çalışmaların sonucunda davranışsal finans, birçok irrasyoneliteye cevap bulamayan geleneksel finans teorisinin yerini almaya başlamıştır.

Burada asıl sorulması gereken soru, bireylerin irrasyonel davranmasının nedenleridir. DÖM (2003), bu irrasyonelitenin kaynağını “Bilginin depolanması, düzeltilmesi ve işleme şekline kaynaklanan algı hataları sonucu ya da karar probleminin formüle

edilmesi sürecindeki hatalar” şeklinde açıklamıştır (Döm, 2003). Yatırımcılarda görülen bu irrasyonelite, Sezgisel Davranışlar, Bilişsel Noksanlıklara Dayalı Önyargılar ve Duygusal Faktörler olmak üzere üç ana başlık altında incelenmiştir.

2.3.1 Hevristik Davranışlar (Heuristic Behaviour)

Hevristik Davranış (Heuristic) ve önyargıların yatırımcılar tarafından karar vermede yaygın olarak kullanılan bir yöntem olduğu yapılan deneysel çalışmalarla ve bulgularla ispatlanmıştır.

Hevristik davranış, kişilerin karmaşık ve belirsiz ortamlarda karar vermede kullandıkları bir çeşit pratik iş görme usulüdür. Bir başka ifadeyle, problem çözümede çeşitli problemlere uygulanabilen ama doğru çözümü her zaman sağlamayan strateji ya da kestirme yollardır (Alogan, 1999/2008).

Sezgiler, rutin kararlar alınmasında, işlem kalabalığını azaltarak, problemi daha sade bir hale getirip, daha az düşünerek, karar verme aşamasında kuralın seçilmesi ve probleme uygulanmasını içerir. Bu yönüyle sezgiler, oldukça faydalı sonuçlar alınmasını sağlamaktadır. Buna karşın bilişsel kısa yollar olarak da adlandırılan bu yöntemde beynin mevcut tüm bilgiyi tamamen özümsetmeden tahminlerde bulunmasına neden olmakta ve bazen de ciddi sistematik hatalara yol açabilmekte ve hatalı kararlar verilmesine neden olabilmektedir (Aronson, 1992).

Bu sezgiler, bir başka söylemle bilişsel kısayollar, tehlikeli sonuçlar verme riskini içermesine rağmen kullanılmalarının nedenleri aşağıdaki gibi açıklanmıştır (Aronson, 1992, s. 137).

1. İnsanlar aşırı bilgi yüklü olduğu zaman bilgiyi bütünüyle işlemelerinin güçleşmesi.
2. İnsanlar karar vermek durumunda kaldıkları bir problemde, dikkatlice düşünme fırsatını ve zamanını bulamamaları.
3. İnsanlar şans olasılığı olan ve çok fazla önem arz etmeyen kararlar üzerinde, çok fazla düşünmek istememeleri.
4. Yatırım kararı alma anında ilgili olaya ilişkin yeterli bilginin olmaması.

Hevristik davranışlar temsil etme yanlılığı (representativeness heuristic), mevcudiyet yanlılığı (availability heuristic) ve düzeltme ve demir atma yanlılığı (adjustment and anchoring heuristic) olmak üzere üç başlık altında incelenebilir.

2.3.1.1 Temsil Etme (Representativeness)

Temsil edilebilirlik yanlılığı, Barberis (1998) tarafından “yatırımcıların yargıya varırken en son, en fazla göze çarpan ve olağan dışı görünen unsurlara aşırı ağırlık vermesi ve dağılım popülasyonunun istatistiki özelliklerini göz ardı etme eğilimidir.” şeklinde tanımlanmıştır (Barberis, Shleifer, ve Vishny, 1998). Temsil edilebilirlik yanlılığı; hisse senedi piyasalarında, yatırımcıların “karlı hisse senetleri ancak ve ancak iyi şirketlerin hisse senetleridir” görüşünden kaynaklanmaktadır. Yatırımcılar, hisse senetlerinin getiri istatistiklerini değerlendirme ihtiyacı bile duymadan, belki de hak ettiğinden çok daha fazlasını ödeyerek iyi şirketlerin hisselerini almaktadır. Çok daha fazla getirisi olabilecek, kötü şirketlere yatırım yapmazlar. Oysa iyi şirketin tanımı; kaliteli bir yönetim anlayışına sahip olan, güçlü getiriler sağlayan ve yüksek büyüme oranına sahip işletmelerdir. Bu tanımdan, bu şirketlere ait hisse senetleri diğerlerine oranla daha çok kazandıracak sonucu çıkmamaktadır.

Temsil edilebilirlik yanlılığında bireyler karşılaştıkları bir örneği genelleme eğilimi içine girerler. Fakat bu genelleme yanlış olup, sonuçları olumsuz olabilir. Genelleme nedeniyle yapılan hatalardan en önemlisi, temel olasılıkların ihmal edilmesidir. Yatırımcıların çok sık yaptığı bu hatayı Kahneman ve Tversky (1973) bir deneyle açıklamışlardır. Söz konusu deneyde, mühendis ve avukatlardan oluşan 100 kişilik hayali bir grup var. Deneklere, bu 100 kişi arasından seçilen bir kişinin kişilik özellikleri verilmektedir. Bu özelliklere göre kişinin mühendis olma ihtimalini yazmaları istenmektedir. Mehmet 45 yaşında, evli ve 4 tane çocuğu vardır. Muhafazakar, hırslı ve dikkatli bir yapıya sahiptir. Politik ve sosyal konulara ilgi duymamakla birlikte, boş zamanlarının büyük bir bölümünü ev marangozluğuna, yelkenciliğe ve matematiksel bulmacalara ayırmaktadır.

Birinci gruba verilen bilgi 100 kişiden 30'u mühendis, 70'i avukat olurken, ikinci gruba verilen bilgide 100 kişiden 30'u avukat, 70'i mühendistir. Soruda özellikleri verilen

kişinin “mühendis” olma ihtimali sorulmaktadır. Bu nedenle gruplarda mühendis oranları farklı olduğu için, ikinci grupta açıklanan özelliklere sahip kişinin mühendis olma ihtimalinin, ilk gruba göre daha yüksek olması beklenmektedir. Fakat deney sonuçlarına bakıldığında her iki grupta da aynı yüzdeler çıktığı görülmüştür. Bu durum Bayes kuralının ihlali anlamına gelmektedir. Denekler gruptaki mühendis-avukat oranlarını ihmal ederek, yalnızca kişilik özellikleri bilgilerini kullanarak, bu iki yargının temsili olma derecesine baktıklarını göstermektedir (Kahneman ve Tversky, 1973).

2.3.1.2 Mevcudiyet (Availability)

Kişilerin karar verirken kullanacağı bir takım bilgilere daha çok önem verirken, bir takım bilgileri önemsememesi durumu olarak açıklanabilir. Tversky ve Kahneman (1974)'ın yaptıkları araştırmalarda bireylerin güncel bilgilere dayalı, dikkat çeken, göze çarpan bilgilere önem verdiklerini ortaya koymuşlardır. Kişinin çok sık gerçekleşen olayları nadir gerçekleşen olaylara göre daha kolay algıladıklarını ve akıllarına en çabuk gelen olayların da bu olaylar olduğunu göstermişlerdir.

Mevcudiyet yanılığı tüm yatırımcılar için aynı düzeyde etkinlik göstermez. Tecrübeli yatırımcıların önyargıları daha az olacağı için bu yanılığı daha az yaşarlarken, tecrübesiz yatırımcılar daha çok yaşarlar (Karan, 2001).

Mevcudiyet yanılığının yatırımcı davranışlarına yansıdığı bir başka durum da, elde edilmiş bilgilerin doğru, güvenilir ve güncel olup olmadığının değerlendirilmeden kabul edilmesidir. Özellikle, yatırımcı kendi düşüncelerini destekleyen bilgilere ağırlık verirken, çelişen bilgileri değerlendirmeye almama eğilimi içindedir.

2.3.1.3 Düzeltme ve Demir Atma Kısayolu (Adjustment and Anchoring)

İnsanlar hesap yaparken, öncelikle bir başlangıç değeri ile başlayarak ve bu değer üzerinde uyarlamalar yaparak nihai sonuca ulaşırlar. Kararlarını verirken başlangıç değerinden bağımsız olamazlar çünkü belirli bir başlama noktası ya da başlangıç değeri problemin formüle edilmesini şekillendirmekte ya da kısmi hesaplara dayanmaktadır

Bu yanılgıya örnek verilirse, Kahneman ve Tversky (1974)'nin yapmış oldukları deneyde, birinci deneklerden $2*3*4*5*6*7*8$ çarpma işlemini, ikinci deneklerden ise $8*7*6*5*4*3*2$ çarpma işlemini 10 saniye içerisinde yapmalarını istemişlerdir. Birinci deneklerin vermiş oldukları cevapların ortalaması 512, ikinci deneklerin vermiş oldukları cevapların ortalaması 2250 olarak bulunmuştur.

Bu deney düzeltme ve demir atma kısa yolunun geçerliliğini kanıtlamaktadır. İnsanların rakamları soldan sağa doğru okumasına bağlı olarak, serinin dizilişi önemli bir rol oynamaktadır. Bu deneydeki çarpma işleminin gerçek sonucu 40.320'dir. Dolayısıyla her iki denek grubunda da olması gerekenin çok altında tahminlerin çıkmış olması, bireylerin serinin başındaki rakamlara demir atmaları ve bunun üstüne ne kadar düzeltme yapsalar da nihai sonuçlarında hata olacağı şekliyle açıklanabilir (Kahneman ve Tversky, 1974).

2.3.2 Bilişsel Noksanlıklara Dayalı Önyargılar

Davranışsal finans alanında ve yatırım psikolojisi alanlarında yapılan çalışmalar, bireylerin vermiş oldukları yatırım kararlarında, sistematik olarak hataya düştüklerini, rasyonellikten uzak davrandıklarını net olarak kanıtlanmıştır. Bilişsel aykırılık olarak isimlendirilen bu irrasyonalite eğilimi, eğitilmiş, bilgi ve tecrübeli bireyler dahil toplumun genelinde tutarlı olarak görülmektedir (Döm, 2003).

Bilişsel önyargılara ilişkin geniş bir literatür mevcuttur. Kahneman ve Tversky'nin bu konuda yapmış oldukları 1971, 1973, 1974, 1981, 1989, 1992 yıllarındaki çalışmaları ile bu alanda önemli bir yere sahiptirler. McFadden'in 1998'de yapmış olduğu çalışmasında, bu alandaki çalışmaların çoğunun piyango oyunlarına dayandığı belirtilmiştir. Bunun nedeni olarak olasılık yargılarının kritik olduğu piyango oyunlarında, bilişsel aykırılıkların daha belirgin ortaya çıkmasını öne sürmüştür (McFadden, 1998).

2.3.2.1 Aşırı Güven (Overconfidence)

Aşırı güven insan doğasında olan bir davranıştır. Aşırı güvene sahip olan bireylerin en tipik davranış özelliği; olumlu ihtimalleri yükseltmeleri, risk ihtimallerini en düşük seviyede algılamaları ve kendi tahmin etme yeteneklerinin yüksek olduğunu düşünmeleridir. İnsanlarda başarıları kendilerine atfetme ve başarısızlıkları kendileri dışında, çevrelerine veya şanssızlığa yüklemeleri aşırı güvenin kanıtı olup aşırı güveni daha da tetikleyen bir olgudur. Bu durum yatırımcıların çok cesur ve hatalı yatırım kararları vermesine sebep olmaktadır.

Nofsinger (2001)'e göre, aşırı güvenin sonucu olarak, yatırımcılar daha yüksek risk almakta ve risklerini azaltmak amacıyla portföylerini çeşitlendirmemektedirler. Bu sebeple kayba uğrayabilmektedirler. Aşırı güvenin finansal yatırım ve pazardaki etkisi tartışmaya değer bir konudur. Bu etkilerden aşağıdaki gibi bahsedilebilir (Barber ve Odeon, 2001, s. 275-276).

- Aşırı güven yatırımcıları daha fazla işlem yapmaya zorladığı için işlem hacmi yükselir. Bu yükselmeye neden olan yatırımcıların ise beklenen faydası düşecektir.
- Aşırı güvenli yatırımcılar riskten korkmadıkları, ya da riski düşük algıladıkları için az çeşitlenmiş portföy tercih ederler.
- Aşırı güven hissi kadınlara nazaran erkeklerde daha fazladır. Erkeklerin işlem hacmi, kadınlara göre %45 daha fazla olmasına rağmen, elde ettikleri getiriler kadınlarınkinden %1 daha azdır.
- Aşırı güvenli yatırımcıların yoğun olduğu piyasalarda oluşan fiyat kaliteliyken, güvensiz yatırımcıların yoğun olduğu pazarlarda ise fiyat kalitesi düşer.

2.3.2.2 İyimserlik Önyargısı (Optimizm)

İyimserlik önyargısı, psikoloji biliminde “gerçek olmayan iyimserlik veya pozitif yanılısama” olarak tanımlanmaktadır. İnsanlar bir belirsizlik karşısında karar vermek zorunda olduklarında, bu önyargı sayesinde rahat ve huzurlu davranırlar. Fakat bu şekilde alınan kararlar gerçek olmayan şartlar altında alındığı için gelecekte olumsuz sonuçlar doğurabilir. İyimserlik önyargısının temelinde 3 farklı eğilim vardır. Olayların

önceden kestirilebileceğine olan inanç eğilimi, iyi sonuçları kendimize, kötü sonuçların ise şansa bağlı olduğunu iddia etme eğilimi ve sihirli düşüncelerin oluşabileceğine inanma eğilimleridir (Ateş, 2007).

İyimser bireyler, kontrol edemedikleri olayları daha düşük tahmin etme eğilimi içindedirler. Aşırı güven ve iyimserlik duygusunun birleşimi ise; bireylerin bilgilerine aşırı güven duymasına ve yine olayları kontrol etme yeteneklerini abartıp; mevcut riskleri düşük tahmin etmelerine neden olmaktadır (Emektar, 2007). Bu önyargı günlük hayata yerleşmiştir. İnsanların piyango, şans oyunları gibi kazanma ihtimali çok düşük, fakat getirisi yüksek olan olaylara karşı olan eğilimi bunu ispatlar niteliktedir. Daha öncede açıklandığı gibi aşırı güven finansal piyasalarda gerek yatırımcı gerekse finans uzmanlarında görülen oldukça önemli bir hatadır. Optimizm ve aşırı güvenin birleşmesi ise özellikle finans uzmanlarının, yatırımcıları hatalı ya da abartılı yönlendirmelerine neden olmaktadır.

2.3.2.3 Aşına Olma Önyargısı (Familiarity)

Tversky ve Craig Fox (1995) tarafından yapılmış olan çalışmaya göre bireyler, kendilerini özellikle yetkin veya bilgili hissettikleri durumlarda belirsiz kanaatler üzerinde bahse girmekte, aksi durumlarda da işi şansa bırakmaktadırlar (Bernstein, 2005). Belirsizlikten kaçınmanın farklı bir ögesi de aşına olma tercihi etmedir. İnsanlar belirsizlikten kaçınırken: İki alternatif arasında seçim yapmaları gerektiğinde daha aşına oldukları alternatifi seçmektedirler. Buna örnek vermek gerekirse, yatırımcılar yatırım kararları alırken, rasyonel şekilde davranmayıp, duygusal davranarak, kendi çalıştığı firmaların, kendi yaşadığı şehirde yer alan firmaların hisse senetlerine yatırım yapmaktadırlar.

Bu önyargının yatırımcı açısından olumsuz sonuçlar doğurduğu söylenebilir. Çünkü yatırımcıların büyük bir bölümünün aşına olma etkisi ile halen yatırımlarının tamamını ülkelerindeki hisse senetlerine ya da diğer yatırım araçlarına ayırmakta ve aşına olma etkisi ile yatırımlarını çeşitlendirmeyip, risklerini dağıtamamaktadırlar (Ede, 2007).

2.3.2.4 İnançta Israrcılık (Knew It All Effect)

İnsanlar, günlük yaşamda gelecekle ilgili öngörülerde bulunurlar ve bu öngörülerini desteklemek için sürekli bir arayış içerisine girerler. Kendi öngörü ve tahminlerini destekleyen bilgileri ve desteklemeyen bilgilerle karşılaştıklarında, objektif olarak değerlendirme yapmaları gerekirken, hipotezlerini destekleyen bilgilere önem ve ağırlık verirken, diğer bilgilere hafife alırlar. Örneğin, bir yatırımcı hisse senetlerinin yükseleceğine dair bir inanca sahip olarak hisse senedi alımı yapmış ise, bu durumda piyasaların yükseleceği yönündeki haberlere önem verirken, düşeceği yönündeki haberlere karşı kayıtsız kalır.

2.3.2.5 Öncelik Etkisi (Primacy Effect), Sonralık Etkisi (Recency Effect) ve Sulandırma Etkisi (Dilution Effect)

Öncelik etkisi, bireylerin ilk olarak öğrenilen bilgiye karşı daha hassas olmaları ve bu bilginin karar verme sürecinde etkisinin daha fazla olması durumudur. Bu konuda yapılmış olan bir deneyden bahsedilecek olunursa,

Bilgi A: Oya zeki, çalışkan, düşünmeden hareket eden, eleştiren, inatçı ve kıskanç biridir.

Bilgi B: Oya kıskanç, inatçı, eleştiren, düşünmeden hareket eden, çalışkan ve zeki biridir.

Örnek deneyde, her iki bilgide de Oyaya ilişkin aynı bilgiler verilmiş olmasına rağmen, ilk bilgide Oya'nın olumlu özellikleri öncelikle vurgulanmış, ikinci bilgide ise negatif özelliklere öncelik verilmiştir.

Bu deneyde verilen bilgilerin sırası dışında her şey aynı olmasına rağmen, A bilgisindeki Oya'nın B bilgisindeki Oya'ya göre daha pozitif değerlendirilmiştir (Aronson, 1992). Diğer bir ifadeyle, bilginin geliş sırası, bireyin yargıya varış sürecini etkilemektedir

Sonralık etkisi ise, en son öğrenilen bilginin en çok etkileyen bilgi olması durumudur. İnsanlar en son duydukları olaylara ve bilgilere daha fazla itibar ederler ve o bilgilerin daha fazla etkisi altında kalırlar. Örneğin bir portföy yöneticisi hakkında yargıya varırken, geçmiş performansından ziyade en son başarı ya da başarısızlığına göre karar verilebilmektedir. Bu durum sonralık etkisinden kaynaklanmaktadır (Döm, 2004).

Sulandırma etkisi ise, kararlar doğrudan alakalı olmayan ya da, tamamen tarafsız bir bilginin, baskın olan düşüncüyü zayıflatmasıdır. Alakasız bilgiler, bazen yatırımcının kafasını karıştırarak, yapmak niyetinde olduğu yatırımdan vazgeçmesine neden olabilir (Döm, 2004).

2.3.2.6 Geri Görüş Önyargısı (Hindsight Bias)

Günlük hayatta sık sık karşılaşılan “ben zaten biliyordum, tahmin etmiştim, içimden öyle geçmişti” gibi söylemler geri görüş yargısının varlığına işarettir. Geri görüş önyargısının tanımı ise bireylerin önceden kendilerine anlatılmaksızın hatalı olarak, sonucu doğru bir şekilde tahmin ettiklerini söyleme eğilimidir (Barak, 2006).

Fischhoff (1975)’e göre, geri görüş önyargısının ortaya çıkması iki olguya dayanmaktadır. Bu olgulardan birincisi, algılanan gerçekleşme olasılığı arttıkça, sonucun gerçekleşmesine ilişkin raporlama da artmaktadır. İkincisi ise, sonuca ilişkin bilgi alan bireylerin büyük bir bölümü algılarının değiştiğinin farkında olmamaktadır. Bu iki olgu birleştiğinde geri görüş önyargısı ortaya çıkmakta ve bireylerin bilgi verici olay ortaya çıkmadan önceki inançlarını abartma eğilimine yönelmektedir.

Geri görüş önyargısı yatırımcıların çoğunda görülen ve zarar verebilen bir önyargıdır. Bu konuda araştırmalar yapan Kahneman ve Riepe (1998)’e göre, geri görüş önyargısı, bireylerde aşırı güveni artırmaktadır. Diğer bir ifadeyle bireyler, olayları daha önceden tahmin edebilecekleri yanılsamasına düşerek, aşırı güvenlerini artırır. Geri dönüş önyargısı yatırımcılar üzerinde tutucu olma eğilimi yaratmaktadır.

2.3.2.7 Zaman Değişkenli Tercihler (Time-variant Preferences)

Yatırımcıların kısa vadede daha az getiriye, uzun vadede yüksek getiriye tercih ettikleri yapılan araştırmalar sonucu kanıtlanmıştır (Hanson ve Kysar, 1999). Bu durum yatırımcıların zaman değişkenli tercihleri olduğunu anlamına gelmektedir. Örnek verilecek olursa, insanların büyük çoğunluğunun 100 TL'lik hemen tahsil etme imkanı olan bir çeki, 200 TL'lik iki yıl sonra tahsil etme imkanına sahip olan çeke tercih ettikleri görülmüştür (Rabin, 1998).

2.3.3 Duygusal Faktörler

Bilişsel unsurlar bireylerin bilgiyi organize etme şekli ile ilgilidir, buna karşın, duygusal faktörler bireylerin bilgiyi kaydederken hissetme yönünü ön plana çıkarmaktadır (Shefrin ve Statman, 1985). Druckman ve McDermot (2008)'e göre, son yıllarda “duyguların” karar verme süreçlerindeki önemi akademisyenler tarafından tanınmaktadır. Shiv ve Diğ (2005) ve Loewenstein ve Diğ.(2001)'e göre, bireylerin karar verme süreçlerinde, duyguların önemi karar verme teorileri tarafından geri plana atılmış, yeteri kadar önemsenmemiş bile olsa, duygular bu süreçte kilit rol oynamaktadır. Bunun yanında, farklı niteliğe sahip olumsuz hisler, karar verme sürecinde farklı etkilere sahip olmaktadır. Örneğin, sinirli olma durumunda, bireyler daha çok risk sever bir tutum sergilerken, endişeli olduklarında daha temkinli davranmakta ve riskten kaçır bir tutum sergilemektedirler (Moons and Mackie, 2007).

Weller ve Diğ. (2007) tarafından yapılan çalışma da; duyguların karar verme süreçlerindeki etkisini kanıtlayan bulgulara ulaşmıştır. Söz konusu çalışmada, insan beyninde duygusal tepkilerin işlendiği kısım olan “amygdala”nın ve bilişsel ve duygusal tepkilerin entegre edildiği alan olan “ventromedial prefrontal cortex”in zarar görmesi durumunda bireylerin karar verme süreçlerinin nasıl etkilendiği gözlemlenmiştir. Amygdalanın zarar görmesi durumunda bireylerin kazanç potansiyeli olan durumlarda karar verme sürecinde zorluk yaşarken, ventromedial prefrontal cortex zarar gördüğünde, bireylerin hem kazanç hem de kayıp potansiyeli olan durumlardaki karar verme yeteneklerinin azaldığı gözlemlenmiştir.

Yatırımcıların yatırım kararları alırken, duygusal faktörlerden ne düzeyde etkilendiğini tespit etmek zordur, çünkü duygusal faktörlerin ölçülebilir kısıtları vardır. Yatırımcıların yatırım davranışlarına etki eden duygusal faktörler aşağıda başlıklar altında incelenmektedir.

2.3.3.1 Bilişsel Çelişki (Cognitive Dissonance)

Alogan (1999/2008) bilişsel çelişkiyi, “kişinin inançları ya da bilgisinin birbiriyle ya da davranış eğilimleriyle uyuşmadığı durum” olarak tanımlanmıştır. Bilişsel çelişki yaşayan, bir başka ifadeyle inanç ve bilgileri çelişen birey, bu çelişkiden kurtulmaya çalışır. Bunu başarmak için ise, çelişen inanç ve bilgilerinin önemini azaltarak, uyuşan bilgilerin önemini artırır (Barak, 2006). Bilişsel uyuşmazlık ortaya çıktığı zaman, kişi davranışta ya da bilişte değişiklikler meydana getirerek içinde bulunduğu çelişki duygusunu azaltmaya gayret eder.

Bilişsel çelişkinin kaynağı, birbiri ile uymayan, ters düşen iki ayrı biliştir. Çelişkinin varlığı birey üzerinde psikolojik olarak rahatsız edici bir durum olup, bireyi çelişkiyi azaltmaya sevk etmekte ve bilgiden kaçınmaya yol açmakta ve bu da çelişkiyi artırmaktadır. Çelişkinin büyüklüğü ile birey üzerinde çelişkiyi azaltma baskısı doğru orantılıdır. Bu konuda örnek vermek gerekirse, sigara içen insanların yaşadığı çelişki uygun örnek olarak gösterilebilir. Sigara içen bireyler, sigaranın sağlığa zararlı olduğunu bilmeleri durumunda sigara içmeye devam ediyorlarsa çelişkiye düşmektedirler. Bu çelişkiyi ortadan kaldırmak için akla gelen ilk yöntem sigarayı bırakmaktır. Bunu başaramayanlar ise, sigara içmenin sağlığa zarar verdiği bilgisine inanmayarak çelişkiyi azaltma yoluna gideceklerdir. Bunu yaparken sigaranın her türlü olumlu özelliğine vurgu yapabilir. Nihayetinde, bu çelişkiden kurtulmuş olacaktır (Barak, 2006).

Geçmiş dönemde yatırım kararları alıp uygulayan yatırımcılar, bu kararların haklı çıkarma eğilimi içindedirler ve bu durum bilişsel çelişki ile bağlantılıdır. Bireyler, yatırımları sonucunda kayba uğrarlar ise, bu durumda yatırım tercihleri ve kazanç durumları birbiri ile çelişir. Yatırımcı bu çelişki durumunda, çelişkiden kurtulmak amacıyla seçimlerine daha fazla tutunma eğilimi gösterir. Bunun nedeni başarısızlıkla

sonuçlanan bir yatırım kararı vermiş olan bireyler, yenilmişliği kabul etmek istemeyerek, hala beklentilerinin devam ettiğini, yatırımlarının boşa gitmediğini, sonucun bekledikleri gibi olacağını düşünmeleridir (Özen, 2004).

2.3.3.2 Pişman Olma

Pişmanlık, doğru karar alamamış olma halindeki üzüntü olarak tanımlanabilir. Pişman olma teorisine bağlı olarak, kötü yatırım yaptığına ilişkin pişmanlık hissi duymamak ve kaybı kabullenmemek için söz konusu nitelikteki hisse senedini elde tutarlar ve yaptıkları hataların sonuçlandırılmasını engellemek isterler. Kazanan hisse senetlerinde ise söz konusu bu durumun tersi olarak, yatırımcılar bu hisse senetlerini hemen elden çıkarma ve yatırımlarını paraya dönüştürme eğilimindedirler (Shiller, 1997). Bu eğilimin altında yatan unsur, telafi etme psikolojisidir ve bu da yatırımcıların kayıpları ile barışık olmadıklarının göstergesidir. Yatırımcıların telafi etme eğilimleri sonucunda daha büyük kayıplara uğradıkları yapılan ampirik çalışmalar sonucunda kanıtlanmıştır (Shefrin, 2002).

2.3.3.3 Memnun Edici Düzeltme (Quasi-hedonic Editing Rule)

Amacı değer maksimizasyonu olan memnun edici düzeltmenin tanımı, mevcut sonuçları önceki sonuçlar ile birleştirme, her bir sonucu ayrı ayrı değerlendirme yerine toplamların değerlendirilmesi şeklinde yapılmaktadır (Thaler ve Johnson, 1990). Thaler ve Johnson (1990)'a göre, bireyler değer maksimizasyonunu, kazançların ayırımı, kayıpların birleştirilmesi, küçük kazançların, büyük kayıplardan ayrılması ve küçük kayıpların, büyük kazançlarla birleştirilmesi ilkelerini kullanarak yapmaktadırlar. İnsanlar seçeneklerini hoşnut olacakları ya da memnun edici gösterecek şekilde düzeltirler. Bu durum memnun edici düzeltme olarak tanımlanmaktadır.

Thaler ve Johnson (1990) yapmış oldukları çalışmalarında, önceki kazanç ve kayıpların risk alma davranışlarını nasıl etkilediklerini araştırmışlardır. Araştırma sonucunda, karar vericilerin, önceki kazançlardan sonra riske açık oldukları, önceki kayıplardan sonra ise risk almaktan kaçındıkları saptanmıştır. Buna ilaveten karar vericilerin önceki kayıplara rağmen başa baş fırsatını veren önerileri de çekici buldukları gözlenmiştir. Ayrıca

Thaler ve Johnson'un bu çalışmaları, beklenti teorisi bulguları ile tutarlı sonuç ortaya koymuştur. Yatırımcıların tek aşamalı karar problemlerinde, kazançlarda riskten kaçınırken, kayıplarda riske açık olduğunu gözlemlemişlerdir. Buna karşın karar problemi bir aşamadan iki aşamaya çıktığında, memnun edici düzeltme faktörü ortaya çıkmakta ve durum tamamen tersine dönmektedir. İki aşamalı karar durumunda, önceki kazançlar riske teşvik ederken önceki kayıplar ise riskten kaçınmaya yol açmaktadır (Thaler ve Johnson, 1990).

Thaler ve Johnson gibi birçok araştırmacı geçmişte elde edilen kazanç ve kayıp deneyimlerinin, sonraki dönem için yatırımcı davranışlarını etkilediği sonucuna varmıştır. Yatırımcılar memnun edici düzeltme ile yatırım kararları alırken, üç ayrı önyargıdan etkilenirler. Bunlar; kolay para etkisi (house-money effect), riskten kaçınma etkisi (risk-aversion effect) ve basa bas (break-even effect) etkisidir (Nofsinger, 2001). Aşağıda, söz konusu üç adet önyargı ayrıntılı olarak açıklanmaktadır.

Kolay Para Etkisi: Bu önyargı iki aşamalı karar durumu söz konusu olduğunda ortaya çıkmaktadır. Önceki yatırımlarında kazanç elde etmiş bir yatırımcı, daha sonra yatırım kararı alırken daha fazla risk alma eğilimi göstermektedir. Bunun nedeni önceki yatırımdan elde ettiği getiriye kendi parası olarak görmeyip, kaybetmesi durumunda kendisini zararda hissetmeyeceği önyargısı ile hareket etmektedir (Nofsinger, 2001).

Riskten Kaçınma Etkisi: Bu önyargı da iki aşamalı karar durumu söz konusu olduğunda ortaya çıkmaktadır. Kolay para etkisine benzer şekilde, bir yatırımcı önceki yatırımında kayba uğramışsa, vereceği yeni yatırım kararlarında riskten kaçınan bir eğilim içerisinde olacaktır. Önceki yatırımında kaybetmiş olmanın sıkıntısıyla hareket edecek olan yatırımcı, daha fazla kaybetmekten çekinerek riskten uzaklaşmak isteyecektir. Örnek vermek gerekirse, ilk kez yatırım yapan ve bu yatırımı sonucunda kayba uğrayan yatırımcı, riskten kaçınma eğilimi gösterecektir. Dolayısıyla da uzun vadeli olarak hisse senedi piyasasına yatırım yapmaya cesaret edemeyebilecektir.

Başa Baş Etkisi: Bu önyargıda, yatırımcılar ellerinde bulunan ve değerleri düşmüş olan hisse senetlerini, en azından aldıkları fiyata satabilmek umuduyla bekletirler, bu fiyat seviyesine gelmeden satmak istemezler. Bu durum başa baş etkisi olarak isimlendirilir (Nofsinger, 2001).

2.3.3.4 Yatkinlık Etkisi

Yatkinlık etkisini açıklamak için pişmanlık ve gurur duyguları kullanılabilir. Kişiler almış oldukları yanlış kararlar nedeniyle pişman olurken, doğru kararlar sayesinde ise gurur duyarlar. Bu nedenle yatkinlık etkisiyle hareket eden bir yatırımcı, pişman olmayacağı, aksine hep gurur duyacağı yatırımlar yapmak ister (Döm, 2003).

Yatkinlık etkisine göre bir yatırımcının elinde iki şirkete ait hisse senetleri varsa ve bu senetlerin birisi geçmiş dönemde yükselmiş, diğeri ise düşmüşse yatırımcı, elden çıkarmak için bu iki senet arasında tercih yapmak durumunda kaldığında, tercihini artış gösteren hisse yönünde kullanacaktır. Bunun nedeni ise yatırımcıların hisse senetlerine ilişkin referans noktası olarak satın alma fiyatlarını temel almalarıdır. Oysa kazanç sağlamış bir hisseyi hemen elden çıkarmak, o hisse senedinin sağlayacağı kazançlardan mahrum kalmak anlamına gelirken, kaybedenleri hisse senetlerini elde tutma davranışı ise, düşük performans gösteren ve yakın dönemde kazanç sağlamayacak olan hisse senedine bağlanmak anlamına gelmektedir.

Pareto (2001) tarafından yapılmış olan çalışmalar söz konusu zararlı etkisinin aşikar olduğu bu önyargının kökenlerini araştırmışlardır. Yatırımcılar yapmış oldukları yatırımlar nedeniyle kayba uğramış olduklarını kabullenmek istemezler. Bu olumsuz durumla yüzleşmekten kaçınmak amacıyla zararda oldukları hisse senetlerini satıp, paraya dönüştürmek istemezler. Bu durum yatkinlık etkisine neden olmaktadır.

Ayrıca, Heiko (2001) tarafından yapılan bir başka çalışmada da, yatkinlık etkisinin nedeni benzer sebeplere dayandırılmıştır. Yatırımcılar vermiş oldukları yatırım kararlarında başarısız olduklarını kabul etmek istemedikleri için hisse senetlerini ellerinde tutmaya devam ederler. Bununla kalmayıp, yapmış oldukları yatırımın doğru olduğunu ispatlamak için, zararda olan hisselerine daha fazla kaynak ayırarak yatkinlık etkisinin etkisini artırmaktadırlar.

2.4 ANOMALİLER

Etkin Piyasalar Hipotezinin varsayımı olan “hiçbir yatırımcı pazarı yenemez, fazladan gelir sağlayamaz” yargısı ile bağdaşmayan bulgulara anomali denir. Bir başka ifadeyle; deneysel olarak elde edilmiş bir bulgu, teorik olarak ifade edilemiyorsa ya da bu bulguyu açıklamak için makul olmayan varsayımlar yapmak gerekli ise söz konusu bulgu anomali olarak değerlendirilebilir (Barak, 2008). Anomali en kısa tanımıyla olağan dışı davranma, normalden sapma durumunu ifade eder. Etkin piyasalar hipotezinden sapmaları bilimsel olarak açıklamak amacıyla, birçok çalışmada, farklı anomaliler, ampirik bulgulara dayandırılarak ortaya konulmaya çalışılmıştır.

Piyasada anomalilerin oluşmasındaki temel sebep etkin piyasalar hipotezinin varsayımının tersine yatırımcıların irrasyonel davranışlarıdır. Yatırımcılar, yatırım kararlarında ekonomik olmayan faktörlerden etkilenecek beklenenden farklı ve aykırı kararlar alabilirler. Geleneksel finans teorisinin açıklayamadığı bu davranışları, pazarda oluşan anomalileri ve bunların finansal sonuçlarını davranışsal finans teorisi açıklamaktadır.

Yapılan çalışmalarda, anomalilerin var olduğunu kanıtlayan bulguların sayısı çok fazla da olsa bu konunun yorumlanması farklı olmaktadır. Anomalilerin, davranışsal finansın temeli olduğunu düşünenler; anomalilerin ortaya çıkardığı yüksek getirilerin, yatırımcıların beklenti hatalarıyla açıklanabileceğini savunmaktadırlar. Bir başka ifadeyle, “rasyonel yatırımcı” varsayımının gerçekten uzak olduğunu ve yatırımları etkileyen psikoloji faktörünün dikkate alınması gerektiğini savunmaktadırlar (Shleifer, 2002). Bu görüşe karşılık etkin piyasalar hipotezinin doğruluğunu savunanlar, piyasaların etkin olduğunu ve piyasada görülen anomalilerin sistematik olmayıp rastlantı sonucu oluştuğunu iddia etmektedirler (Fama,1998). Örneğin, piyasada aşırı reaksiyon etkisi olduğu kadar eksik reaksiyon etkisinin de var olduğunu düşünmektedirler.

Finans literatüründe, hisse senedi getirileri ile ilgili ampirik çalışmalar, birçok anomali türünün olduğunu ortaya çıkarmıştır. Anomaliler mevsimsel anomaliler ve fiyat anomalileri olarak 2 ana başlık altında toplanabilir.

2.4.1 Mevsimsel Anomaliler

Etkin piyasalar hipotezine göre hisse senetlerinin getirilerinin herhangi bir zaman dilimiyle ilişkisi olmaz, herhangi bir zaman dilimi için eşit getiriye sahip olmalıdır. Zaman dilimlerinde meydana gelecek yükseliş veya düşmeleri bekleyerek normalüstü getiri elde etmek mümkün değildir. Fakat bu konuda yapılan sayısız çalışmalar, etkin piyasalar hipotezinin tersine, belirli zaman dilimlerinde hisse senetlerinin getirilerinin tahmin edilebildiği, belirli zamanlarda yükselişler veya düşüşler tahmin edilebileceği sonucuna ulaşılmıştır. Hisse senetlerinin herhangi bir gün hafta, ay, dönem ya da zaman diliminde, diğer zaman aralıklarına göre sistematik olarak daha fazla getiri veya daha az getiri sağlamasına mevsimsel anomali denir. Mevsimsel anomalinin oluşma nedeni ekonomik olmayan bir takım mevsime bağlı faktörlerin yatırımcıların karar verme süreçlerine etki etmesi ve onları rasyonellikten uzaklaştırmasıdır.

Mevsimsel anomali çeşitleri, haftanın günleri anomalisi, Ocak ayı anomalisi, ay içi anomalisi, tatil öncesi anomalisi olmak üzere dört tanedir. Bunların her birisi aşağıda detaylı olarak incelenmiştir.

2.4.1.1 Haftanın Günleri Anomalisi

Daha önde de belirtildiği gibi, etkin piyasalar hipotezine göre, haftanın tüm günlerinin hisse senedi getirileri aynıdır. Belirli günlere yatırım yapılarak, normalüstü getiri elde etmek imkansızdır. Buna rağmen, örneklerine aşağıda yer verildiği gibi, finans literatüründe son yıllarda yapılan çalışmalara göre haftanın bazı günlerinin istatistiksel olarak anlamlı bir düzeyde pozitif ya da negatif getiri sağladıkları saptanmıştır. Bu saptamanın uluslararası düzeyde geçerliliği olduğu elde edilen bulgularla kanıtlanmıştır. Haftanın günü anomalisine ilişkin çalışmalarda, hisse senetleri fiyatları düzenli bir şekilde, Pazartesi günleri bir önceki güne göre düşmekte, Cuma günleri ise bir önceki güne göre önemli oranda yükselmektedir. Diğer bir ifadeyle, ortalama getiriler haftanın son işlem günü en yüksek, haftanın ilk günü en düşük düzeydedir.

French (1980), 1953–1977 dönemi için, Standart and Poors Endeksi üzerinde yaptığı araştırmada, Pazartesi getirilerin negatif, diğer günlerin ise Çarşamba ve Cuma günleri

en yüksek olmak üzere, pozitif olduğunu saptamıştır. Bunun nedeni olarak hafta sonu etkisini göstermiştir. Cross (1973), 1953–1970 yılları arasında, Standart and Poors Endeksinde haftanın günleri bazında getirileri incelemiştir. Çalışmanın sonucunda Pazartesi günlerinin getirisi negatif çıkarken, Cuma günlerinin getirisi pozitif çıkmıştır. Söz konusu çalışmada, endeks ortalama, Cuma günlerinin %62'sinde yükselirken, pazartesilerin sadece %39,5'inde yükselmiştir. Bu etkinin nedeni henüz bilimsel olarak açıklanamamakla beraber, pazartesi sendromu, ödeme günü (settlement) etkisinin ya da genellikle kötü haberlerin Pazartesi günü verilmesinin bu duruma neden olduğu ileri sürülmektedir (Karan, 2001).

Haftanın günleri ile ilgili anomaliler ülkemizde birçok araştırmacı tarafından incelenmiştir. Haftanın günleri ile ilgili olarak İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) üzerine uzun yıllardır yapılan araştırmalarda Cuma gününün en çok getiri sağlayan gün olduğu ispatlansa da, Pazartesi veya Salı günlerinin en az getiri sağlayan günler olduğu konusunda istatistiksel olarak anlamlı sonuçlara ulaşılamamıştır (Karan, 2001).

2.4.1.2 Ocak Ayı Anomalisi

Ocak ayı anomalisi; hisse senetlerinin Ocak aylarında, yılın diğer aylarına kıyasla daha yüksek bir getiri sağlaması durumunu açıklamaya çalışan bir anomalidir. Rozef ve Kinney (1976) tarafından yapılan bir araştırmada, yatırımcıların Ocak ayında normal-üstü getiri sağlayabilecekleri ifade edilmiştir. New York Borsasında 70 yıllık verileri kullanarak yaptıkları çalışmalarında Ocak ayı getirisini % 3,5 diğer ayların getirilerini ise ortalama %0,5 olarak hesaplamışlardır. Rogalski (1984) tarafından yapılan bir çalışmada ise Ocak ayında hafta sonu etkisinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Ülkemizde ise, Özmen (1997), Ocak 1988-Mayıs 1996 tarihlerini kapsayan yüz bir aylık döneme ilişkin yapmış olduğu çalışmada İMKB'de istatistiksel olarak anlamlı bir düzeyde Ocak ayı etkisi olduğunu ortaya çıkarmıştır. Buna ilave olarak İMKB'de ortalama olarak en yüksek getiriyi sağlayan ay Ocak ayı iken, en az getiri sağlayan ay Ekim'dir (Özmen, 1997). Balaban (1995) ve Bildik (2000)'in farklı dönemler için

yapmış oldukları çalışmalar İMKB’de Ocak ayı anomalisinin varlığını ortaya koymaktadır.

Karan (2001)’e göre, bu anomalinin birinci nedeni; yatırımcıların yılın son ayında vergiden kaçınma amacıyla satış yapmaları ve vergi döneminin ardından, ocak ayında tekrar hisse senedi almaya başlamaları ve böylece borsanın yükselmesidir. İkinci nedeni ise yatırım fonları, yatırım ortaklıkları gibi kurumsal yatırımcıların yılsonu bilançosunu daha iyi gösterebilmek amacıyla yıl içinde ellerinde tuttıkları ve düşük getiriye sahip olan hisselerini yılsonunda ellerinden çıkarmalarıdır. Ocak ayında ise, satmış oldukları hisselerin yerine yenilerini aldıkları için borsa alımlar nedeniyle ocak ayında yükselmiş olmaktadır.

2.4.1.3 Ay İçi Anomalisi

Yılın herhangi bir ayının ilk yarısının, ikinci yarısına kıyasla farklı getiriler sağlaması durumu ay içi anomalisi olarak adlandırılmaktadır. Bu anomali ilk defa Ariel (1987) tarafından ortaya konmuştur. Yapılan çalışmada, New York borsasında 1963–1981 yılları arasındaki ayların ilk 9 günü ile son 9 gününün getirileri karşılaştırılarak ay içi anomalisinin var olduğu kanıtlanmıştır.

Hong Kong, Malezya, Singapur, Tayland ve Tayvan gibi ülkeler de ay içi anomalisinin varlığını değerlendiren Wong (1995) bu konuda herhangi bir bulguya ulaşamamıştır.

Ülkemizde ay içi anomalisinin varlığını araştıran Özmen (1992, 1997) İMKB’de diğer birçok borsada olduğu gibi ay içi anomalisi olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Yapılan çalışmalar, ay içi anomalisinin var olma nedenini, çalışan insanların maaş ödemelerinin ayın ilk yarısında gerçekleşmesi ve buna bağlı olarak bu dönemde hisse senedi alımlarının artması olarak göstermektedir (Karan, 2001).

2.4.1.4 Tatil Öncesi Anomalisi

Tatil öncesi anomalisi, hemen tatilden önceki günlerde bordadan elde edilen getirinin, normal iş günlerinde elde edilen getiriden daha fazla olmasıdır. Fakat burada dikkat

çekmek gerekirse, tatil öncesi anomalinin zamanı, hafta sonu tatili, dini ve resmi bayramlara ilişkin tatil dönemi öncesini kapsamaktadır. Dolayısıyla, literatürde borsanın herhangi bir olağan üstü durum sonucu kapalı olduğu döneme ilişkin hisse senedi fiyat davranışları tatillere ilişkin anomaliler içinde değerlendirilmemiştir (Barak, 2006).

Tatil öncesi anomalisinin geçerliliğinin olup olmadığını sınamak için birçok araştırmacı dünyanın farklı ülkelerinin borsalarında çalışmalar yapmıştır. Örneğin, Kim (1998) A.B.D. Avustralya, İngiltere, Japonya, Kanada ve Kore borsalarında tatil öncesi anomalisini araştırmış ve Kore hariç diğer ülkelerde bu anomalinin var olduğu sonucuna ulaşmıştır. Ariel (1990) ise, A.B.D. hisse senetleri piyasasında 1963–1982 yılları arasındaki verileri kullanarak yapmış olduğu çalışmada, tatil öncesi getirinin, normal gün getirisinden daha yüksek olduğunu ve en yüksek getirinin tatilden bir gün önceki seansta gerçekleştiği sonucuna ulaşmıştır.

Ülkemizde bu anomalinin geçerliliğini sınamak için yine Özmen (1992), Karan (1994), Balaban ve Candemir (1995) gibi araştırmacılar çalışmalar yapmış ve tüm çalışmaların ortak sonucu olarak İMKB’de tatil öncesi anomalisinin var olduğu kanıtlanmıştır.

2.4.2 Fiyat Anomalileri

Yatırımcılar, bazen bilgi yerine söylentilere göre işlem yapmakta, bazen de piyasa bilgilerine gerekenden az veya fazla reaksiyon göstermektedirler. Yatırımcıların, hisse senetleri fiyatları ile ilgili bazı bilgi ya da haberlere, 1–12 aylık dönemde, yetersiz ilgi göstermesine Eksik Reaksiyon Anomalisi denir. Hisse senetleri fiyatları, 3 ila 5 yıl gibi bir dönemde, aynı doğrultudaki haberlere tutarlı bir şekilde aşırı ilgi göstermesine Aşırı Reaksiyon Anomalisi denilmektedir. Böyle bir piyasada yatırımcılar herhangi bir riske maruz kalmadan bu reaksiyonlardan kazanç elde edebilirler. Bu durum etkin piyasalar hipotezi ile çelişmektedir. Çünkü yatırımcılar fazladan risk almaksızın düşük ve aşırı reaksiyonları kullanarak yüksek düzeyde getiri sağlayabilmektedir (Barberis, Shleifer, ve Vishny, 1998). Yukarıda tanımlanan Aşırı Reaksiyon Anomalisi ve Düşük Reaksiyon Anomalisi ile birlikte diğer anomali türleri aşağıda detaylı olarak incelenmiştir.

2.4.2.1 Aşırı Reaksiyon Anomalisi (Overreaction)

Aşırı reaksiyon anomalisi, bir dizi iyi (kötü) haber açıklamasından sonra yatırımcının gelecekteki haber açıklamalarına ilişkin aşırı derecede iyimser (kötümser) olmaya başlamasıdır. Bir başka ifade ile hisse senedi piyasasında, uzun süre arka arkaya iyi haberleri duyurulan bir menkul kıymete olan talep çok artarak, senedin aşırı fiyatlanmasına neden olmaktadır. Fakat bu menkul kıymet daha sonraki süreçte düşük getiri ortalamalarına sahip olmaktadır (Döm, 2003).

Yatırımcılar, yatırım kararları alırken, firmalar hakkında en son gelen bilgilere daha fazla ağırlık verirken; bu firmaların temel oran analizi bilgilerine daha az ağırlık vermektedir. Bilgilere gösterilen aşırı reaksiyon, hisse senedi fiyatlarının geçici olarak gerçek değerlerinden sapmasına neden olmaktadır. Aşırı reaksiyonun büyük ölçüde yatırımcıların aşırı iyimser veya aşırı kötümser beklentilerinden kaynaklandığı kabul edilmektedir (Döm, 2003).

Yatırımcılar, aynı hisse senetleri ile ilgili arka arkaya yapılan olumlu duyurular karşısında, hisse senetlerine karşı hissettikleri iyimserlik ve kazandıracağına dair inanç artmaktadır. Bu nedenle yatırımcılar, söz konusu hisse senedini agresif olarak satın almaya başlamaktadırlar. Bir başka ifade ile aşırı reaksiyon göstermektedirler. Hisse senedinin fiyatı ise bu alımlar sonucunda yükselmekte ve olması gerektiği fiyatın çok üstüne çıkabilmektedir. Zaman içinde, gelişmelere bağlı olarak yatırımcının iyimserliğinin azalmasına bağlı olarak, satışlar başlamakta ve hisse senetlerinin getirilerinde de bir azalma oluşmaktadır (Barberis, Shleifer, ve Vishny, 1998).

Literatürde çalışmaların sonucunda bu anomalinin var olduğuna dair güçlü ve inandırıcı kanıtlar bulunmaktadır. Örneğin, De Bondt ve Thaler (1985) Amerikan borsasındaki hisse senetlerinin 50 yıllık verilerini kullanarak bu anomaliyi test etmiş olup, geçmiş 5 yıl boyunca kazandıran hisse senetlerinin takip eden 5 yılda diğerlerine göre daha az kazandırdığını veya kayıp ettirdiğini saptamışlardır. Buna paralel olarak, geçmiş 5 yıl boyunca kaybettiren hisse senetlerinin, takip eden beş yılda diğerlerine göre daha az kaybettirdiği veya kazandırdığını saptamışlardır. Diğer bir ifadeyle, hisse senetleri son

3-5 yıllık getirilerine göre sıralandığında, geçmişte kazandıranların (kaybettirenlerin) müteakip dönemde kaybettirdikleri (kazandırdıkları) tespit edilmiştir.

Zarowin (1989) ise, 1971-1981 yıllarına ilişkin verileri kullanarak Amerikan piyasasında gerçekleştirmiş olduğu çalışmada, uzun bir süre düşük getiriler sağlamış olan hisse senetlerinin, daha sonraki yıllarda düzeltme yaparak, ortalamanın üzerinde getiri sağladığını kanıtlamıştır. Dolayısıyla, uzun bir süre ortalamanın üzerinde getiri sağlamış olan hisse senetleri sonraki yıllar boyunca, ortalamanın altında getiri sağlayarak, düzeltme yaptığı saptanmıştır.

Literatürde yer alan çalışmalardan çıkarılacak sonuç; tutarlı olarak arka arkaya olumlu haberleri çıkan ve yüksek kazandıran hisse senetleri, aşırı değerlenmektedir ve yatırımcılar yeni çıkan bir haberi kullanarak normalüstü getiriler sağlayabileceklerdir. Bu durumun tersinde ise, diğer bir ifade ile sürekli olarak olumsuz haberleri çıkan ve kaybettiren hisse senetleri aşırı değer kaybına uğramakta ve takip eden yıllarda normalüstü getiri sağlamak suretiyle düzeltme yaparak eski değerini yakalamakta olup, bu esnada yatırımcılar normalüstü getiri elde edebilmektedirler (Barberis, Shleifer, ve Vishny, 1998).

İMKB’de aşırı reaksiyon anomalisinin varlığını sorgulayan araştırmacılardan biri olan Ülkü (2001), İMKB-100 endeksi 1989-2000 dönemi verileri kullanarak bir çalışma yapmıştır. Çalışmasının sonucunda, İMKB’de aşırı reaksiyon anomalisinin var olduğunu kanıtlamıştır. Benzer bir çalışma yapmış olan Durukan (2004) da Ülkü (2001)’yü destekleyen sonuçlara ulaşmıştır.

2.4.2.2 Düşük Reaksiyon Anomalisi

Düşük reaksiyon anomalisi, yatırımcıların borsada oluşan yeni bir bilgiye tepki vermekte gecikmeleri anlamına gelmektedir. Bu geç tepkinin sonucu olarak, hisse senetleri mevcut kazandırma/kaybettirme durumunu gelecek için de muhafaza edecektir. Bir başka ifadeyle, geçmişte kazandıran hisseler kazandırmaya ve geçmişte kaybettiren hisseler kaybettirmeye devam edecektir. Böyle bir anomalinin geçerli

olması durumunda, yatırımcı için en mantıklı görünen strateji, “kazandıranları al, kaybettirenleri sat” şeklindedir (Durukan, 2004).

Borsada işlem gören bir firmaya ait kazanç haberi türündeki bilgilere karşı yatırımcılar düşük reaksiyon göstermektedir. Kazanç haberlerine karşı düşük reaksiyon gösterildiğini ilk defa Ball ve Brown (1968) ortaya koymuş ve daha sonra Bernard ve Thomas (1990) tarafından da doğrulanmıştır.

Bu anomalinin geçerliliği birçok ülkenin borsalarında araştırılmıştır. Örneğin, Jegadeesh ve Titman (2000), Amerika’da farklı bölgeler için çalışmalar yapmış düşük reaksiyon anomalisine ilişkin bulgulara ulaşmıştır. Son 6-12 ayda kazandırmış olan hisse senetlerinin, sonraki 6-12 ayda da kazandırmaya devam ettiği, benzer şekilde, son 6-12 ayda kaybettirmiş olan hisse senetlerinin, sonraki 6-12 aylık zaman dilimi içerisinde kaybettirmeye devam ettiği sonucu elde edilmiştir.

Söz konusu anomaliyi test eden en kapsamlı çalışma Chan, Hameed ve Tong (2000) tarafından ortaya koyulmuştur. Araştırma kapsamında, 23 ülkenin hisse senedi piyasası endekslerini kullanılarak 1, 2, 4, 12 ve 26 haftalık olmak üzere, beş farklı döneme ilişkin sınamalar yapılmıştır. Ocak 1980-Haziran 1995 yılları aralığına ilişkin test süresinde, 2 ve 4 haftalık momentum stratejilerinin “al ve tut” sırasıyla aylık ortalama %2 ve %1 üzerinde getiri sağladığı bulunmuştur (Barak ve Demireli, 2006).

Constantina, Forbes ve Skerratt (2003)’in, İngiltere Menkul Kıymetler Borsasına kayıtlı 500 işletmenin Ocak 1990-Aralık 1995 yıllarına ilişkin verileri kullanılarak yapmış oldukları çalışmada, kar bildirimlerinin ve yatırım analistlerinin hisse senetleri hakkındaki düşünce ve yorumlarının hisse senedi fiyatlarına olan etkisini incelemişlerdir. Çalışmanın sonucunda, azalan kara karşın yatırımcıların düşük reaksiyon gösterdiği ve bu dönemlerle yatırım analistlerinin yorumlarına karşı yine düşük reaksiyon gösterildiği saptanmıştır.

Ülkü (2001), Ekim 1999-Eylül 2000 dönemine bilgileri kullanarak eksik reaksiyon anomalisinin, İMKB’de varlığını sorgulayan bir çalışma yapmıştır. Çalışmasında, hisse senetleri fiyatlarındaki oto korelasyon bulgularına ulaşmıştır. 3, 4 ve 6 haftalık dönemler için önemli düzeyde pozitif oto korelasyon çıkmıştır.

2.4.2.3 Düşük Fiyatlı Hisse Senedi Anomalisi

Hisse senedi piyasasında yer alan hisse senetlerinden daha düşük fiyatlı olanların, yüksek fiyatlı olanlara kıyasla daha çok alınıp satıldığı ve yine diğerlerine kıyasla daha fazla kazanç sağlaması durumuna düşük fiyatlı hisse senedi anomalisi adı verilmiştir. Dünyanın değişik yerlerinde, bu konuda yapılan çalışmalar, bu anomalinin doğruluğunu kanıtlamıştır. Örneğin bu konuda yapılmış ilk çalışma olan Fritzscheier (1936)'in çalışması 1970'lerde Fama'nın ortaya koyduğu etkin piyasalar hipotezi'nden sonra çeşitli çalışmalarla desteklenmiştir.

Bu anomalinin İMKB'de geçerliliğini sınamak için Karan ve Ekşi (2002)'nin yapmış oldukları çalışmadan elde edilen sonuçlar bu anomalinin geçerliliğini reddeden şekliyle, düşük fiyatlı hisselerin getirileri düşüken, yüksek fiyatlı hisselerin getirilerinin büyük olduğudur. Dolayısıyla, ABD'dekinin tersine İMKB'de düşük fiyatlı hisse senedi anomalisi yerine, yüksek fiyatlı hisse senedi anomalisinin olduğu ortaya çıkmıştır (Karan ve Ekşi, 2001).

2.4.2.4 Fiyat-Kazanç (F/K) Oranı Anomalisi

Literatürde yapılan ampirik çalışmalardan elde edilen sonuçlar, düşük değere sahip hisse senetlerinin yüksek oranda getiri sağlayacağını öne süren görüşü desteklemektedirler. Örneğin, Basu (1977), New York Hisse Senedi Borsası'na kayıtlı 750 hisse senedini 14 yıllık bir dönem için incelemiştir. Araştırmanın sonucunda düşük F/K oranına sahip hisse senetlerinden ortalamanın üzerinde getiri sağlandığı ortaya çıkmıştır. Böylece New York Borsasında Fiyat-Kazanç Oranı Anomalisinin var olduğu kanıtlanmıştır.

İMKB'de bu anomalinin geçerliliğini sınamak amacıyla Karan (1996)'ın 1986–1995 yılları verilerini kullanarak yapmış olduğu çalışmada yöntem olarak Basu (1977)'nin yöntemi aynen kullanılmış ve İMKB'de de fiyat-kazanç oranı anomalisinin varlığı tespit edilmiştir. Buna göre İMKB'de düşük F/K oranına sahip hisse senetleri ortalamanın üzerinde bir getiri sağlamaktadır.

2.4.2.5 Fiyat-Satış Oranı (F/S) Oranı Anomalisi

Fiyat-Satış Oranı Anomalisine göre düşük F/S oranına sahip hisse senetleri ortalamanın üzerinde getiri sağlamamaktadır. Senchack ve Martin (1987) F/S oranının, F/K oranına kıyasla daha iyi bir gösterge olduğunu iddia etmişler ve yapmış oldukları deneysel çalışmalarla bu anomalinin var olduğunu kanıtlamışlardır.

Yatırımcılar düşük F/S oranına dayalı portföy stratejilerini, düşük F/K Oranı stratejilerine tercih etmektedirler. Bunun başlıca nedeni ise, satışların, kazançlara göre muhasebe uygulamalarından daha bağımsız ve istikrarlı olduğu ve kazançlara göre daha kolayca tahmin edilebilmeleridir. Bir başka neden ise, hisse senedine yatırım yapılan firma zarar ettiği zaman bile F/S oranı anlamlılığını korurken, F/K oranı negatif bir değer aldığı için yorumlanamaz hale gelmektedir (Karan, 2001).

2.4.2.6 Pazar Değeri-Defter Değeri (P/D) Anomalisi

Piyasa fiyatı (P)-Defter değeri (D) anomalisi, P/D oranı düşük olan firmaların hisse senetlerinin ortalamanın üzerinde getiri sağlayacağı iddia eden bir anomali çeşididir. Bu anomalinin ortaya çıkmasında, Rosenberg, Reid, ve Lanstein (1985)'in Standart&Poors 500, Compustat ve IBES veri tabanlarından yararlanarak 1400 firmanın 1973-1984 dönem bilgilerini kullanarak yapmış oldukları çalışmanın payı büyüktür. Çalışma sonunda düşük P/D değerine göre portföy oluşturmanın gerçekte iyi bir yatırım stratejisi olduğu öne sürülmüştür.

Bu anomalinin hesap yöntemi ve mantığı sorgulanacak olursa, Pazar Değeri-Defter Değeri oranı bir şirketin hisse senedi fiyatının hisse başına öz sermaye değerine bölünmesiyle elde edilmektedir. Ampirik çalışmalarda düşük P/D oranına sahip hisse senetlerine yatırım yapıldığında normalin üzerinde getiri elde edilebileceği belirlenmiştir. Piyasa değeri ile defter değeri arasında net bir ilişki olmamasına rağmen, hızlandırılmış amortisman teknikleri uygulaması bu ilişkiye katkıda bulunmaktadır (Karan, 2001).

Ülkemizde bu anomalinin varlığını sorgulayan Karan'ın (1996) çalışmalarının sonucu, İMKB'de Pazar Değeri – Defter Değeri anomalisinin geçerli olduğu şeklindedir. Buna göre İMKB'de düşük P/D oranına sahip hisse senetlerinden oluşan bir portföy oluşturmak iyi bir yatırım stratejisi olabileceği sonucuna ulaşılabilir (Karan, 1996).

2.4.2.7 İş Döngüsü Anomalisi

Fama ve Fench (1988)'e göre ekonomik hayatın en önemli göstergelerinden birisi hisse senetleri endeksleri olup, “iş dünyasındaki hareketlilik, hisse senetleri fiyatlarını da aynı yönde etkilemektedir.” Dolayısıyla, ekonominin iyi olduğu, ekonomik kriz riskinin olmadığı zamanlarda hisse senedi yatırımı yapılarak, ortalamanın üzerinde getiri elde edilebilir.

2.4.2.8 Firma Büyüklüğü Anomalisi

Firma büyüklüğü anomalisine göre, “firma değeri küçük olan hisse senetlerinin getirisi, firma değeri büyük olan hisselerine göre daha fazladır.” Bu konuyla ilgili ilk çalışma Banz (1981) tarafından yapılmıştır. Sonuç olarak küçük firmalardan oluşan portföyün getirisinin, büyük firmalardan oluşan portföyün getirisinden %19,8 daha fazla olduğunu bulunmuştur. Daha sonra yapılan çalışmalar da firma büyüklüğü anomalisinin geçerliliğini kanıtlamıştır (Reinganum, 1982).

2.4.2.9 İhmal Edilmiş Firma Anomalisi

Araştırmalara göre, piyasalarda dikkat çekmeyen, ihmal edilen, işlem hacmi düşük olan bazı hisse senetleri, dikkat çeken, sürekli göz önünde olan hisselerden daha fazla getiri sağlamaktadır. Dikkatten uzak kalmış firmaların getirisinin ortalamanın üzerinde olmasını Bauman (1965) şu şekilde açıklamıştır. “ Bu firmaların hisselerinin getirisinin yüksek olması, bu senetlerin düşük değerlenmesinden kaynaklanıyor olabilir.”

Bu anomalinin İMKB'de araştırmasını Karan (2000) yapmıştır. 1996–1998 yılları arasındaki aylık verileri kullanarak firmaları popüler, normal ve ihmal edilmiş olarak

ayırmiş ve bunların getirilerini araştırmıştır. İhmal edilen hisse senetlerinin normal ve popöler hisselerine göre daha fazla getiri sağladığı sonucuna ulaşılmıştır.

2.4.2.10 Hisse Bölünmesi veya Bedelsiz Hisse Senedi Etkisi

Yüksek fiyatlı hisse senetlerinin bölünmek veya bedelsiz sermaye artırımı suretiyle hisse senedinin fiyatının düşürülmesinin yatırımcılara normalüstü getiri sağladığı yapılan ampirik çalışmalarla kanıtlanmıştır. Söz konusu olan iki sebeple fiyatı ucuzlayan hisse senedine talep artmakta ve kısa zaman içinde hisse senedinin fiyatı önemli ölçüde yükselmektedir (Karan, 2001).

2.4.2.11 Yeni Şirketler Anomalisi (İlk Halka Arzda Ucuz Fiyat Etkisi)

Şirketler ilk halka arz olduğunda, yatırımcılar bu hisselerine fazla talep gösterdiği için hisse yükselir ve ortalamanın üzerinde bir getiri sağlar. Buna diğer bir adıyla “ucuz fiyat anomalisi” denilir.

Bu anomaliyi İMKB’de Kıymaz (1999) araştırmıştır. Yazar, 1990–1996 dönemi arasındaki halka arzları inceleyerek, ilk ve pazar sonrası getirileri hesaplamıştır. Sonuçta, Türkiye’de ilk halka arzlarda ilk gün ortalama %13,1 düzeyinde ucuz fiyatlama olduğunu tespit edilmiştir.

2.4.2.12 Uzmanların Tahminleri

Hisse senedi piyasasında yatırım yapan birçok yatırımcının yeteri kadar bilgisi olmadığı için, yatırım uzmanlarından görüş alırlar. Günümüzde yatırım danışmanlığı yapan şirketler ve kişiler profesyonelleşmiş ve güvenilir bir hale gelmişlerdir. Fakat bu profesyonel danışmanlık dışında dedikodulara inanan ve buna göre yatırım kararları alan yatırımcılar da mevcuttur. Buna göre uzman görüşlerinin ve piyasa söylentilerinin tavsiye edilen hisse senetlerine olan talebi artırdığı ve buna bağlı olarak o hisse senedinin getirisinin yükselmesine neden olduğu öne sürölmektedir. Bu durum bazen kötü niyetli olarak uygulanmakta ve spekülasyon ortamı yaratılarak hisse senetleri fiyatlarının istedikleri yönde değişmesine neden olmaktadır (Karan, 2001).

2.4.2.13 Serbest Nakit Akımları Anomalisi (Free Cash Flow Anomaly)

Livnat ve Zarovin (1990) ve Ali (1994) tarafından yapılan deneysel çalışmalara göre firmaların nakit akımı bilgileri, firmanın hisse senetlerinde gelecekte oluşacak değişimlerin tahmin edilmesinde bir araç olarak kullanılabilir. Bu nedenle firmaların nakit akımları takip edilerek, piyasada normalüstü getiri sağlamak mümkün olabilmektedir. Hackel ve Livnat (1995) Amerika’da; Jokipii ve Vahama (2006) ise Finlandiya’da yapmış oldukları deneysel çalışmalarla, bu anomalinin varlığını kanıtlamışlardır.

Karan ve Arslan (2007), bu anomalinin İMKB’de geçerliliğini test eden bir çalışma yapmışlardır. Söz konusu çalışmada, İMKB’ye kote firmalardan sermayesi büyük olanlar, nakit akımları pozitif olanlar ve finansal kaldıraç düşük olanlar seçilerek, bu firmaların 1999-2005 yılları arasındaki bilgileri kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda, serbest nakit akımları anomalisinin İMKB’de geçerliliği tam olarak kanıtlanamasa da, elde edilen bulgular, piyasanın düşmeye başladığı, ekonominin darboğaza girdiği zamanlarda, serbest nakit akımı anomalisi ile normal üstü getiri elde edilebileceğini göstermiştir.

3. BÖLÜM

DAVRANIŞSAL FİNANS TEORİSİ, BEKLENTİ TEORİSİ, EŞİTSİZLİK TEORİSİ VE SOSYAL KARŞILAŞTIRMA TEORİSİ

3.1 DAVRANIŞSAL FİNANS

Geçtiğimiz son 15 yıl içerisinde, davranışsal finans alanı gerek teorik gerekse ampirik açıdan kanıtlar sağlayarak büyük gelişme kaydetmiştir. Yapılan deneysel çalışmalar, hisse senedi fiyatlarının tahmin edilmesinde kullanılan değişkenlerin geçerliliğini kanıtlamıştır. Fiyat hareketleri, anomaliler üzerine yapılan çalışmalarda, farklı ülkelere ait piyasalarda benzer kalıpların var olduğu görülmüş ve bunlar yatırımcılar tarafından “gerçekler” olarak algılanmaya başlanmıştır (Hong, 2007). Bunun yanında; bu bölümde bahsedilmiş olan, son dönemde yapılan çalışmalar, insanların davranışlarının, bireysel ve kurumsal yatırımcıların performanslarını belirleyen etkenlerin daha iyi anlaşılmasını sağlamıştır.

Daha önceki başlıklar altında da bahsedildiği gibi, klasik iktisat teorisine göre; insanlar kendi çıkarlarını koruma çabasında olan varlıklardır ve yatırım kararlarında rasyonel davranırlar. Her zaman daha çok olanı daha az olana tercih ederler, kar veya faydalarını maksimize etmeye çabalarlar. Teoride böyle olsa da, bu durum pratikte bu şekilde yürümez, çünkü bireylerin rasyonel olduğu varsayımı gerçekten uzak bir varsayımdır. İnsanlar yatırım kararları alırken elbette, karlarını artırmak hedefi güderler fakat bunun yanı sıra başka psikolojik etkenler de devreye girer. İşte bu psikolojik etkenleri yok sayan ve bu nedenle birçok finansal sonucu açıklamakta yetersiz kalan geleneksel finans teorisine alternatif olarak davranışsal finans teorisi gelişmeye başlamıştır. 1990’lı yıllardan bu yana birçok akademik dergi ve gazetede, davranışsal finansla ilgili çalışmalar yer almaya başlamıştır. 90’lı yılların sonlarına doğru Amerikan hisse senedi

piyasalarında, teknoloji sektörü gibi bazı sektörlerin aşırı yükselişi, teorisyenleri meraklandırmış ve bunun üzerine finans alanındaki pek çok araştırmacının davranışsal finans konusuna ilgisi artmıştır (Süer, 2007).

3.1.1 Davranışsal Finansın Tanımı

Davranışsal Finans, Psikoloji ve Sosyoloji bilimlerinin ortak çalışması sonucu elde ettiği bulgularını finans alanında uygulamasıyla ortaya çıkan bir alandır. Geleneksel finans teorisinin açıklayamadığı davranış şekillerini, pazarda oluşan anomalileri ve diğer finansal sonuçları açıklayabilmesi amacıyla geliştirilmiştir (Karan, 2001, s. 692).

Literatürde davranışsal finansa ilişkin çok sayıda tanımlara ve açıklamalara rastlanılabilir. Birkaç örnek aşağıda verilmiştir.

- Davranışsal Finans; psikolojinin finansal davranışlar ve dolayısıyla finansal piyasalar üzerindeki etkisini araştıran bir bilim dalıdır (Sewell, 2005).
- Davranışsal finans, geleneksel finansın sınırlarının, psikoloji ve sosyoloji gibi sosyal bilimlere de içerecek şekilde genişletilmesidir. Davranışsal finansın, bilim dünyasına katkısı, finansal piyasalar hakkında bu güne kadar sahip olduğumuz bilgileri derinleştirilmesi olacaktır (Shiller, 1997).
- Davranışsal finans, duyguların ve bilişsel hataların yatırımcıların karar alma süreçlerini nasıl etkilediğini anlamaya yönelik olarak ortaya çıkmış bir alandır (Süer, 2007).
- Ekonomi ve finansın yeni bir dalı olarak davranışsal finans, özellikle sosyoloji ve psikoloji gibi davranış bilimlerinin yardımıyla beklenen fayda teorisi ve dar tanımlı rasyonel davranış paradigmasının öngörülerini ile çelişen gözlemlerin keşfedilmesi ve açıklanmasıyla ilgilenir (Ede, 2007).

3.1.2 Davranışsal Finansın Ortaya Çıkışı ve Zaman İçindeki Gelişimi

Bu kavramın ilk olarak ortaya çıkışını ve zaman içinde gelişimini incelemek için, öncelikle ilişkili olduğu disiplinler içerisinde davranışsal finansın oluşmaya başlamasını değinmek gerekir. Örneğin ilk defa 1913 yılında, John D. Watson tarafından

davranışçılık yaklaşımı psikoloji alanında ortaya atılmıştır (Daniel ve diğ., 2001). Psikoloji alanında yapılan çalışmalar, insan davranışlarının içsel faktörlerden etkilendiği kadar dışsal faktörlerden de etkilendiği kanıtlamışlardır. Davranışçılık yaklaşımı her ne kadar 1913 yılında ilk defa ortaya çıkmış olsa da, davranışsal finansın temeli daha da eskiye dayandırılabilir. Adam Smith (1776) tarafından yayınlanan “Ahlaki Düşünceler Kuramı” isimli kitabında toplumsal yapıda var olan doğal düzeni analiz edilmektedir. Kitaba göre insanın eylem ve davranışlarında rol oynayan üç itici güç vardır: Kendini düşünme ve sempati, özgürlük isteği ve toplumsal kurallara uyma eğilimi ve sonuncusu çalışma alışkanlığı ve değişim eğilimidir. Davranışsal finansın temelini de psikoloji olduğundan yola çıkarak, bu yapının davranışsal finansla bağlantısı kurulabilmektedir.⁶

Edwards (1954) karar verme sürecini psikologlar için bir araştırma alanı olarak tanıtmıştır. Böylece de, davranışsal finans alanında gelecekteki araştırmalar için ortam hazırlanmıştır. Allais (1953), belirsizlik altında psikoloji tabanlı pozitif bir seçim kuramının taslağını çıkarmıştır. Simon (1954), insanların rasyonel davrandıkları varsayımından çıkarak, sınırlı rasyonelliğe dayalı bir bilgi işleme ve karar verme yaklaşımı önermiştir.⁷

Klasik ekonomi, 19. yüzyılın sonlarında başlamış ve gelişmiştir. Klasik ekonominin çok yaygın olarak kabul edildiği bu dönemlerde, davranışsal finans dikkate alınmamış, gelişme fırsatı yakalayamamıştır. Ayrıca, neo-klasik iktisat teorisinin varsayımı olan insanların rasyonel ve akılcı karar verebilen varlıklar olduğu varsayımının her zaman geçerli olmadığı ve insanların kararlarında, psikolojik etkenlerin önemli rol oynadığı, dolayısıyla insanların rasyonellikten uzaklaştıkları ortaya konulmuştur.

Bilişsel psikoloji alanında çalışan Kahneman ve Tversky, bireylerin karar verme süreçlerine ilişkin yapmış oldukları çalışmalarda, akılcılıktan sistematik sapmaların olduğunu kanıtlamışlardır. Bu çalışmalarına bağlı olarak ilk defa 1979 yılında “Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk” isimli eserlerini çıkarmış olup bu çalışmaları o güne kadar davranışsal finans alanında yapılmış en önemli çalışmadır. Neo-klasik ekonomi teorisinin bu kadar yaygın olarak kabul gördüğü, ekonomide

⁶ http://en.wikipedia.org/wiki/Behavioral_economics#History (25.01.2010)

⁷ The Royal Swedish Academy of Sciences, Foundations of Behavioral and Experimental Economics, 2002, ss.11-12

psikolojinin kesin olarak yeri olmadığı görüşünün hakim olduğu bir ortamda, finans ve psikoloji alanları arasında köprü oluşturan bu çalışma, finans ve psikoloji alanında çığır açmıştır.⁸ Davranışsal finans alanında yapılan çalışmalar 1980'lerden sonra daha da artmıştır. Bunun nedeni piyasalarda var olan fakat geleneksel finans teorisinin reddettiği anomalilerin ancak davranışsal finans teorisiyle açıklanabilmesidir. Psikoloji ve finans bilimlerini birleştirerek yürüttükleri çalışmalar sonucunda, 1979 yılında beklenti teorisini geliştiren, davranışsal finansın öncüleri olarak bilinen Daniel Kahneman 2002 yılı Ekonomi Nobel ödülüne layık görülmüştür.

3.1.3 Davranışsal Finansın İlişkili Olduğu Disiplinler

Son yıllarda davranışsal finans alanında yapılmış olan çok sayıda çalışmaya dikkat edildiğinde, birçok farklı disiplinin finans ile birleştiği görülebilir. Bu çalışmaları yapan akademisyenler ise, sadece ekonomi kökenli olmayıp, farklı disiplinlerle ilgilenen bireylerdir. Davranışsal finans, geleneksel finans teorisinin açıklayamadığı bulguları açıklarken, bilişsel çıkarım yöntemini kullanmaktadır. Bu yöntem ise; bireylerin davranış modellerini, sosyal, kültürel ve toplumsal açıdan inceleyen psikoloji, sosyoloji ve antropoloji bilimlerinin ilgi alanına girmektedir. Örneğin, 1979 yılında ortaya çıkmış olan beklenti teorisi, psikoloji ve finansın bilimlerinin ortak çalışması sonucunda ortaya çıkmıştır. Ayrıca bu çalışmayı yapan teorisyenler bilişsel psikoloji alanında çalışan Tversky ve Kahneman'dır

Davranışsal finansın ilişkili olduğu disiplinler olan psikoloji, sosyal psikoloji, sosyoloji ve antropoloji aşağıda daha detaylı olarak incelenmiştir.

Psikoloji:

Psikoloji, gözlenebilen olayları ele alır, sınıflandırır ve bu olaylar arasındaki değişmeyen ilişkileri, yasaları bulmaya çalışır (Alogan, 1999/2008). Bir başka ifade ile psikoloji bilimi, insanların olaylar karşısında sergiledikleri davranışların incelenmesini, bu davranışları anlamak amacıyla insanların zihinsel süreçlerinin ve bellek yapılarının analiz edilmesini içeren bir bilim dalıdır (Ansoy, 1968).

⁸ http://en.wikipedia.org/wiki/Behavioral_economics#History (25.01.2010)

Psikoloji bilimi ve davranışsal finansın ilişkisinin kaynağı bilişsel psikoloji ve düşünme süreçleri olarak ifade edilebilir. Psikoloji bilimi algı, sorun çözme, hafıza, duygu, vb alanlarla ilgilenirken, davranışsal finasta yatırımcıların yatırım kararları verirken içinde buldukları psikolojik durumlar, karar verme sürecine doğrudan etki eden içsel ve dışsal etkenler psikoloji biliminin ilgi alanına girer (Tufan, 2006). Bununla beraber, psikoloji ve davranışsal finansın ortak olarak ilgilendiği bir başka konu “kişiliktir”. Farklı kişilik özellikleri psikoloji açısından anlam ifade ettiği gibi, davranışsal finasta yatırımcının kişilik özelliklerinin yatırım kararları verme süreçlerine etki etmektedir.

Geleneksel finans teorisinde, bireylerin sahip oldukları bilgileri rasyonel olarak işleyen, mantık çerçevesinde yorumlayan ve bunlara bağlı olarak karar veren varlıklar olduğu savunulurken aslında bilişsel psikolojiye dayandırılmaktadır. İçsel ve dışsal birçok etken de bireylerin düşünme ve davranışlarını değiştirmekte, yönlendirmektedir. Dolayısıyla, insan psikolojisi ve buna bağlı olarak şekillenen davranışlar, geleneksel finans teorisinin varsaydığından daha karmaşık bir konudur (Rabin, 1998).

Finansta, yatırım kararları ve risk yaklaşımı konularında menkul kıymetlerin fiyatları ve getiri olasılıkları üzerinde dururlarken, tercihler konusuna eğilmemiştir. Psikoloji bu konuda davranışsal finansın eksik olduğu kısımlarda faaliyet gösterip, tercihleri etkileyen faktörleri incelemektedir. Finans ve psikoloji bilimlerinin ortak çalışması sonucu davranışsal finans yaklaşımı ortaya çıkmıştır (Ateş, 2007).

Sosyal Psikoloji:

Sosyal psikoloji bir bireyin davranış, duygu ve düşüncelerinin diğer kimselerin davranış ve özelliklerinden nasıl etkilendiğini ya da belirlendiğini inceleyen bir bilim dalıdır.⁹ Bireylerin duyguları, düşünceleri ve davranışları, toplumda yaşayan diğer bireylerin düşünce ve davranışlarından etkilenmektedir. Dolayısıyla, neo-klasik iktisat teorisinin öne sürdüğü haliyle insanların rasyonel kararlar verdiği varsayımı sosyal psikoloji disiplini tarafından reddedilirken, davranışsal finansın öne sürdüğü insanların duygusal ve irrasyonel tutum sergiledikleri hipotezi sosyal psikoloji tarafından desteklenmektedir.

Sosyoloji

⁹ <http://www.aof.anadolu.edu.tr/kitap/EHSM/1024/unite12.pdf> (28.01.2010)

Toplumsal ilişkileri ve bu ilişkileri düzenleyen devlet, eğitim, ekonomi, din, aile gibi kurumların yapılarında ve görevlerinde (işlevlerinde) meydana gelen değişimleri somut koşulları içinde inceleyen bilime sosyoloji denir. Sosyolojinin başlıca amaçları; toplumları, içinde buldukları yere ve zamana göre, nesnel ve somut koşullarıyla anlamak, onların tarihsel gelişim sürecinde geçirdikleri değişimin etkilerini ve yönünü açıklamak, farklı toplumlar arasındaki benzerlikleri saptayıp genellemelere ulaşmak ve mevcut toplumsal verilere dayanarak ileride ortaya çıkacak olaylarla ilgili öngöründe bulunmaktır.

Bu amaçların da gösterdiği üzere, sosyoloji, çevremizdeki insanları, grupları hatta toplumları, daha iyi tanımamızı, onlar hakkında bilgi sahibi olmamızı ve onları anlamamızı sağlar (Erdoğan, 1997)

Sosyoloji bilim dalının, davranışsal finans ile olan ilişkisini şu şekilde açıklamak mümkündür. Piyasalarda gerçekleşen ekonomik faaliyetler, bir anlamda toplumsal faaliyetlerdir. Ekonomik faaliyetler bulunduğu toplumdan etkilenir. Toplumsal olayların ekonomiye etkisi ve ikisi arasındaki ilişki ekonomik sosyoloji kavramını doğurmuştur. Ekonomik sosyoloji, çeşitli ekonomik ve sosyal olayları araştırarak elde edilen sonuçların iş hayatında, politik hayatta ve benzeri ortamlarda nasıl kullanılabileceği, bu sonuçların kullanılması sonucu sosyal yapıda veya bireysel davranışlarda ne tür gelişmelerin çıkabileceği ile ilgilenmektedir (Erdoğan, 1997).

Antropoloji:

Sosyal (toplumsal) bilim dallarından bir tanesi de antropolojidir. Antropoloji en geniş anlamı ile insan bilim demektir. Ancak bu tanım kapsamı son derece geniş olup, insanı konu almış olan diğer disiplinlerle, antropolojinin farkına işaret etmez. Antropoloji birey olarak insanla ilgilenmez. İlgisi grup içinde yaşayan insan ve bu insanın yaptıkları ve davranışlarıdır. Eski çağlardan günümüze kadar insanları incelemekte olan antropoloji, kalıtsal yollarla taşınmış olan insanların davranış şekillerini, kültür adı altında bize aktarmaktadır (Tufan, 2006).

Davranışsal finans ile antropoloji arasındaki ilişki, antropolojinin bir alt dalı olan “ekonomik antropoloji” sebebiyledir. Ekonomik antropoloji, ekonomi ve antropoloji

bilimlerini kullanarak, insanların ekonomik davranışlarını açıklamaya çalışan bir bilim dalıdır. Ekonomik antropoloji; kendi içinde şekilcilik, gerçekçilik ve kültürelcilik olarak üç alt bölüme ayrılmaktadır (Ateş, 2007, s 60): Şekilcilik (Formalism), neoklasik iktisat teorisiyle yakından alakalıdır. Ekonomiyi kıtlık koşulları altında yarar maksimizasyonu çalışması olarak tanımlamaktadır.¹⁰ Gerçekçilik (substantivism) yaklaşımı ilk kez Polanyi (1968)'nin "Büyük Dönüşüm" isimli çalışmasıyla ortaya atılmıştır. Buna göre, "ekonomi" kelimesinin iki farklı anlamı vardır. Birincisi, resmi anlamda ekonomi, kıtlık ortamında alternatifler arasından rasyonel seçim yapmak anlamında akılcı davranma ve karar verme mantığıdır. İkincisi, Gerçekçilik, ne akılcı karar vermeyi ne de kıtlık koşullarını dikkate almaz. Gerçekçilik, sadece insanın sosyal ve doğal ortamda nasıl yaşadığıyla ilgilenir. Bir toplumun yaşam stratejisi, onun çevre ve materyal koşullarına adaptasyonu olarak görülür ve bu süreç yarar maksimizasyonunu içerir veya içermeyebilir. Son olarak Kültürelcilik (culturalism) yaklaşımı, insanların sadece kültürel altyapılarıyla değil, onların satın aldıkları mallara yükledikleri değerlerle de ilgilenmektedir.¹¹

3.1.4 Davranışsal Finans ve Zihinsel Muhasebe Kavramı

Davranışsal finansın üzerinde durduğu kavramlardan bir diğeri de zihinsel muhasebe kavramıdır. Zihinsel muhasebe, bireylerin finansal aktivitelerini organize etmek, değerlendirmek ve takip etmek amacıyla kullandıkları bilişsel operasyonlar kümesidir. Zihinsel muhasebe üzerinde yapılan araştırmalar, zihinsel muhasebenin üç temel unsuru olduğunu öne sürmektedir (Thaler, 1999, s. 183-184). Bu unsurlar aşağıda verilmiştir.

Zihinsel muhasebenin birinci unsuru, yatırım sonuçlarının nasıl algılandığı, tecrübe edildiği ve yatırım kararlarının nasıl verildiği ve son olarak alınan kararların nasıl değerlendirdiğidir. Muhasebe sistemi, kar-zarar analizlerine yönelik olarak geçmişe dair ve geleceğe dair girdiler sağlar. Zihinsel muhasebenin ikinci unsuru, bireylerin her bir aktiviteyi ayrı ve özel bir zihinsel hesapta tutmasıdır. Fon kaynakları ve kullanımları bireyler tarafından ayrı zihinsel hesaplarda izlenirler. Harcamalar; giyim, yiyecek, barınma vb. şekilde insan beyninde kategorize edilmekte ve zımnem veya açıkça bütçe

¹⁰ http://en.wikipedia.org/wiki/Economic_anthropology (28.01.2010)

¹¹ http://en.wikipedia.org/wiki/Economic_anthropology (28.01.2010)

kısıtlarına tabi tutulmaktadır. Zihinsel muhasebenin üçüncü unsuru, zihinsel hesapların hangi sıklıkla değerlendirilmeye tabii tutulduğudur. Zihinsel hesaplar günlük, haftalık, yıllık, vb. sıklıkla değerlendirilip, dar veya geniş perspektifte tanımlanırlar.

Döm (2003)'e göre herhangi bir olayın sonucu bir zihinsel hesaba kaydedildiğinde, o kayıtın silinmesi veya değiştirilmesi güçtür, dolayısıyla da sonucun kişide oluşturduğu bakış açısının daha sonra farklılaşması zordur. Bunun anlamı, bir yatırımcının vereceği yatırım kararında, elindeki verileri hangi zihinsel hesaba kaydetmiş olduğu önemli rol oynamaktadır.

Zihinsel muhasebe konusunda Süer (2007) tarafından yapılan ampirik bir çalışmada, İstanbul'da, tekstil sektöründe faaliyet gösteren firmaların karar alma kademesindeki kişilerle yüz yüze görüşmeler yapılarak aşağıdaki hipotez test edilmiştir.

Hipotez: *Gelir ve kar, “kazanç” kavramıyla aynı zihinsel hesapta, harcama ve maliyet ise “kayıp” kavramıyla aynı zihinsel hesapta tutulur. Dolayısıyla yatırımcılar, gelir ve kar durumunda riskten kaçınan, harcama ve maliyet durumunda ise riski sever bir tutum içinde bulunurlar. Çalışmanın sonuçlarına göre, kar, “kazanç” kavramıyla aynı zihinsel hesapta, harcama ise “kayıp” kavramıyla aynı zihinsel hesapta tutulmuş ve yatırımcılar, kar durumunda riskten kaçınan (%70), harcama durumunda ise riski sever (%70) bir tavır sergilemişlerdir (Süer, 2007).*

3.1.5 Kahneman – Tversky'nin Davranışsal Finansa Katkıları

The Royal Swedish Academy of Science, 2002 yılında, Daniel Kahneman'ı ekonomi bilimi ve psikoloji bilimini entegre ederek, insanların belirsizlik altında karar verme konusunda yaptıkları çalışmalar nedeniyle Nobel ödülüne layık görmüştür. Kahneman çalışmalarını Amos Tversky ile birlikte yapmıştır, fakat Tversky 1996 yılında vefat ettiği için Nobel ödülünü alamamıştır (Shefrin ve Statman, 2003).

Psikoloji alanında çalışan akademisyenlerin Nobel Ödülü alması çok karşılaşılan bir durum değildir. Ayrıca kendi alanında çığır açmasının yanında, ekonomi, hukuk, pazarlama, felsefe ve tıp gibi birçok alanda büyük etkiler yaratan çalışmalar yapabilen psikologlara da tarihte çok rastlanmamıştır. Daniel Kahneman ve Amos Tversky bunu

birlikte başarmış psikologlardır. Bu nedenle Kahneman ve Tversky isimleri literatürde bazı konularla (Heuristics and Biases, Prospect Theory) eşanlamli olarak kullanılmaya başlanmıştır. Çalışmalarında teorilerini anlatmak için vermiş oldukları basit örnekler bu alanla biraz ilgilenen insanların akıllarında yer etmiştir (Lagnado, 2007).

Kahneman ve Tversky'nin literatüre en büyük katkısı "Beklenti Teorisi"dir. Beklenti teorisiyle birlikte belirsizlik altında, diğ er bir ifade ile riskli alternatifler arasında insanların kararlarını nasıl verdiklerini açıklamaya çalışmışlardır. Bu teoriyi, geleneksel finans teorisinin temelini oluşturan "Beklenen Fayda Teorisi"ne alternatif olarak sunmuşlardır. Bu teoride insanların karşılaştıkları problemleri yalnızca getiri ve risk açısından değil, diğ er çevresel ve içsel faktörleri de hesaba katarak değerlendirmekte ve çerçeveselendirmekte oldukları gösterilmektedir.

Kahneman ve Tversky'nin literatüre olan katkılarından ikincisi Sezgiler ve Önyargılar (Heuristics and Biases) isimli çalışmalarıdır. Geleneksel finans teorisine göre piyasalar etkin olup, herhangi bir yatırımcı piyasada normalüstü getiri sağlayamaz. Piyasada irrasyonel davranan yatırımcılar olsa da, bunlar sistematik olmayıp, rasgeledir. Dolayısıyla irrasyonel davranışların etkileri birbirini sıfırlar. Piyasanın etkinliği bozulmaz. Fakat davranışsal düşünceyle, yatırımcılar sistematik olarak irrasyonel davranırlar, dolayısıyla piyasalar etkin olamaz. Yatırımcılar çeşitli yollarla normalüstü getiri elde edebilir.

Geleneksel finans teorisinde tüm olasılıkların bilindiği ve Bayes kuralı ile optimum sonuçlara ulaşılabileceği varsayımının tersine, Kahneman ve Tversky, bireylerin sınırlı bilgiler ve "hevristik" yöntemlerini kullanarak karar verdiklerini düşünmektedirler. İnsanlar, karar verme sırasında sahip olduğu bilgilerden bir kısmına fazla ağırlık verirken, bir kısmını önemsemezler. Buna mevcudiyet (availability) yanlılığını demişlerdir. Benzer şekilde temsil etme (representativeness) yanlılığında, yatırımcılar karar verme aşamasında, en son, en fazla göze çarpan ve olağan dışı görünen unsurlara aşırı ağırlık vermesi ve dağılım popülasyonununun istatistikî özelliklerini göz ardı etme eğilimidir. İnsanlar olasılıkların tayininde, temsiliği aşırı kullanma ve temel oranları reddetme eğilimindedir (Rabin, 1998). Yatırımcıların iyi hisse senetleri kavramı ile iyi şirketleri ilişkilendirmeleri ve bu nedenle toplam getiri potansiyeline bakılmaksızın,

büyük hisse senetlerini tercih etmeleri bu temsil etme yanlılığına örnek olarak gösterilebilir. Bu hevristik davranışlar bireylerin daha kolay ve hızlı düşünmelerini ve karar vermelerini sağlarken, hata yapmalarına da neden olabilmektedir (Lagnado, 2007).

2002 yılında Kahneman'ın Nobel ödülü aldığı ilan edildikten sonra, CNBC kendisine röportaj teklif etmiş ve bireysel yatırımcılara ne önerdiğini sorusunu yöneltmiştir. Bu soru karşısında Kahnemanın cevabı “satın al ve elinde tut” şeklinde olmuştur. Bu cevap ilk bakışta şaşırtıcı gelmektedir, çünkü geleneksel finans teorisi destekçilerinin standart yatırım önerisi ile aynı şekildedir. Fakat öneri aynı bile olsa altında yatan nedenler birbiriyle tamamen farklıdır. Geleneksel finans teorisi taraftarlarına göre, piyasaların etkin olduğu varsayımıyla, yatırımcıların şans faktörü dışında normalüstü getiri elde etmesi imkansızdır. Fakat davranışçı düşünceye göre, hisse senedi fiyatları birçok nedenle değişiklik gösterebilir. Birçok yatırımcı, piyasaların etkin olmamasından yararlanarak kazançlarını artırmak amacıyla sezgi ve önyargılarına bağlı olarak al-sat yaparken zarar görebilir.

Kahneman ve Tversky'nin yapmış oldukları çalışmaların başarısı tercihlerin ve bilişsel önyargıların sistematik olarak gerçekleştiğini ve bunların önemli sonuçlara neden olduğunu teşhis etmelerinden kaynaklanmaktadır. Geliştirmiş oldukları teoriler, finansal davranışlara temel oluşturmakta ve ileri sürdükleri fikirleri, bireysel yatırımcıların portföy oluşturmalarında, onları yönetmelerinde, finansal karar vermelerinde ve sistematik olarak gerçekleşen birtakım eğilim ve önyargıların hisse senedi fiyatlarına yansımada yatırımcıları aydınlatmakta ve yol gösterici olmaktadır (Shefrin ve Statman, 2003).

Öte yandan daha geniş bir çerçevede çizmek amacıyla davranışsal finans ve geleneksel finans teorilerinin karşılaştırılması gerekmektedir. Daha belirgin bir ifadeyle, geleneksel finans teorisi uzun yıllar yaygın olarak kabul görmüş bir teori olup, davranışsal finans üzerine birtakım çalışmalar yapılsa da yakın geçmişe kadar gelişmemiştir. Davranışsal finans teorisi, geleneksel finans teorisine alternatif olarak ortaya atılmış olup, geleneksel finans teorisinin temel varsayımlarını geçersiz saymaktadır. Bir başka ifade ile davranışsal finans, geleneksel finans teorisine yapılan bir itirazlar serisi niteliğindedir. Bu temel varsayımlar ve itirazlar aşağıda incelenmiştir.

Davranışsal finans teorisi ve geleneksel finans teorisinin çatışma yaşadığı ilk temel konu rasyonel insan kavramıdır. Geleneksel finans teorisine göre bireyler, istatistiğe ve matematiğe hakim, kazancını en yüksek seviyede tutmaya çalışan ve bu amaç doğrultusunda tutarlı kararlar vererek, optimum tercihler yapmaktadırlar. Fakat davranışsal finans tarafında insanların rasyonelliklerinin sınırlı olduğu kabul edilirken, rasyonel insan kavramı reddedilmektedir. Bunun nedeni ise şu şekilde açıklanır, bireyler yatırım kararları verirken, faydalarını maksimize etmenin yanında diğer içsel ve dışsal faktörlerden de etkilenmektedir. Bir başka ifade ile bireyler, sadece risk ve getiri bilgilerini değerlendirmek yerine, yukarıda da anlatılmış olan yatırım kararlarına etki eden psikolojik ve bunun dışındaki dışsal faktörlerden etkilenerek yatırım kararları verirler. Yatırımcı, risk ve getiri değişkenlerini kullanırken, beraberinde kendisi açısından daha önemli ve etkili bir psikolojik değişkeni de kullanması durumunda, vereceği yatırım kararı değişebilir. Ayrıca Bostancı (2003)'ya göre yatırımcıların, rasyonellikten en fazla uzaklaşarak yatırım kararı aldıkları durum, karşılığında karmaşık ve optimum çözümün kolay olmadığı alternatiflerle karşılaştıkları durumlardır. Bunun nedeni yatırımcıların, karmaşık optimizasyon problemlerinin çözümünü yapabilecek kapasiteye veya bilgiye sahip olmamalarıdır.

Geleneksel finans teorisine göre eğitim seviyesinin yükselmesi bireylerin finansal karar verme yeteneğini artırmaktadır. Fakat literatürde yer alan çalışmalara göre, eğitim seviyesinin yükselmesi ve daha fazla öğrenmek yatırımcıların daha rasyonel karar vermelerini sağlamamaktadır. Özellikle risk içeren kararlarda bu unsurların etkisi yoktur (Slovic ve Tversky, 1974). İnsanların rasyonellik konusunda dengeye gelebilmeleri için, yatırım kararlarını sonsuz kere denemiş, elde ettikleri başarı ve başarısızlık durumlarını sonsuz defa tecrübe etmiş olmaları gerekmektedir. Fakat bu durumun pratikte uygulanması imkansızdır. Ayrıca, bireyler, bir yatırım kararında elde etmiş oldukları tecrübeyi bir başka yatırımda da kullanacaklarını ve geçmiş tecrübelerinin işe yarayacaklarını düşünseler de, yapılmış olan psikolojik araştırmalar bunun mümkün olmadığı sonucuna ulaşmaktadırlar, aksine bir konuda elde edilen tecrübe, bir sonraki konuda kullanılmaya kalkışıldığında, bu tecrübelerden yanlış dersler çıkarıldığını öne süren çalışmalar mevcuttur (Vlaev, Chater ve Stewart, 2009).

Davranışsal finans ve geleneksel finans teorilerini karşı karşıya getiren ikinci temel konu arbitrajdır. Geleneksel finans teorisi aslında piyasalardaki irrasyonel davranışların olduğunu kabul etmekle birlikte, piyasalarda her ne kadar irrasyonel davranışlar sergileyen yatırımcılar mevcut olsa da, bunlar piyasaların etkinliğini bozmayacağı düşüncesini savunmaktadırlar. Bu görüşlerini ise piyasadaki arbitraj imkanlarına dayandırmaktadırlar. Davranışsal finans teorisi ise, geleneksel finansın öngördüğü şekliyle arbitrajın piyasalarda var olamayacağını ve irrasyonel davranışlar nedeniyle piyasaların etkinliğinin söz konusu olamayacağını savunmaktadır.

Geleneksel finans teorisine göre, menkul kıymetlerin fiyatları, piyasadaki tüm bilgileri değerlendirerek fiyatlarına en hızlı şekilde yansıtmaktadır. Herhangi bir yatırımcının, kamuya açıklanmamış bir bilgi veya haberi kullanarak normalüstü getiri elde etme imkanı yoktur. Ancak yatırımcılar, zaman zaman “kar elde etme güdüsüyle” hareket ederek, kamuya açıklanmamış bilgiler doğrultusunda, agresif bir şekilde işlem yapabilmekte ve normal üstü getiri elde edebilmektedir (Bostancı, 2003).

Geleneksel finans teorisine göre, piyasalar, yeni oluşan bir bilgiye anında tepki göstermekte ve bu bilgiyi fiyatlara yansıtmaktadır. Ancak piyasalarda bazen yeni bir haberi görmezden gelme (underreaction) bazen de benzer bir bilgiye aşırı tepki verme (overreaction) yönünde eğilimler olabilmektedir. Diğer bir ifadeyle, piyasalarda yeni oluşan bir bilgi kullanılarak fazladan gelir elde etmek mümkün olabilmektedir (Barberis, Shleifer, ve Vishny, 1998). Buna paralel olarak, geleneksel finans teorisi, hisse senetlerinin fiyatlarının tahmin edilemez olduğunu ve fiyatların rasgele oluştuğunu iddia etmektedir. Fakat varlığı deneysel olarak kanıtlanmış olan anomalilerden yola çıkılarak, hisse senetlerinin getirilerindeki olası değişiklikler tahmin edilebilmektedir. (Özmen, 1997).Özetle, Davranışsal finans teorisine göre piyasalar geleneksel finans teorisinin iddia ettiği gibi etkin olmayıp, aksine piyasalarda oluşan anomaliler sayesinde gelecekte oluşacak olan fiyat hareketleri tahmin edilerek fazladan getiri elde edilebilir.

Davranışsal finans ve geleneksel finans teorilerinin dayanmış olduğu yöntem de birbirinden farklılık hatta zıtlık göstermektedir. Geleneksel finans teorisinin metodolojisinde öncelikle bir model oluşturulur ve bundan sonraki süreç bu modelin pratik doğru çalışıp çalışmadığı test edilir. Davranışsal finans teorisinin kullandığı

yöntem ise, öncelikle bir takım yöntemlerle piyasadaki yatırımcı davranışları gözlemlenir ve bu gözlemlerle elde edilmiş olan veriler analiz edilerek bir model oluşturulur. İki teorem arasındaki yöntem farkını bir cümle ile özetleyecek olursak, Geleneksel Finans, finansal piyasalarda yatırımcıların nasıl hareket etmeleri gerektiğini belirlerken, Davranışsal Finans modelleri yatırımcıların gerçekte nasıl hareket ettikleri ortaya çıkarır (Bostancı, 2003).

3.2 BEKLENTİ TEORİSİ (PROSPECT THEORY)

1979 yılında Kahneman ve Tversky'nin "Beklenti Teorisi: Risk Altında Kararların Bir Analizi" isimli çalışmalarında, yatırımcıların belirsizlik altında karar verirken, geleneksel finans teorisinin varsayımlarının tersine bir davranış sergiledikleri ve bu davranışların sistematik bir şekilde tekrar ettiğini öne sürmüşlerdir. Risk altında yatırımcıların rasyonel davranmadıklarını ve dolayısıyla, rasyonelliği temel alarak ortaya atılmış beklenen fayda teorisinin her durumda geçerli bir model oluşturamadığını göstererek beklenen fayda teorisine alternatif bir teori olan beklenti teorisini (prospect theory) ortaya koymuşlardır. Bu teori, tanımlayıcı nitelikte ve deneysel gözlemlere dayandırılarak tüme varım şeklinde geliştirilmiştir (Kahneman ve Tversky, 1979).

Beklenen fayda teorisinin metodu, öncelikle modelin oluşturulması ve daha sonra ampirik çalışmaların bu modele ne kadar uyumlu olduğunu sınamak şeklindedir. Fakat beklenti teorisinde; beklenen fayda teorisinin aksine, öncelikle piyasadaki yatırımcı davranışları gözlemlenir ve bu gözlemlere dayalı analizler yapılarak bir model oluşturulmaya çalışılır. Bir başka ifade ile beklenti teorisinde yatırımcıların tercihlerinin ne olması gerektiğiyle değil, ne olduğunu deneye dayalı deneylerle tespit eder ve bunların nedenlerini analiz eder. Bu analizden yola çıkarak ise, bu davranışların altında yatan psikoloji ve eğilimleri çözmeye çalışır (Döm, 2003).

Beklenen fayda teorisini, bireylerin riskli seçenekler arasındaki tercihlerinin beklenen faydasını maksimize etmeye çalıştığını ve bu amaçla her bir sonucun faydasını olasılıkları ile ölçmekte ve en yüksek ağırlıklı toplama sahip seçeneği tercih edeceğini

öne sürmektedir. Ayrıca, bu tarif edilen işlemlerin tüm yatırımcılar tarafından doğru, devamlı ve tutarlı olarak yapılacağı varsayımını da vardır. Beklenti teorisi ise, piyasada yatırım yapan bireylerin hepsi olmasa bile çoğunluğunun irrasyonel davranışlar sergilediğini iddia etmektedir ve bunları ampirik deneylerle doğrulamaktadır. Beklenti teorisi de yatırımcıların getirilerini maksimize etmeye çalıştığı varsayımını kabul etmekle birlikte, itiraz ettiği konu yatırım kararlarını etkileyen parametreler konusundadır. Beklenen fayda teorisi, yatırımcıların yatırım kararlarını yalnızca risk ve getiri parametrelerini gözetenek yaptığını iddia ederken, beklenti teorisine göre bu iki parametrenin yanında yatırım kararlarına doğrudan etki edebilecek ilave kurallar ve özel beklentiler, içsel ve dışsal diğer etkenler olduğunu öne sürmektedir (Döm, 2003). Beklenti teorisinde, beklenen fayda teorisinin aksine “beklenen risk” yerine “algılanan risk” in hesaba katılması gerektiği öne sürülmüş; ilk kez insanların getiri ve kayıplara farklı olasılık düzeylerinde farklı ağırlık verdikleri ortaya konmuştur. Kahneman yaptığı çalışmalarda özellikle bireysel etkenlerin üzerinde durmayı tercih etmiştir (Kahneman ve Smith, 2002).

3.2.1 Yatırımcıların Rasyonaliteden Ayrıldığı Durumlar

Kahneman ve Tversky (1979)'ye göre yatırımcılar, karar verme sürecinde etkilendikleri faktörlerden aynı düzeyde ve eş doğrultuda etkilenmemektedir. Karar verme sürecindeki en önemli etkenlerden bir tanesi de, yatırımcının karar verme anındaki psikolojik durumudur. Kişinin psikolojisine göre aynı karara değişik zamanlarda zıt cevaplar verdiği ampirik deneylerle kanıtlanmıştır. Örneğin, yatırımcı daha önce çok miktarda zarar ettiği hisse senedinden son yatırımda kar ettiğinde, en son aklında kalan, bu hisse senedinin karlı olduğudur. Bunun verdiği cesaretle bu hisse senedine daha çok yatırım yapmaya eğilim gösterecektir. Özetle, sürecin nasıl bittiği, sürecin bütünündeki hissi etkilemektedir. Çünkü insanların hatırladıkları genellikle ağızda kalan tattır.

Yatırımcıların irrasyonel davranmalarının nedenleri, Çerçeve Etkisi (Framing effect), Kesinlik ve Sözde Kesinlik Etkisi, Statüko Yanlılığı, Yansıma Etkisi (Reflection Effect), İzolasyon Etkisi (Isolation Effect) olarak sıralanabilir. Bu kalemlerin her birisi ayrı başlıklar altında aşağıda açıklanmaktadır.

3.2.1.1 Çerçeve Etkisi (Framing effect)

Beklenen fayda teorisine göre, yatırımcılar rasyonel davranırlar ve tercihlerini değiştirmmez, dış çevreden etkilenmezler ve kazançlarını maksimize etme hedefi içindedirler. Fakat beklenti teorisine göre, yatırımcılar kazançlarını maksimize etme hedefi içinde olmakla birlikte, dış çevreden etkilenirler, yatırım tercihleri birçok faktöre bağlı olarak değişkenlik gösterebilir. Temel parametreler sabit kalmak kaydıyla, problemin bireylere aktarılış şekli ya da, kişi tarafından hangi çerçevede algılandığı soruya ilişkin cevabın büyük ölçüde değişmesine neden olmaktadır (Barak, 2006).

Beklenti teorisine göre, bir problemin bireylere sunuluşuna, bir başka ifade ile kazanç veya kayıp ifadelerinden birisinin kullanılarak ifade edilmesine bağlı olarak yatırımcının tercihleri değişmektedir. Bunun nedeni sorunun ifade ediliş şekline bağlı olarak kişilerin kazanç/kayıp algılarının değişmesidir (Kahneman ve Tversky, 1986). Buna çerçeve etkisi denilmektedir. İnsanlar, beyinlerinde meydana gelmiş olan birikimlere ve problemle karşılaşma biçimlerine göre karşılaştıkları durumları çerçevlendirmektedirler ve aynı problemin farklı ifade edililişine bağlı olarak farklı algılara bürünmekte ve sonuç olarak farklı seçenekleri tercih etmektedirler. İnsanların tercihleri dış çevreden bağımsızdır ve değişmez varsayımını temel edinen beklenen fayda teorisine göre çerçeveleme etkisi kabul edilmeyen bir durumdur (Shafir, Diamond, ve Tversky, 1997). Diğer bir ifadeyle, çerçeveleme etkisi, alternatiflerin tariflerinin rastgele değişmesinin karar tercihlerine etkisinin olmayacağını savunan beklenen fayda teorisinin bu kuralı, çerçeveleme etkisi tarafından ihlal edilmektedir.

Kahneman ve Tversky (1981) deneysel bir çalışma ile bu durumu şu şekilde ele almışlardır. Yapılan deneyde, 600 insanı öldürebileceği öngörülen bir hastalık vardır ve bu hastalıkla mücadele etmek amacıyla farklı tedavi programları geliştirilmiştir. Her bir tedavi alternatifinin sunmuş olduğu fayda ve olasılığı verilerek, deneklerden tercih yapmaları istenmiştir. Birinci Grup, 152 kişiden oluşmakta olup kendilerine aşağdaki seçenekler sunulmuştur:

Program A: Bu hastaların tümüne X ilacı verilirse 200 kişi kesinlikle kurtulacaktır ve Program B: Bu hastaların tümüne Y ilacı verilirse üçte bir ihtimalle hepsi kurtulacak, ancak üçte iki olasılıkla hepsi ölecektir.

İkinci Grup ise 155 kişiden oluşmakta olup kendilerine şu seçenekler sunulmuştur:

Program A: Bu hastaların tümüne X ilacı verilirse 400 kişi kesinlikle ölecektir ve Program B: Bu hastaların tümüne Y ilacı verilirse üçte bir ihtimalle kimse ölmeyecektir.

Birinci Grupta; Program A'nın 200 insanı kurtaracağı, Program B'nin ise 1/3 olasılıkla 600 insanı kurtaracağı ve 2/3 olasılıkla da hiç kimsenin kurtarılamayacağı anlatılmıştır. İkinci Grupta ise, Program A ile 400 insanın öleceği, Program B'nin uygulanması halinde ise 1/3 olasılıkla hiç kimsenin ölmeyeceği ve 2/3 olasılıkla da 600 kişinin öleceği anlatılmıştır. İlk gruptaki 152 katılımcının %72'si Program A'yı tercih ederken, sadece %28'i Program B'yi tercih etmiştir. İkinci gruptaki 155 katılımcının %78'i Program B'yi; sadece %22'si ise Program A'yı tercih etmiştir.

Görüldüğü gibi, her iki gruba aynı seçenekler sunulmuş olmasına rağmen, sadece sunuluş farkına bağlı olarak tercihler değişmiştir. İlk gruba problemin sunuluş şekli, kazanç üzerinden olduğu için, denekler riskten kaçınarak 200 kişinin kurtarılacağı garantili seçeneği tercih etmiştir. İkinci gruba, problem kayıp ifadesi kullanılarak aktarıldığı için, riske açık olarak garantili kayıp seçeneğine karşın riskli seçeneği tercih etmiştir. Bu durum, yukarıda tanımlanmış olan çerçeveleme etkisi ile açıklanabilir. Örnekten de anlaşılmaktadır ki, Kahneman ve Tversky (1979)'nin davranışsal finans kuramı'nda belirttiği gibi, bireyler kararlarında rasyonel davranmamakta ve seçimlik durumun sunum şekli, bireylerin problemin farklı yönlerine dikkatlerini yöneltmesine neden olmaktadır (Rabin, 1998).

Çerçevelemenin seçimlik duruma en çok bilinen etkileri kayıptan kaçınma ve azalan duyarlılıktır. Kayıpların vermiş olduğu üzüntü, kazançların vermiş olduğu memnuniyete karşın daha etkili olduğu için, kayıplara ilişkin seçime dikkat çeken bir çerçeve, o seçimlik durumu daha az çekici kılacaktır. Benzer şekilde, kayıpları görece olarak küçük göstererek azalan duyarlılığı gösteren bir çerçeve, seçimlik durumu daha çekici

kılacaktır (Rabin, 1998). Bu duruma uygun örnek yine Kahneman ve Tversky (1979)'nin çalışmasından alınmıştır;

100.000 TL servete sahip bir yatırımcı, servetini 103.000 ye çıkarabilir ya da 98.000 TL ye düşürebilir. Bu iki seçenek arasında bir tercih yapması isteniyor. Bir başka yatırımcıya aynı durum şu şekilde ifade ediliyor. 100.000 TL ile bir yatırıma girdiği ve yatırım sonucunda 3.000 TL kar veya 2.000 TL zarar edebileceği anlatılıyor. Bu iki seçenek arasında bir tercih yapması isteniyor.

Aynı seçim probleminin bu alternatif gösterimleri bireyleri farklı yanıtlara sevk edecektir. Problem, seçimler sonucunda oluşması söz konusu olan nihai servet düzeyi olarak çerçevelenirse; bireyler beklenen değeri daha büyük olan sahip riskli seçeneği tercih edecektir. Fakat aynı problem kazançlar ya da kayıplar olarak sunulursa, bireyler kayıptan kaçındığı için riskli seçeneğe karşın statükoyu tercih edecektir. 2.000 TL kaybetme ihtimali, eşit olasılıklı 3.000 TL kazanma seçeneğine kıyasla daha önemli olacaktır (Kahneman ve Tversky, 1979).

Çerçeveleme etkisinin valliğini ortaya koyan diğer bir örnek çalışma (Kahneman ve Tversky, 1984), aşağıda verilmiştir.

Problem K:

A) %25 ihtimalle \$240 kazanmak, %75 ihtimalle \$760 kaybetmek (%0 tercih)

B) %25 ihtimalle \$250 kazanmak, %75 ihtimalle \$750 kaybetmek (%100 tercih)

Yukarıda verilen K probleminde, 86 kişiden tamamı B seçeneğini tercih etmiştir.

Problem L:

C) Kesin olarak \$240 kazanmak (%84 tercih)

D) %25 ihtimalle \$1.000 kazanmak, %75 ihtimalle hiç bir şey kazanmamak (%16 tercih)

C ve D seçenekleri arasında kesin olan seçenek daha fazla tercih edilmiştir. Diğer bir ifadeyle, kazanç durumunda riskten kaçan bir tutum izlenmiştir.

E) Kesin olarak \$750 kaybetmek (%13 tercih)

F) %75 ihtimalle \$1.000 kaybetmek, %25 ihtimalle hiçbir şey kaybetmemek (%87 tercih)

E ve F seçenekleri arasında daha yüksek riskli olan seçenek çoğunluk tarafından tercih edilmiştir. Diğer bir ifadeyle, kayıp durumunda risk sever bir tutum sergilenmiştir.

Yukarıda görüldüğü üzere L probleminde; C ve F seçenekleri, D ve E seçeneklerine tercih edilmiştir. Baskın olan bu iki seçenek (C ve F) toplandığında, %75 ihtimalle \$760 kaybetmek ve %25 ihtimalle \$240 kazanmak sonucuna ulaşılmaktadır. Bu toplam problem-K'daki A seçeneğine denk olmaktadır. D ve E seçenekleri toplandığında ise, %25 ihtimalle \$250 kazanmak ve %75 ihtimalle \$750 kaybetmek sonucuna ulaşılmaktadır. Bu toplam ise Problem-K'daki B seçeneğine denktir.

Problem-L'de, C ve F seçeneklerini tercih edenlerin oranı %83 olmasına rağmen, bu seçeneklerin toplamına denk olan problem-K'daki A seçeneğini tercih eden kimse olmamıştır. Buna paralel olarak, problem-L'de, D ve E seçeneklerini tercih edenlerin oranı yalnızca %3 olmasına rağmen, bu seçeneklerin toplamına denk olan problem-K'daki B seçeneğini tercih edenlerin oranı %100 olmuştur. Kazanç ve kayıp durumlarının her ikisini kapsayan seçeneklerde, daha rasyonel karar veren bireyler, yalnızca kayıp ya da kazanç ifadelerini kapsayan seçeneklerde çerçeve etkisi kendisini göstermektedir. Bireyler, kazanç durumunda riskten kaçmakta, kayıp durumunda ise riske açık bir hale gelmektedirler.

Çerçeve etkisi özellikle olaylara dar çerçeveden bakan bireylerde daha çok görünmekte ve hata yapmalarına neden olmaktadır. Dar çerçevede karar veren bireyler, tercih anında, ayrıntılı düşünmeksizin, hızlı ve hatalı bir şekilde karar vermektedirler. Örneğin, insanların servetlerini dikkate almak yerine olaylara dar çerçeveden bakarak kayıp ve kazançlarını baz alarak karar verme eğilimi içindedirler. Oysa kayıp ve kazancın, tüm servetleri içerisindeki etkisini baz alarak karar verseler, geniş çerçeveden bakmış

olacaklar ve rasyonaliteye yaklaşarak hata yapma ihtimallerini düşürmüş olacaklardır (Kahneman ve Riepe, 1998).

Fischer ve Diğ.(2008)'nin yapmış oldukları çalışmada, geçmiş yatırımları nedeniyle kazanç veya kayıp durumlarında olan bireylerin yeni yatırım kararları almak için ihtiyaçları olan bilgileri araştırma süreçleri incelenmiştir. Geçmiş yatırımlarından kazanç elde etmiş bir yatırımcı, kayba uğramış olma durumuna kıyasla, yeni bir yatırım kararına ilişkin bilgi araştırmasında daha önyargılı ve subjektif davranmaktadır. Buna bağlı olarak, kazanç durumunda alınan kararların kalitesi ve getiriler azalabilmektedir.

Druckman (2001)'in çalışmasında, Kahneman ve Tversky'nin öne sürmüş olduğu çerçeve etkisinin varlığı ortaya koymakla beraber, daha önce yapılmış olan çalışmalardan farklı olarak, bu konuya daha farklı bir bakış açısı getirmiştir. Yaptığı deneylerle, güvenilir kaynaklardan bilgi ve tavsiyeler alındığında, çerçeveleme etkisinin azaltılabileceğini hatta tamamıyla yok edilebileceğini kanıtlamıştır. Toplumda yaşayan bireylerin karar ve tercihlerinde, aynı problemin farklı kelimelerle ifade edilmesinden kaynaklanan değişiklikler oluşuyorsa, bu durumda devlet politikasının belirlenmesinde rehber olarak halkın düşüncelerini, fikirlerini almanın doğru bir yaklaşım olmayacağını öne sürmektedir. Bununla birlikte, bireylerin tercih ve kararları rastgele değişebildiği düşüncesiyle, bu tercihleri tamamen anlamsız saymak da doğru değildir. Bu durumda insanların, tercih ve kararlarının rastgele değişmesinin önüne geçilmesi için sağlam ve kaliteli kaynaklardan bilgi sağlanarak, çerçeveleme etkisi azaltılmalı ya da ortadan kaldırılabılır. (Druckman, 2001)

3.2.1.2 Kesinlik ve Sözde Kesinlik Etkisi

Riskli seçimlerde, karar vermek zorunda kalan yatırımcılar için kesin olan seçenek, riskli olan seçeneğe göre daha çok tercih edilir ve ağırlıklandırılır. Kahneman ve Tversky (1979), bu durumu kesinlik etkisi (certainty effect) olarak tanımlanmıştır. Ayrıca bireylerin, gerçekleşmesi ihtimal dahilinde olan durumları, kesin olarak gerçekleşecek algısına kapılarak değerlendirmesine sözde kesinlik etkisi (pseudocertainty effect) olarak ifade edilmektedir. Dolayısıyla, sonuçları daha kesin

olan durumlara, daha az kesinlik içeren durumlara kıyasla fazla ağırlık verilir. Bu durum açık olarak, beklenen fayda teorisi ile çelişki oluşturmaktadır.

Yatırımcılar kazanç durumundayken, riskten kaçarken, kayıp durumunda ise risk seven bir tutum içerisinde. Kahneman ve Tversky (1979) bu etkiyi aşağıdaki örneklerle anlatmaya çalışmıştır.

A- Kişisel getiri sağlayan iki seçenektan birinin tercih edilmesi durumu:

Seçenek 1: 3000 \$ garantili getiri

Seçenek 2: %80 ihtimalle 4000 \$ kazanma durumu

B- Kişisel kayba neden olan iki seçenektan birini tercih etme durumu:

Seçenek 1: 3000 \$ garantili kayıp

Seçenek 2: %80 ihtimalle 4000 \$ kaybetme durumu

Yukarıda verilen seçeneklerden A durumunda, deneklerin %80'i 1. seçeneği; B durumunda ise %92'si 2. seçeneği tercih etmiştir. Eğer bireyler tamamen rasyonel olsaydı, her iki tercih grubunda da beklenen getirisi daha fazla olan seçeneği tercih edeceklerdi. Bu durumda, her iki gruptaki katılımcıların yarısından fazlasının beklenen fayda teorisini ihlal ettikleri saptanmıştır (Kahneman ve Tversky, 1979). İlk durumda, denekler riskten kaçınarak, daha garanti olan seçeneği tercih etmişlerdir. Fakat ikinci durumda, daha riskli olan seçenek, daha kesin olan seçeneğe tercih edilmiştir. Bu örneklerden çıkarılacak sonuç, pozitif beklentilerde, diğer bir ifadeyle kazanç seçenekleri arasında bir tercih söz konusu olduğunda, kesin olan seçenekler, olasılıklı seçeneklere tercih edilmekte ve riskten kaçınma haline neden olmaktadır. Negatif beklentilerde, bir başka ifade ile kayıp seçenekleri arasında bir tercih söz konusu ise, olasılıklı seçenekler, kesin olan seçeneklere tercih edilmekte ve risk severlik durumu oluşmaktadır. (Dursun, 1997).

3.2.1.3 Statüko Yanlılığı

Statüko yanlılığı, isminden de anlaşılacağı gibi, bireylerin içinde buldukları durumu değiştirmeye karşı direnç göstermeleri, vaziyetlerini muhafaza etme eğilimi içinde olmalarıdır. Bu konuda yapılmış olan ampirik çalışmalar bu iddiayı doğrulamaktadır. İnsanların içinde buldukları durumu muhafaza etmek istemelerinin nedeni, statükolarından vazgeçmelerinin dezavantajının, avantajına göre daha önemli olmasıdır. Satılan ile satın alınanın fiyatları arasındaki farkın nedeni de statüko yanlılığından kaynaklanmaktadır (Barak, 2006). İnsanlar sahip olduğu bir varlığı satarken, mevcut durumunun değişmesi, diğer bir ifadeyle statükosunu muhafaza edememesi nedeniyle, bu durumu telafi etmek amacıyla eldeki varlığa olması gerektiğinden daha yüksek bir fiyat biçer (Kahneman, Knetsch, ve Thaler, 1991). Buna “mülkiyet etkisi” adı verilmiştir. İnsanlar, aynı özelliklere sahip iki malı karşılaştırdıklarında, kendisine ait olan malın değerini yüksek bulmaktadırlar (Döm, 2003). Mülkiyet etkisinin sebebini psikolojik olarak açıklamak mümkündür. Sahip olunan eşyanın alış değeri olarak saptanan değerinin yanı sıra, sahibi ile aralarında oluşmuş olan bir duygusal yakınlık bu eşyanın mülkiyet etkisi ile daha yüksek fiyatlanmasıdır.

İnsanlar kayıp ve kazanç durumlarına eşit ağırlık vermezler. Kayıp durumunun bireylerde oluşturduğu etki (üzüntü, pişmanlık, rahatsızlık), kazanç durumunda oluşan etkilere (memnuniyet, mutluluk) kıyasla daha fazladır. Bu durumun doğal sonucu ise kayıptan kaçınmadır (Kahneman ve Lavallo, 1993). Örneğin, 1.000 TL kaybetme durumunda oluşan olumsuz etki, beklenmedik bir şekilde 1.000 TL kazanılması durumunda oluşan olumlu etkiden daha fazla olacaktır. Bu örnekten yola çıkarak, tümevarım yapıldığında, bireyler servetlerindeki azalışa karşı, servetlerindeki artışa kıyasla çok daha hassas olmaktadır.

3.2.1.4 Yansıma Etkisi (Reflection Effect)

Kahneman ve Tversky (1979), yansıma etkisini; kazanç durumunda, kazandıklarını kaybetmekten çekinerek riskten kaçınmak ve kayıp durumunda ise kayıplarını telafi etmek için risk sever bir tutum sergilemek olarak tanımlamıştır. İnsanlar için

kaybetmek, kazanmaya göre çok daha önemlidir. Yazarların bu konuda yapmış oldukları deneysel bir çalışma aşağıda verilmiştir. İhtimaller aynı kalmak şartıyla sadece işaretleri değişen deneylerde, bireylerin tutumunda keskin değişiklikler olmuştur. Kazanç durumunda riskten kaçan, kesin olan alternatifi seçerken, kayıp durumunda, kesin olandan uzak durarak, riskli olan seçeneği tercih etmişlerdir. Bu durum insanların kaybetmeye karşı daha hassas olduklarını kanıtlamaktadır. Söz konusu deney aşağıda detaylı olarak anlatılmaktadır;

Pozitif Deney 1: %80 ihtimalle 4.000 TL kazanmak ile kesin olarak 3.000 TL kazanmak arasında seçim yapılması seçeneğinde toplam 95 kişinin %80'i ikinci seçeneği tercih etmiş, diğer bir ifadeyle riskten kaçınmıştır.

Negatif Deney 1: %80 ihtimalle 4.000 TL kaybetmek ile kesin olarak 3.000 TL kaybetmek arasında seçim yapılması seçeneğinde toplam 92 kişinin %92'si birinci seçeneği tercih etmiş, bir başka ifadeyle riske girmiştir.

Pozitif Deney 2: %90 ihtimalle 3.000 TL kazanmak ile %45 ihtimalle 6.000 TL kazanmak arasında seçim yapılması seçeneğinde toplam 6 kişinin %86'sı birinci seçeneği tercih etmiş seçmiş, diğer bir deyişle riskten kaçınmıştır.

Negatif Deney 2: %90 ihtimalle 3.000 TL kaybetmek ile %45 ihtimalle 6.000 TL kaybetmek arasında seçim yapılması seçeneğinde toplam 6 kişinin %92'si ikinci seçeneği tercih etmiş, diğer bir ifadeyle riske girmiştir

3.2.1.5 İzolasyon Etkisi (Isolation Effect)

Bireyler, alternatiflerin değerlendirilmesini en basit düzeye indirgeyebilmek için, kendilerince anlamsız olan ve kalabalık yarattığını düşündükleri özellikleri çıkararak, değerlendirme dışında bırakırlar. Böylece alternatifler arasında sadece fark yaratan kısımları bırakmış ve problemi daha sade hale getirmiş olurlar (Kahneman ve Tversky, 1979). Bu durumda, alternatiflerin bazı kısımları çıkarıldığında, bireylerin yanlış değerlendirmeleri ve tamamıyla uygunsuz seçimler yapmaları söz konusu olabilir. Çünkü iki olasılığın genel ve öznel olarak birden fazla bileşene ayrılabilmesi durumunda, farklı ayrışmalar, farklı tercihlere neden olabilmektedir. Bu durumu

Kahneman ve Tversky (1979) izolasyon etkisi olarak tanımlamıştır. Yazarlar, aşağıda verilmiş olan deneylerden yola çıkarak söz konusu sonuca ulaşmışlardır;

Problem 1: %20 ihtimalle 4.000 TL kazanmak ile %25 ihtimalle 3.000 TL kazanmak arasında seçim yapılması deneyinde toplam 95 kişinin %65'i birinci seçeneği seçmiştir.

Problem 2: İki aşamadan oluşan bir oyunda, birinci bölümü geçemeyip hiçbir şey kazanmadan oyunun sona erme ihtimali %75 ve ikinci bölüme geçip oyuna devam etme ihtimalin ise %25 dir. İkinci bölüme geçildiğinde ise %80 ihtimalle 4.000 TL kazanmak ve kesin olarak 3.000 TL kazanmak arasında bir seçim yapılması gerekmektedir. Bu durumda hangisi seçilmiştir? İlk bölümün geçilme ihtimali %25 ise ve burada 4.000 TL kazanma ihtimali %80 ise, oyunun tamamı için 4.000 TL kazanmasının ihtimali $0,25 \times 0,80 = 0,20$ 'dir. Aynı şekilde 3.000 TL kazanmasının ihtimali $0,25 \times 1,0 = 0,25$ 'tir. Bu durumda yeni soru %20 ihtimalle 4.000 TL kazanmak ile %25 ihtimalle 3.000 TL kazanmak olmaktadır. Diğer bir ifade ile de, ilk bakışta farklı gibi dursa bile yukarıdaki Problem 1 ile birebir eş alternatiflerdir. Fakat burada %65'inin ilk seçeneği tercih etmesi beklenirken, katılımcıların %78'i ikinci seçeneği tercih etmiştir. Bunun sebebi ise ikinci oyuna geçme ihtimali olan %25'lik etki, her iki seçenekte de var olduğu için, elenmiştir. Bir başka ifadeyle, ikinci probleme, %80 ihtimalle 4.000 TL kazanmak ile kesin olarak 3.000 TL kazanmak arasında yapılan seçim olarak bakılmış ve ikinci seçenek tercih edilmiştir. Burada gözlemlenen etki izolasyon etkisidir.

3.2.2 Beklenti Teorisinin Unsurları

Beklenti teorisi; düzeltme süreci (editing phase), değer fonksiyonu (value function) ve olasılıkları ağırlıklandırma fonksiyonu (probability Weighting function) olmak üzere üç temel süreçten oluşmaktadır. (Kahneman ve Tversky, 1979) Söz konusu süreçler aşağıda detaylı olarak açıklanmaktadır.

3.2.2.1 Düzeltme Süreci (Editing Process)

Düzeltme süreci düzenleme ve değerlendirme safhaları olmak üzere iki aşamadan oluşmaktadır. İlk aşama olan düzenleme safhası, önerilen seçeneklerin birincil analizini içermektedir. Daha sonraki aşama ise en iyi alternatifin seçimidir. Düzeltme sürecinin doğru sonuçlar verebilmesi için ilk aşama olan düzenleme aşamasının verimli geçmesi önemlidir. Düzenleme safhası, aşağıda belirtilen zihinsel faaliyetleri içermektedir.

Kodlama: Daha önceden bahsedildiği gibi beklenen fayda teorisinin aksine, beklenti teorisinde, bireyler sonuçları zenginlik ve refah yerine, kayıp/kazanç olarak algılamaktadırlar. Referans noktasının üzerinde olma durumu kazanç, referans noktasının altında olma durumu ise kayıp olarak algılanmaktadır. Referans noktası ise mevcut durum, diğer bir ifadeyle elde bulunan varlıktır. Kodlama safhası referans noktasının belirlenmesi ve referans noktasından yukarı ve aşağı sapmaların kazanç ve kayıp olarak çerçevesini içermektedir. Örneğin, bir yatırımcı daha önce yaptığı yatırımları sonucunda 1.000 TL'ye sahipse, önceki yatırımlarından kar ya da zarar ettiğinden bağımsız olarak varlığı 1.000 TL'dir. Fakat bireyin alacağı yatırım kararlarında, yatırımcının önceki yatırımlarında kar veya zarar ederek nihai parasının 1.000 TL olması önemli rol oynar. Yatırımcı kar ederek 1.000 TL'ye ulaşmışsa, referans noktası 1.000 TL'nin altında olacak ve riskten kaçır bir tutum izleyecektir. Benzer yaklaşımla, yatırımcı zarar ederek 1.000 TL'ye ulaşmışsa, referans noktası 1.000 TL'nin üzerinde olacak ve risk sever bir tutum sergileyecektir.

Birleştirme: Eş olasılık ve eş getiriye sahip alternatifler birleştirilerek, problemin daha basit hale getirilmesi safhasıdır. Örneğin, %35 ihtimalle 2.000 TL, %50 ihtimalle 3.000 TL ve %15 ihtimalle 2.000 TL getiri yaratması söz konusu olan bir yatırım, birleştirilerek %50 ihtimalle 3.000 TL ve %50 ihtimalle 2.000 TL olarak sadeleştirilebilir.

Ayrıştırma: Bazı alternatiflerden risksiz kısım çıkarılarak, kalan riskli kısım için değerlendirme yapılmasına ayrıştırma denilir. Örneğin, %70 ihtimalle 5.000 TL ve %30 ihtimalle 2.000 TL getirisi olan bir yatırım, 2.000 TL ve %30 ihtimalle 3.000 TL'lik bir yatırım olarak ifade edilebilir.

İptal Etme: Alternatiflerde ortak olan değerler değerlendirme aşamasının sade olması amacıyla çıkarılabilir ve bu işleme iptal etme denir. Örneğin, (200,0.20; 100, 0.50; -50, 0.30) ve (200, 0.20; 150, 0.50; -100, 0.30) arasındaki seçim sonucunda, iptal etme sürecinden geçirilerek, (100, 0.50; -50, 0.30) ve (150, 0.50; -100, 0.30) şeklinde bir seçim olarak kısaltılabilir (Kahneman ve Tversky, 1979)

Bireylerin rasyonellikten uzaklaşarak, hatalı kararlar almasındaki en büyük etken düzeltme (editing) sürecinden kaynaklanmaktadır.. Alternatiflerin değerlendirildiği bu süreçte yukarıda bahsedildiği gibi birleştirme, ayrıştırma, iptal etme, vb gibi birçok basitleştirme işlemi yapılmaktadır ve bu basitleştirmelerin sonucu olarak bireyler rasyonellikten uzaklaşmaktadır.

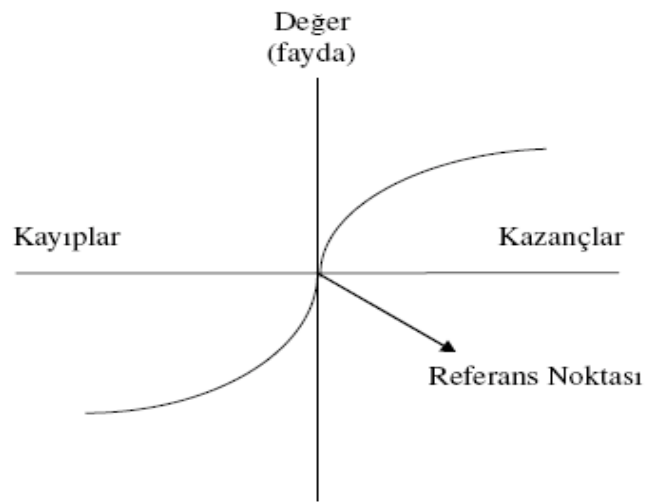
3.2.2.2 Değer Fonksiyonu (Value Function)

Beklenen fayda teorisindeki fayda fonksiyonu ile beklenti teorisindeki değer fonksiyonu aynı işleve sahip olsalar da aralarında önemli farklılıklar bulunmaktadır. Beklenen fayda teorisinde tüm zenginlik düzeyleri için fayda fonksiyonu iç bükey bir yapıya sahiptir. Yatırımcıların daha önce elde etmiş oldukları kazanç veya kayıpların, zenginlik düzeylerindeki değişimin karar tercihleri üzerinde bir etkisi yoktur. Fakat beklenti teorisindeki değer fonksiyonunda, bireyler belirli bir zenginlik düzeyini referans noktası olarak belirleyip, buna bağlı olarak karar vermektedirler (Dursun, 1997).

Finansal kararların alınmasında son derece önemli olan değer fonksiyonunun aşağıda verilen üç temel özelliği vardır (Kahneman ve Tversky, 1984);

1. Toplam servet için değil, kazanç ve kayıplar için tanımlıdır.
2. Kazanç durumunda iç bükey (konkav), kayıp durumunda ise dış bükey (konveks)'tir. Başka bir ifade ile bireylerin kazanç alanında riskten kaçındığı, kayıp alanında ise risk almaya istekli olduğu kabul edilmektedir. Bu durum yapılan deneysel çalışmalarla kanıtlanmıştır. (Şekil-3)
3. Değer fonksiyonu kayıp durumunda, kazanca kıyasla daha diktir. Bir başka ifade ile insanlar kazançlara kıyasla, kayıplara karşı daha hassastırlar.

Bu son ifade, X lira kaybetmenin, X lira kazanmaktan daha önemli olduğunu vurgulamaktadır (Kahneman ve Tversky, 1984). Benartzi ve Thaler (1995) tarafından yapılan çalışmada, yatırımcıların kayıptan kaçınma davranışı incelenmiştir. İnsanların, olası kayıpları olası kazançlara kıyasla yaklaşık iki buçuk kat daha fazla ağırlandırmaktadırlar. Kayıpların ağırlığının, kazançların ağırlığına olan oranı, Kahneman ve Tversky tarafından yapılan deneysel çalışmalarda iki olarak bulunmuştur.



Şekil-3 – Değer Fonksiyonu

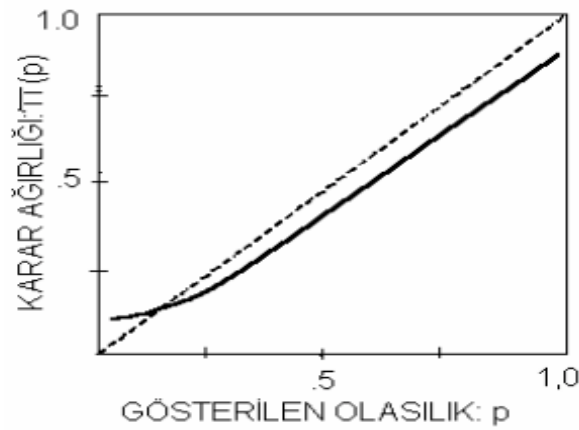
Kaynak: Kahneman ve Tversky, (1979)

3.2.2.3 Ağırlıklı Olasılık Fonksiyonu (Probability Weighting Function)

Bireylerin normal şartlar altında ve risk içeren durumlarda karar verme sürecinde algıladıkları olasılık değerleri farklıdır. Bireyler risk altında karar verirken, gerçek olasılıkları değil, kendilerine göre biraz farklılaşmış olasılıkları algırlarlar. Karar ağırlık fonksiyonu objektif olasılıkları kişilerin algılamalarına göre değiştiren bir fonksiyondur. Abaan (2002) ağırlık fonksiyonunu “Olayın olma durumunun, insan üzerinde yarattığı istekliliğin sayısal bir göstergesidir” şekilde tanımlamıştır.

Objektif olasılıkların, karar ağırlık fonksiyonuna göre değiştirilmesine bir örnek verilirse; hilesiz bir yazı tura oyununda, bir atışta turanın gelme olasılığın objektif değeri %50'dir, fakat ağırlık fonksiyonu ile değişmiş, subjektif değer %50'den küçüktür. Böyle olmakla birlikte, beklenti teorisinde karar olasılığı %50'den daha küçüktür (Bailey, 2002).

Şekil-4'de görüldüğü gibi çok düşük (0'a yakın) olasılık aralığı hariç, genel olarak, olasılığı tayin edilen karar ağırlığı [$\pi(p)$], ona karşılık gelen olasılıktan daha düşük olup, lineer olmayan bir fonksiyondur (Döm, 2003). Grafikte düz çizgi beklenen fayda teorisindeki objektif olasılıkları gösterirken, iç bükey çizgi, beklenti teorisine göre, insanların objektif olasılıkları, karar verirken nasıl değiştirdiklerini, subjektifleştirdiklerini göstermektedir.



Şekil-4 - Ağırlıklı Olasılık Fonksiyonu

Kaynak: Kahneman ve Tversky, (1979)

Kahneman ve Tversky (1984) bu kavramı bir örnekle ifade etmişlerdir. Buna göre insanlar, primlerini yüksek bulmaları sebebiyle deprem sigortası yaptırmak konusunda kararsız kalmışlardır. Bu kararsızlığı kırmak isteyen sigorta şirketi ise yeni bir teklif sunmaktadır. Yeni teklife göre, deprem sigortası haftanın yalnızca tek günlerinde geçerli olacak ve bunun karşılığında talep edilen prim tutarları yarıya düşecektir. Haftada 4 tek ve 3 çift gün olması nedeniyle ilk bakışta cazip görünen bu teklif insanların büyük çoğunluğu tarafından tercih edilmemiştir. Bunun nedeni Şekil-4'de de görülebildiği gibi, olasılığın P 'den $P/2$ 'ye düşmesinin etkisinin, $P/2$ 'den sıfıra düşmesinin etkisinden

daha az olmasındandır. Buna bağlı olarak riskin yarıya dūřürölmesine karşın, primlerin daha fazla dūřürölmesi durumunda kabul edilebilir bir seviyeye gelecektir. Bireyler düşük olasılıklara fazla ağırlık vermekte, yüksek olasılıklara ise daha az ağırlık verme eğiliminde olmaktadır. Bu konudaki deneysel çalışmalarda, fazla ağırlık vermeden az ağırlık vermeye geçiş noktasının (0.10-0.15) aralığında olduğu grölümüştür. Bu bulgudan, çok büyük bir aralıkta olasılıklara daha az ağırlık verildiği sonucuna ulaşılmaktadır. Sonuç olarak, insanların yüksek kazanç olasılığı ve düşük kaybetme olasılığına rağmen riskten kaçınma, kazanç olasılığı ve yüksek kaybetme olasılığına rağmen riske açık olma eğiliminde olduğu çıkarılabilir (Dm, 2003).

3.3 EŞİTSİZLİK TEORİSİ (INEQUITY THEORY)

Bu alışma kapsamında, hisse senedi yatırımcılarının kendi kazanç/kaybı ve diğer yatırımcıların kazanç/kaybını karşılaştırdığında, ortaya çıkan eēitsizlik, adaletsizlik algıları ölçülmeye çalışılmıştır. Bu amaçla yapılan anket çalışmasında, eēitsizlik algılarını ölçen sorular kullanılmıştır (Bkz, 4.1.6 Bağımlı Değişkenler). Bu nedenle, eēitsizlik teorisi bu bölümde detaylı olarak sunulmuştur.

Sosyal Mübadele Teorisi, davranışın temelde karşılıklılık ve ödöl beklentisiyle güdülendiği; ilişkilerde insanların bir ilişkiyi kendisi açısından taşıdığı yarar ve maliyet hesabı bazında değerlendirdiği; sosyal etkileşimin çeşitli duygusal, toplumsal ve maddi çıkarların değiş-tokuşuna dayandığı savıyla tanımlanan bir sosyal yapı modelidir. Thibaut ve Kelley (1959)'in yapmış oldukları çalışmalar bu teorinin ilişkiler (relationships) alanında en çok tanınan teorilerden birisi olmasını sağlamıştır. Öte yandan söz konusu teori, bireylerin minimum maliyet ile maksimum çıktı sağlamayı hedeflediklerini varsaymaktadır. Ayrıca ilişkilerde, her iki birey, çıktıların taraflara eēit dağıtılması yönünde eğilim göstermektedir.

İlk defa 1965 yılında Adams tarafından geliştirilen Eēitlik Teorisi ise, sosyal mübadele teorisinin varsayımlarıyla yakın varsayımlara sahip olmakla birlikte, kişilerin elde ettikleri çıktıların, ortaya koydukları girdilere olan oranıyla ilgilenmektedir. Eēitsizlik

teorisi, eşitsizlik duygusunun hangi durumlarda uyandığını, bu duygunun hangi durumlarda en yüksek ve en düşük seviyelerde seyrettiğini, azaltılması ya da tamamen ortadan kaldırılması için başvurulan yöntemlerin neler olduğunu açıklamaktadır.

Eşitsizlik teorisinden önce adalet ve adaletsizlik alguları ile ilgili iki önemli olgu açıklanacaktır. Bunlardan birincisi “göreceli yoksunluk” ve diğeri ise “üleştirilmeli adalet” kavramıdır.

a) Göreceli Yoksunluk:

Göreceli yoksunluk kavramı aşağıda verilen iki örnekle açıklanmıştır.

Lise mezunu askerlerin orduda yükselme şansları, daha düşük eğitim seviyesine sahip bireylerin yükselme şanslarından daha fazlaydı. Buna rağmen, daha düşük eğitim seviyesine sahip askerler, lise mezunu askerlere kıyasla içinde buldukları konumdan daha memnundular. Burada açık olarak görülen çelişki, lise mezunu askerlerin, bir başka ifadeyle eğitilmiş bireylerin daha yüksek istek seviyelerinin olması varsayımı ile açıklanır.

Spector (1956) tarafından yapılan bir çalışma da bu teoriyi desteklemektedir. Yazar kişilerin beklentileri yüksek olduğunda ve bir hedefe ulaşamadıklarında; beklentilerinin düşük olduğu ve bir amaca ulaşamadıkları durumlara kıyasla daha fazla mutsuz hissettikleri sonucuna ulaşmıştır. Bu durumda da yine görecelik kavramı ön plana çıkmaktadır. Örneğin, hisse senedi piyasasında, yatırımları sonucunda yüksek seviyede kazanç sağlamış bireylerin yoğun olduğu bir ortamda, benzer seviyede kazanç elde edeceği beklentisiyle yatırım yapan diğer bireyler, yatırımları sonunda daha düşük bir kazanç elde ettiklerinde adaletsizlik hisleri oluşmakta ve mutsuz hissetmektedirler. Fakat, diğer yatırımcıların durumlarından haberdar olmaksızın yatırım yapan, belli seviyede kazanç beklentisi olmayan bireyler, önceki örnekteki yatırımcılar gibi diğerlerinden daha az kazanç elde etseler dahi, adaletsizlik hissi oluşmayacak ve mutsuz olmayacaklardır.

Göreceli yoksunluk konusunda yapılan araştırmalar ve deneysel çalışmalar göz önünde bulundurulduğunda aşağıda verilen sonuçlara ulaşılmaktadır;

1. Açık memnuniyetsizlik ve diğer davranışlar direkt olarak göreceli yoksunluk kaynaklıysa, bu memnuniyetsizliğin derecesi, hissedilen adaletsizlik duygusunun derecesiyle doğru orantılıdır. Göreceli yoksunluk adaletsizlik duygularını ortaya çıkartır ve adaletsizlik duygusu memnuniyetsizlik ifadelerini tetikler.
2. Bir durumun adil olarak değerlendirilip değerlendirilmemesi nispeten beklentilere bağlıdır. Örneğin eğitim seviyesi ve iş hayatındaki statü birbiri ile ilişkilendirilir.
3. Göreceli yoksunluk ile belirtildiği gibi, beklentilerin gelişmesinde ve adalet algısının doğasında karşılaştırma süreci vardır.

b) Üleştirilmeli Adalet

Homans (1961)'a göre üleştirilmeli adalet yatırımcıların, yapmış oldukları yatırımlarına oranla elde ettikleri kardan. Kişinin yatırımları yalnızca para olarak düşünülmemelidir. Paraya ek olarak stres, risk, çaba, eğitim, deneyim, yaş, cinsiyet gibi etmenler de yatırımlar içerisinde yer almaktadır.

Aşağıda görüldüğü gibi kişiler arası eşitlik formülasyonunun pay kısmı, kişilerin net karını göstermektedir. Yatırımlarından elde ettikleri kazançlarının ve maliyetlerinin (giderlerin) farkıdır. Payda kısmı ise kişinin, toplam yatırım miktarıdır.

$$\frac{(A \text{ kişisini ödülü} - A \text{ kişisinin maliyeti}) / A \text{ Kişisinin yatırımı}}{=}$$

$$(B \text{ kişisini ödülü} - B \text{ kişisinin maliyeti}) / B \text{ Kişisinin yatırımı}$$

Yukarıda verilmiş olan eşitlik bozulduğu takdirde, bireyler adaletsizlik, eşitsizlik duygusu hissetmektedirler. Bir başka ifadeyle, bireylerin yaptıkları yatırımların, elde edilen kar ile oranlanarak karşılaştırılması adalet veya adaletsizlik hislerini uyandırmaktadır. Oranların birbirine yakın olması adalet duygusunun oluşmasını sağlarken, oranların birbirinden uzaklaşması adaletsizlik duygularını açığa çıkarır. Örneğin, benzer hisse senetlerine, eşit tutarda yatırım yapmış olan bireyler, farklı getiriler elde ederlerse ve her birisi diğerinin kazanç ve kaybından haberdar olursa, bu durumda eşitsizlik ve adaletsizlik algıları oluşacaktır. Aynı tutarda yatırım yapmış olan bireylerin, aynı miktarda kar veya zarar etmeleri eşitsizlik duygularını azaltacaktır. Bireyler, adaletsizlik içeren durumlarla karşılaştıklarında, bu adaletsizliğin kendileri

açısından avantaj ya da dezavantaj oluşturmaya bağlı olarak bir takım tepkiler gösterebilir. Örneğin, Homans (1961)'a göre “kişinin dezavantajına gelişen bir adaletsizlik varsa kişi öfke duygusu göstermektedir.” İnsanlar, adaletsiz olarak gördükleri bir durum karşısında sadece öfke ya da memnuniyetsizlik göstermekle kalmamakta, bu adaletsizliğin ortadan kaldırılması ya da azaltılması için harekete geçme eğilimi göstermektedir. Benzer hisse senetlerine, eşit miktarlarda yatırım yapmış olan bireyler örneğinde, diğerlerine kıyasla daha az kazanç veya daha fazla kayıp elde etmiş olan yatırımcı, bu eşitsizliği gidermek için daha fazla hisse senedi alım satımları yapabilir.

3.3.1 Eşitsizlik Kavramı

Sosyal mübadelenin var olduğu her durumda kişilerden birinin ya da her ikisinin de durumu eşitsizlik olarak algılama olasılığı vardır. Bireyler mübadeleye bir takım girdiler ile katılırlar ve bunun sonucunda bir dizi çıktı almayı beklerler. Eğitim, zeka seviyesi, deneyim, yetenek, yaş, cinsiyet, etnik köken, sosyal statü gibi özellikler kişinin mübadeleye katıldığı girdilerdir. Mübadele sonucunda kişiler bu girdilerine eşdeğer çıktılar almayı beklerler, bu beklenti gerçekleşmediğinde ise eşitsizlik algısı oluşur. Bir başka ifadeyle, mübadelenin diğer tarafında kişinin elde ettikleri kazanç veya kayıplar vardır ve bireyler ilişkilerde girdilerini ve çıktılarını eşitlemek ve eşit tutmak için çaba gösterir. Bireyler, girdi ve çıktılarında hareketle adaletin geçerli olduğuna karar vermek için, başkaları veya kendisinin önceki durumları ile karşılaştırma yaparlar. Eşit miktarda ve benzer yatırım araçlarına, yatırım yapmış olan bireylerin, adalet hissedebilmesi için benzer çıktılar alması, diğer bir ifadeyle yakın kazançlar sağlaması gerekliliği vardır.

3.3.2 Eşitsizliğin Teknik Tanımı

Adams (1965) çalışmasında “Eşitsizlik kişi her ne zaman kendi çıktılarının girdilerine oranını diğerlerinin çıktılarının girdilerine oranından farklı algılayorsa o zaman var olur.” ifadesini kullanmıştır. İnsanlar ilişkilerinde ya da mübadelelerinde kendi girdi ve çıktıları ile diğer kişilerin girdi ve çıktıları karşılaştırır, eğer bu karşılaştırmalarda

orantısızlık algılanırsa, bu durum eşitsizlik olarak ifade edilir. Ayrıca bu durum kişi ve diğer kişi arasında gerçekleşirken, kişi ve diğer kişi bir üçüncü kişi ile iletişim içerisinde olduğunda da gerçekleşir.

Çıktı (outcome) kelimesiyle anlatılmak istenen yatırımlardan elde edilen kazanç veya kayıplardır. Girdi (input) ise kişinin yapmış olduğu yatırım miktarı olarak tanımlanabilir. Girdi ve çıktılardaki orantısızlık yalnızca kişinin dezavantajına olabileceği gibi avantajına da olabilir. İkili ilişkilerde, kişinin avantajına olan adaletsizlik, diğer tarafın dezavantajına ve kişinin dezavantajına olan durum karşı tarafın avantajıdır. Bireyler, ortamda bir adaletsizlik söz konusu olduğunda, kendisinin avantajlı ya da dezavantajlı olmasına bakmaksızın eşitsizlik hissetmektedirler.

3.3.3 Eşitsizliğin Sonuçları

İnsanlar arasındaki ilişkilerde eşitsizlik algısının ortaya çıkması, memnuniyetsizlik, kızgınlık, suçluluk ve gerginlik gibi bir takım olumsuz sonuçlar doğurur. Bu olumsuz duyguların oluşması, bireyleri var olan bu eşitsizliği yok etmek ya da azaltmak için harekete geçmeye motive eder. Bir başka ifadeyle, kişi eşitliği sağlamaya veya azaltmaya çalışarak bu olumsuz duygulardan kurtulmayı ister. Bu çabada kişinin motivasyon seviyesinin, yaşanan eşitsizliğin şiddeti ile doğru orantılı olduğu Adams (1965) tarafından öne sürülmüştür. Sarah ve William (2007)'a göre ise bireyler eşitsizlik hissettiklerinde her ne kadar bu eşitsizliği gidermek eğilimi gösterseler de, bu konudaki hassasiyetleri eşitsizliğin seviyesine göre değişiklik göstermektedir. Örneğin, bir piyasada, birbirine rakip 3 yatırımcının mevcut olduğu ve her birinin eşit miktarda para ile yatırım yaptığı varsayımı üzerine, 1. yatırımcı 100 TL, 2. yatırımcı 90 TL ve 3. yatırımcı 80 TL kazanç elde etmişlerdir. Bu durumda 3. yatırımcı 2. ve 1. yatırımcının kazanç durumlarını baz alarak eşitsizlik hissetmektedir. Bu üç yatırımcının daha sonraki yatırımlarında, 3. yatırımcının kazancı sabit kalmış, 1. ve 2. yatırımcıların ise 5 TL'si azalmıştır. 3. yatırımcının kazancına daha yakın olan 2. yatırımcının 5 TL kaybetmesi, 1. yatırımcının 5 TL kaybetmesine kıyasla, eşitsizlik algısının azalmasına daha fazla etki edecektir. Yazarlar bu durumu azalan duyarlılık (diminishing sensitivity) olarak isimlendirmişlerdir. Dolayısıyla, bireylerin hissettiği adaletsizliğin şiddeti eşitsizliğe

konu olan farkın miktarı ile doğru orantılı değildir. Eşitsizlik seviyesinin artması önce adaletsizlik algısını çok artırırken, daha sonra eşitsizlik seviyesinin daha fazla artması, adaletsizlik hislerini daha az artırmaktadır. Bu durum ilerleyen bölümlerde (4.2 Verilerin Analizi, Bulgular ve Tartışma) bahsedilmiş olan 10 senaryo olarak uygulanan anketin, (1-2); (4-5); (6-7); (9-10) senaryoları arasında anlamlı farkların bulunamaması ve bu nedenle senaryoların birleştirilerek 6 senaryoya indirgenmiş olmasının nedeni olarak gösterilebilir.

Bellemare ve Diğ. (2008)'nin yapmış olduğu çalışmaya göre, aynı seviyedeki eşitsizliğin, bireyler tarafından algılanışı ve bu eşitsizliğin ortadan kaldırılması amacıyla yapılan eylemler toplumda homojen olmamaktadır. Örneğin, daha genç ve eğitim seviyesi daha yüksek olan bireyler, diğer bireylere kıyasla eşitsizlikten daha az çekinmekte ve eşitsizliği ortadan kaldırmak için daha az çaba sarf etmektedirler. İnsanlar eşitsizliği ortadan kaldırmak veya azaltmak amacıyla aşağıda verilen muhtemel eylemleri yaparlar.

- a) Girdilerini Değiştirebilirler: Eşitsizliğin kişinin avantajına ya da dezavantajına olmasına göre kişi girdisini azaltır ya da artırır. Bu durum kişinin eşitsizliğin temel nedenini nasıl algıladığına bağlıdır. İnsanlarda, eşitsizliği daha büyük çıktılar alınması yönünde azaltmaya karşı bir eğilim vardır. Örneğin, bir yatırımcı diğerlerine kıyasla daha az kazanç elde ediyorsa, daha saldırgan davranıp, yatırım miktarını artırarak eşitliği sağlamaya çalışmaktadır.
- b) Çıktılarını Değiştirebilirler: Kişi eşitsizliğin avantajına ya da dezavantajına olmasına bağlı olarak çıktısında değişiklik yapabilir. Önceki paragraftaki örnekteki yatırımcı, eşitliği sağlamak için, yatırım miktarını değiştirmeksizin, elinde bulunan miktarı, daha çok kazandırması muhtemel yatırım araçlarında kullanma eğilimi gösterir.
- c) Girdi ve Çıktı'larını Kavramsal (Bilişsel) Açıdan Değiştirebilirler: Kişiler eşitsizlik duygularını azaltmak için girdi ve çıktılara verdikleri önemde algısal açıdan değişiklik yapabilirler. Örneğin, borsaya, dövize ve altına eşit miktarlarda yatırım yapmış olan 3 bireyden, döviz ve altına yatıran birinci ve ikinci birey kazanç sağlarken, borsaya yatırım yapan üçüncü birey kayba uğramıştır. Bu durumda üçüncü birey, dezavantajlı bir adaletsizlik hissedecektir. Üçüncü yatırımcı, bu adaletsizliği ortadan kaldırmak için, reel girdi ve çıktılarında değişiklik yerine, bunlar üzerinde bilişsel

olarak değişiklikler yapabilir. Örneğin, borsanın yakın gelecekte çok daha fazla kazandıracağına ilişkin inançlar geliştirir ve bu eşitsizliğin ortadan kalkacağına inanır. Bir başka ifadeyle, reel olarak sağlayamadığı eşitliği, psikolojik olarak sağlamaya çalışır.

d) Ortamdan ayrılabilirler: Eşitsizlikle baş etmede kullanılan oldukça radikal yöntemlerden birisi ortamdan ayrılmaktır. Eşitsizliğin şiddetli olduğu ya da eşitsizliği gidermek için başka yöntemler olmadığı durumlarda bu yöntem uygulanabilmektedir. Bu duruma uygun örnek, eşitsizlik hisseden bir yatırımcının yatırımdan çıkmasıdır.

e) Diğerlerini Etkilemeye Çalışabilirler: Eşitsizlik durumunda, insanlar diğer insanların girdi ve çıktılarını değiştirmeye çalışabilir ya da insanları ortamdan ayrılmaya zorlayabilir. Değişiklik gerçek veya algısal da olsa, diğer kişilerin girdi ve çıktılarında istenen değişiklik kişinin kendi girdi ve çıktıları ile zıt yönlüdür. Fakat önemli bir husus da, diğer kişilerin algılarını değiştirmenin kişinin kendi algılarını değiştirmesinden daha zor olduğudur. Örneğin, bir yatırımcı, diğer yatırımcıya kıyasla daha az kazanç sağlamış ise, bu eşitsizliği ortadan kaldırmak için, diğer yatırımcının yatırımdan çıkması yönünde eylemler yapabilir. Bunun dışında, eşitliğin tekrar sağlanabilmesi için, diğer yatırımcının dezavantajına olacak yatırım önerilerinde bulunabilir.

f) Kendilerini Karşılaştırdığı Nesneyi Değiştirebilirler: Bu yöntemin uygulanabilmesi için iki kişi yetersiz olup üçüncü kişinin var olması gerekmektedir. Kişi eşitsizlik algısına neden olan bir durumla karşılaştığında, bu duygudan kurtulmak veya bu duyguyu azaltmak için kendisini karşılaştırdığı kişiyi değiştirip başka bireylerle karşılaştırma yapmaya yönelebilir. Bu yöntemin uygulanabilmesi güçtür, çünkü özellikle de kişi, kendisini bu şahıs ile uzun zamandır karşılaştırıyorsa, bundan vazgeçmesi kolay olmamaktadır. Kişi kendisini bir ya da daha fazla açıdan karşılaştırma yaptığı kişi ile karşılaştırılmaz yapma ihtiyacı duyabilir. Bir başka ifadeyle karşılaştırdığı kişinin ya da kendisinin artık farklı gruplara ait olduklarını iddia edebilir. Artık karşılaştırma yapılabilecek ortak yönleri olmadığını öne sürebilir. Örneğin, benzer menkul kıymetlere birlikte yatırım yapan iki bireyden, birincisi temel ve teknik analiz yöntemlerini kullanarak yatırım kararlarını verdiği için sistematik olarak, ikinci bireyden daha fazla kazanç sağlamaktadır. Bu durum karşısında adaletsizlik hisseden ikinci birey, yukarıda verilen yöntemleri uygulayarak mevcut eşitsizliği ortadan kaldıramıyorsa, son yöntem olarak, kendisini birinci birey ile karşılaştırmaktan

vazgeçer. Kendisini karşılaştırabileceği, adaletsizlik hissetmeyeceği bireyler arar. Fakat daha öncede belirtildiği gibi bunu başarmak oldukça güçtür.

Loewenstein, Thompson ve Bazerman (1989)'ın yapmış olduğu çalışmaya göre, 2 kişi arasında tarafsız ya da pozitif bir ilişki mevcutsa, bu kişiler eşit durumda olmayı, avantajlı durumda olmaya tercih etmektedirler. Fakat eşitsizlik durumlarından birisini tercih etmek zorunda kalırlarsa avantajlı durumda oldukları eşitsizliği, dezavantajlı duruma göre tercih etmektedirler. Kişiler arasındaki ilişkinin boyutu pozitiften negatife doğru kaydıkça, kişilerde bencillik artmakta ve diğerlerinin durumlarından bağımsız olarak kendi kazanç/kayıpları ile ilgilenmektedirler. Diğerlerine karşı olan ilgisizlikleri, avantajlı eşitsizlik veya eşitlik durumlarında geçerli olurken, dezavantajlı eşitsizlik için geçerliliğini yitirmektedir.

De Dreu, Lualhati ve McCusker (1994), yatırımcıların kendi kazanç/kayıpları ve diğer yatırımcıların kazanç/kayıpları arasındaki farklar nedeniyle oluşan hislerini araştırmıştır. Bu hislerin oluşmasında önemli etkenlerden bir tanesinin de ilişkinin boyutu olduğunu öne sürerek, ilişkinin işbirlikçi (cooperative) bir ilişki olması veya olmaması durumlarında bireylerde oluşan adalet hisleri arasındaki farklar ölçülmeye çalışılmıştır. Çalışmadan çıkan sonuç, eşitsizlik teorisine uygun olarak, bireyler kazanç durumundayken, diğerleriyle eşit durumda olmayı, onlara göre avantajlı durumda olmaya tercih etmiştir. Avantajlı durumda olmayı da, diğerlerine karşı dezavantajlı durumda olmaya tercih etmiştir. Burada vurgulanması gereken nokta, ilişkinin işbirlikçi olduğu senaryo için bu sonuçlar elde edilmiştir. Yazarların çalışmalarında çıkan çarpıcı sonuçlardan birisi de, kayıpta olduğunu düşünen bireyler, kendi kayıpları ile diğerlerinin kazanç/kayıp durumları arasındaki farklara karşı, kazanç durumunda olduğundan daha az hassastır. Kayıpta olan bireyler yalnızca kendi kayıplarını minimize etmeye çalışırken, diğerlerinin kazanç/kayıplarıyla daha az ilgilenmektedirler. Oysa bireyler kazanç durumundayken, kazançlarını maksimize etmek yerine, adaletli bir kazanç olmasını tercih ederler ve adaleti ölçebilmek için kendi kazanç/kayıplarını diğer yatırımcıların kazanç/kayıplarıyla karşılaştırırlar.

Eşitsizlik Teorisi ile uyumlu sonuçlar alan bir başka çalışma da Messiek ve Sentis (1985) tarafından yapılmıştır. Bu çalışmada, işyerindeki mevcut pozisyonları ve

aldıkları ücretler konusunda çalışanların, kendilerini ve diğerlerini değerlendirmelerini istemiştir. Eşit girdi sağladıklarını düşündüklerinde, bireyler eşit ücret almayı tercih etmişlerdir. Eşitliğin mümkün olmadığı durumlarda ise, diğerlerine göre avantajlı olan bir eşitsizliği, dezavantajlı olana tercih etmişlerdir. Konu bu çalışmanın alanına giren hisse senedi yatırımları açısından düşünüldüğünde, aynı koşullarda benzer hisse senetlerine yatırım yapmış olan yatırımcıların eşit seviyede kazancı, daha fazla kazanca tercih etmeleri, eşitliğin sağlanmasının mümkün olmadığı durumlarda, avantajlı eşitsizliği, avantajsız eşitsizliğe tercih etmeleri örnek olarak gösterilebilir. Benzer sonuçlar elde edilmiş bir başka çalışma ise Walster ve Bercheid (1978) tarafından yapılmıştır. Söz konusu çalışmaya göre, birbirleriyle olumlu bir ilişki içerisinde olan yatırımcılar, diğer yatırımcılarla eşit kazanç elde etmek istemektedirler. Fakat olumsuz ilişki içerisinde olan yatırımcılar, diğerlerine göre avantajlı eşitsizliği tercih ederken, diğer tarafın daha avantajlı olduğu bir eşitsizlik durumunun oluşmasından şiddetle kaçınmaktadırlar.

Sonuç

İnsanlar, sadece kendileri haksız bir duruma düştüklerinde eşitsizlik duygusunu yaşamazlar. Kendisini karşılaştırdığı grup, kendisi ile eşit girdilere sahip olmasına rağmen kendisinden daha kötü bir pozisyondaydı, bu kişilere karşı da eşitsizlik duygusu hissedebilir. Fakat kişinin eşitsizliği algılama eşiği kişi fazla ödüllendirildiğinde, az ödüllendirildiği durumlara göre daha yüksektir. Bu hipotez çalışmaya temel oluşturması bakımından önemlidir. Bu nedenle hipotezi daha detaylı incelemekte fayda vardır.

m: İnsanların kendilerinin dezavantajına ve başkalarının avantajına olacak bir adaletsizlikle karşılaştıkları durum. Bu duruma örnek, benzer yatırım araçlarına eşit tutarlarda yatırım yapmış olan yatırımcılardan birisinin diğerlerine kıyasla çok daha az kazanç elde etmesidir.

n: İnsanların kendilerinin avantajına ve başkalarının dezavantajına neden olacak bir adaletsizlikle karşılaştıkları durum. Bu duruma örnek, benzer yatırım araçlarına eşit tutarlarda yatırım yapmış olan yatırımcılardan birisinin diğerlerine kıyasla çok daha fazla kazanç elde etmesidir.

Adams (1965)'e göre insanların (m) durumlarında eşitsizliği algılama eşik değeri, (n) durumdaki eşik değerinden daha düşüktür. Bir başka ifadeyle insanlar (m) durumuna karşı, (n) durumuna olduklarından daha hassastırlar. Bireyler kendilerine yapılan küçük dereceli adaletsizlikleri dahi önemseyip, bu adaletsizliği ortadan kaldırmak ya da azaltmak eğilimi içerisine girerler. Fakat diğer insanların haksızlığa uğradığı ve kendisinin avantaj elde ettiği durumlarda ilk durumda olduğu kadar hassas davranmazlar. Eşitsizliğin derecesi yükselmediği sürece, bunun bir adaletsizlik olduğunu düşünmezler. Örneğin benzer hisse senetlerine eşit tutarlarda yatırım yapmış olan insanlardan, birisi diğer yatırımcılara kıyasla daha fazla getiri sağlamış olduğunda, getiriler arasındaki fark çok büyük olmadığı sürece adaletsizlik hissetmemektedir. Fakat diğerlerine kıyasla daha az getiri sağlamış olan yatırımcı, getiriler arasındaki fark çok az dahi olsa adaletsizlik hissetmekte ve bu adaletsizliği ortadan kaldırmak eğilimi göstermektedir.

Daha önce bahsedildiği gibi eşitsizlik teorisinin temelinde “karşılaştırma” vardır. İnsanlarda eşitsizlik algısı, ancak kendilerini, başkalarıyla karşılaştırdıklarında ortaya çıkar. İnsanların finansal davranışlarında hislerin ve bir takım psikolojik algıların etkisini sınıadığımız bu çalışmada, karşılaştırma ve buna bağlı olarak oluşan hislerin önemi büyüktür. Dolayısıyla, bir sonraki başlıkta Leon Festinger (1957) tarafından ortaya atılmış Sosyal Karşılaştırma Teorisi işlenecektir.

3.4 SOSYAL KARŞILAŞTIRMA TEORİSİ (SOCIAL COMPARİSON THEORY)

İnsanlarda birbirine zıt yönlü olan iki eğilim vardır. Bunlardan birincisi, bireyler, diğer insanlardan daha düşük seviyede olmak istemezler, en kötü ihtimalle onlara benzer olmak isterler. Buna zıt olan ikinci eğilim ise, kişiler diğer insanlardan farklı olmak, bir bakıma onlardan üstün olmak isterler. Birbirinin zıttı olan her iki eğilimi gerçekleştirmek için bireyler kendilerini diğer insanlarla karşılaştırırlar. Bireylerin, kendilerini başkalarıyla karşılaştırması isteğe bağlı olmayabilir, otomatik olarak hatta zorunlu gerçekleşebilir. Bu konuda yıllardır süregelen tartışmalar devam etmektedir (Bilgin, 2007).

Festinger (1954), ilk defa “sosyal karşılaştırma” ifadesini kullanmış ve bu konuda sistematik bir teori geliştirmiş olsa da, bu konu çok daha öncesinden beri gündeme dolaşmıştır. Örneğin, Platon, kişinin kendisini mutlak standartlarla karşılaştırması ve kendini tanıması, anlamasından bahsetmiştir. Komünizmin kurucusu olan Karl Marx, sosyal karşılaştırmanın önemine deyinerek, bunu şu çarpıcı cümlelerle açıklamıştır. “Bir ev küçük ya da büyük olabilir, etraftaki evler aynı büyüklükte ise, bu küçük ev tüm sosyal ihtiyaçlara cevap verebilecek kadar büyük bir meskendir. Fakat, bu küçük evin yanına bir saray yapılırsa, burası artık küçük bir ev değil, ufak bir kulübedir” (Suls ve Wheeler, 2000).

Festinger (1954)’e göre insanlarda düşünce ve yeteneklerini değerlendirmeye yönelik içgüdüsel bir eğilim vardır. İnsanlar bunu yaparken, yanlış değerlendirmelerde bulunmamak amacıyla objektif standartlar ararlar. Bir başka deyişle öncelikle fiziksel standartlar aranır. Fakat kesin ve objektif ölçütler her zaman sağlanamayabilir. Bu gibi durumlarda ise, bireyler, kendi düşünce ve yeteneklerini başka bireylerin düşünce ve yetenekleriyle karşılaştırarak değerlendirme için gerekli ölçütü elde etmiş olurlar. Bu sürece sosyal karşılaştırma süreci denir (Teközel, 2007).

3.4.1 Festinger’in Sosyal Karşılaştırma Kuramı ve Değerlendirilmesi

Festinger Sosyal Karşılaştırma kuramını, 1950 yılında ortaya koymuş olduğu “Enformel Sosyal İletişim” (Informal Social Communication) kuramının devamı şeklinde oluşturmuştur. Enformel sosyal iletişim kuramının ne üzerine yazılmış olduğunu kısaca özetlenecek olunursa, düşünceler (opinions) açısından grup içindeki tekbiçimlilik (uniformity) baskısı olgusunu anlamaya çalışan ve bunun birey ve grup açısından saklı anlamları tartışan bir kuramsal yaklaşımdır. Festinger, bu kuramla şu sorulara yanıt aramıştır: Düşünceler açısından grup içini homojenize eden faktörler nelerdir? Tekbiçimlilik hangi grup içi süreçler vasıtasıyla yaşama geçirilmektedir? Söz konusu süreçlere etki eden (arttıran veya azaltan) sosyal durumlar nelerdir? vs. Ona göre grup içinde, grup üyelerinin özellikle grup için önemli olan konularda benzer kanaatlere sahip olması yönünde bir sosyal baskı mekanizması mevcuttur ve grup, kendi içerisindeki düşünce farklılıklarını iletişim yoluyla ortadan kaldırmaya yönelir (Teközel, 2000). Enformel sosyal iletişim kuramı özet olarak sosyal gruplardaki “düşünce”nin

nasıl etkilendiğini ve nasıl şekillendiğini anlamaya çalışmıştır. Sosyal karşılaştırma kuramı ise buna ek olarak yeteneklerle ilgilenmiştir.

Festinger (1954)'in sosyal karşılaştırma teorisini ortaya koyarken temel aldığı önermeler kısaca özetlenecek olunursa; “Bireyler görüş ve yeteneklerini değerlendirirken diğer insanların görüş ve yetenekleri ile karşılaştırırlar”, “yalnızca objektif ölçütlerle değerlendirme yapmanın mümkün olmadığı durumlarda sosyal karşılaştırmalara yönelirler”, “yeteneklerin karşılaştırılması yukarı doğru ve tek yönlüdür” ve “karşılaştırma yapmak için kendilerine benzer olanları ararlar.” Başka bir ifadeyle insanlar kendini değerlendirme, geliştirme ve benlik değerini arttırma gibi motivasyonlarla kendilerini diğer bireylerle karşılaştırma eğilimi içine girmektedir (Bilgin, 2007).

Festinger (1954)'e göre bireyler kendi durumları, performansları ile ilgili bir yargıya varabilmek için, düşünce ve yeteneklerini değerlendirmek isterler. Bu değerlendirme isteği tüm insanlar açısından bir ihtiyaçtır. Bireylerin kendilerini değerlendirmeleri için kullanabileceği objektif standartlar mevcut değilse, bu ihtiyaç ancak bireylerin kendilerini diğer insanlar ile karşılaştırması ile karşılanabilir. Bireyler, bu karşılaştırmayı kendilerine en yakın özelliklere sahip insanlar ile yapmaktadır. Bu teori çalışmanın asıl konusu olan finans alanında düşünüldüğünde, benzer hisse senetlerine yatırım yapan bireyler, kazanç veya kayıplarının mutlak değerleriyle ilgilenseler bile çevrelerindeki ilgilendikleri diğer yatırımcıların durumlarını öğrenmek ve kendi durumları ile karşılaştırmak isterler. Bu karşılaştırmadan, yatırımlarının performansı konusunda daha gerçekçi değerlendirme yapma şansına sahip olurlar.

Sosyal karşılaştırma kuramı üzerine teorisyenler (Wheller, Hakmiller, Wills, Goethals ve Darley, Alicke, Wood, Gibbons vb.) birçok çalışmaya imza atmış, teoriyi geliştirmiş ve yenilemişlerdir. Günümüzde Festinger'in yaklaşımları teorisyenleri çok tatmin etmemekle birlikte, aşağıda bahsedilen bazı konular üzerinde yoğun eleştiriler almaktadır. Bunlardan en önemli ikisi; sosyal karşılaştırmadan isteğe bağlı olması ve objektif ölçütler olmaması durumunda sosyal karşılaştırmaya başvurulmasıdır.

Sosyal karşılaştırmaların her zaman isteğe bağlı bir süreç olmayıp, otomatik olarak gerçekleşebileceği yapılan çalışmalar sonucu ortaya koyulmuştur (Goethals ve Darley,

1987). İstemsiz olarak gerçekleşen bu karşılaştırma eğiliminin sebebi, bireylerin yaşadığı çevreden etkilenmesinin doğal bir sonucudur. Örneğin, piyasada yatırım yapan insanlar, yalnızca kendi çıktıkları ile ilgilenmek yerine, kendi durumları ile diğer yatırımcıların durumlarını karşılaştırma eğilimi içindedir. Bunu isteğe bağlı olarak yapmaz, aksine bu durum otomatik olarak gerçekleşir.

Teorisyenlerine göre, bireyler kendi düşünce ve yeteneklerini değerlendirmek amacıyla referans alacağı objektif ve fiziksel standartlara sahip olsa bile, kendilerini diğer insanlarla karşılaştırmaktadırlar (Wood ve Wilson, 2003), (Klein, 1997), (Goethals ve Darley, 1987). Wood ve Wilson (2003)'un ortaya koymuş oldukları çalışmada, bireylerin kendilerini değerlendirebilmek, kendileri hakkında bir kanıya varabilmek için öncelikli olarak fiziksel, objektif standartları değil, aksine, sosyal karşılaştırmayı tercih ettiklerini öne sürmüşlerdir. Bunun sebebini, insanların sosyal karşılaştırma yoluyla elde ettikleri bilgileri daha çok önemsedikleri ve yine sosyal karşılaştırma enformasyonunun bireyler üzerinde daha etkili olduğu şeklinde açıklamışlardır. Bu açıklamaya uygun bir örneğe göre, yatırımcılar, yatırımlarından elde ettikleri kazanç veya kayıpları mutlak değer olarak değerlendirirler de, bundan daha çok önemsedikleri bilgi, çevrelerindeki diğer yatırımcıların kazanç/kayıp durumlarıdır. Kendi durumlarını, diğer yatırımcıların kazanç/kayıp durumlarıyla karşılaştırır ve nispi bir performans değerlendirmesi yaparlar.

3.4.2 Sosyal Karşılaştırmayı Etkileyen Faktörler

Brickman ve Bulman (1977)'a göre sosyal karşılaştırmalar sosyal etkileşimin kaçınılmaz bir ögesidir. Yine bu iki teorisyene göre, Festinger (1954)'in sosyal karşılaştırmaya sebep olan gerekçeleri konusunda bakış açısı dardır. Festinger (1954) bireylerin kendilerini yalnızca 'düşünce ve yeteneklerin açısından değerlendirebilmek, bir kanıya varabilmek için ve yine yalnızca fiziksel standartlar mevcut olmadığında sosyal karşılaştırmalara başvurduğunu iddia ederken, günümüzde bireylerin çok daha geniş ve çeşitli boyutları kapsayan konularda sosyal karşılaştırmalar yaptıkları bilinmektedir (Klein, 1997).

Sosyal karşılaştırma bireylerin içinde buldukları durumlara ve yaşadıkları olaylara göre gerçekleşen bir etkinliktir. Sosyal karşılaştırma etkinliğinin gerçekleşmesinde çeşitli motivasyonlar ve amaçlar vardır. Festinger (1954)'in öne sürdüğünün tersine, bireylerin sadece düşünce ve yetenekleri açısından bir kanıya varmak için değil, ihtiyaca göre beliren farklı nedenlerle karşılaştırmalara girebileceği kabul edilmektedir. Bireylerin sosyal karşılaştırma yapma eğilimleri 4 kategoriye ayrılmaktadır. Bunlar, kendini değerlendirme (self-evaluation) ihtiyacı, kendini geliştirme (self-improvement) ihtiyacı, benliğini güçlendirme (self-enhancement) veya benliğini olumlu görme ihtiyacı, ilişki kurma (affiliation) ihtiyacıdır (Taylor, Wayment, ve Carillo, 1996).

3.4.2.1 Kendini Değerlendirme İhtiyacı

Festinger (1954), insanların düşünce ve yeteneklerini değerlendirebilmek amacıyla, diğer insanların düşünce ve yetenekleriyle karşılaştırma ihtiyacı duyduğunu belirtmiştir. Bireyin bu ihtiyacını en iyi ve doğru şekilde karşılayabilmesi için, kendisine benzer kişilerle karşılaştırma yapması gerekmektedir. Çünkü amacın “kendisini değerlendirmek” olduğu durumda, bu amaca hizmet edecek en iyi bilgiyi türetecek olan karşılaştırma, kendisine benzer olan insanlarla yaptığı karşılaştırmadır. Bu konuda çalışma yapan başka araştırmacılar ise, bireyler karşılaştırma yapacağı konu üzerindeki bilgi düzeyine, konuya aşinalık durumuna göre benzer ya da farklı insanlarla karşılaştırma yapmayı tercih eder. Aşına olmadıkları bir konuda üzerinde karşılaştırma yapmak için kendilerinden farklı insanları tercih ederken, aşına oldukları konu üzerinde karşılaştırma yaparken kendilerine benzer olan insanları tercih edeceklerdir (Bilgin, 2007). Konu, piyasada yatırım yapan insanlar örneği üzerinden özetlenirse; altın piyasasında ve hisse senedi piyasasında yatırım yapan 2 grup vardır. Bu gruplarda yer alan yatırımcılar, yatırımlarından elde ettikleri çıktıları daha gerçekçi değerlendirebilmek amacıyla, kendilerini buldukları grup içindeki yatırımcılarla karşılaştırırlar. Fakat yatırımcıların kendilerini, diğer gruptaki, farklı bir araca yatırım yapan bireylerle karşılaştırdığındaki amacı, diğer yatırım aracının performansını gözlemlemek ve bu araçla ilgili bilgi sahibi olmaktır. Diğer bir ifadeyle, yatırımcı, aşına olmadığı bir alan konusunda bilgi sahibi olmak amacıyla, kendilerine benzer olmayan, farklı insanlarla karşılaştırma yapmaktadırlar.

3.4.2.2 Kendini Geliştirme İhtiyacı

Bireyler, kendi durumlarını değerlendirip, geliştirmek için düşünce ve yeteneklerini diğer insanlarla karşılaştırırlar. Bu ihtiyaç karşısında yapılan karşılaştırmalar yukarı yönlüdür. Bir başka ifadeyle, bireyler “kendilerini geliştirmek” amacıyla karşılaştırma yapıyorlarsa, kendilerinden daha iyi, daha üstün veya daha başarılı olan insanlarla karşılaştırma eğilimi içerisinde olurlar. Örneğin, yatırımlarından kazanç sağlayan bireyler, mutlak kazanç ile yetinmeyip, kendi kazançlarını, daha fazla kazanan yatırımcılar ile karşılaştırırlar ve onların kazanç seviyelerini referans noktası olarak, o seviyelere gelmek yönünde çaba gösterirler.

3.4.2.3 Benliğini Güçlendirme İhtiyacı

Bireyler, kendilerini daha iyi hissetmek için, diğer insanlarla karşılaştırmalara ihtiyaç duyarlar. İnsanlar kendilerini daha iyi hissedebilmek için, aşağı yönlü karşılaştırmaya yönelirler. Kişi, kendisinden daha kötü durumda olan, daha başarısız, daha şanssız, daha yeteneksiz kişilerle karşılaştırarak, kendini daha iyi hissetmeye çalışır. Benlik saygısı, özgüveni yüksek olan bireyler bir başarısızlık durumunda, başarılı oldukları başka konuları düşünerek kendilerini iyi hissetmeye çalışmaktadırlar. Benlik saygısı, özgüveni düşük olan bireyler ise bu eksiklikle başa çıkabilmek için aşağı yönlü sosyal karşılaştırma yaparlar. Kısacası insanlar kendi benlik değerlerini yüceltmek için sosyal karşılaştırmalar yaparlar. Örneğin, yatırımlarından kayba uğramış olan bireyler, özgüvenlerini kaybetmemek, kendilerini başarısız hissetmemek için, kendisinden daha fazla kayba uğramış olan diğer yatırımcıları bulmaya çalışır. Diğer bir ifadeyle, aşağı yönlü karşılaştırma yaparak, kendi durumunu nispi olarak iyi görmeye çalışır.

3.4.2.4 İlişki kurma İhtiyacı

İnsanlar kendileri ile aynı kaderi paylaşan diğer insanlarla sosyal karşılaştırmalara girmek isterler. Çünkü bu insanlar duygusal birikimlerini diğer insanlarla karşılaştırmak ve değerlendirmek isterler. Bireylerin diğer insanlarla ortak bir kadere sahip olmaları, rahatlatıcı bir psikoloji olup, bireyler bu insanlara karşı bir bağlılık geliştirme eğilimi

göstermektedirler (Teközel, 2007). Burada, önceki başlık olan “Benliğini Güçlendirme İhtiyacı”ndaki örnek yinelenabilir. Yatırımlarından kayba uğramış bireyler, psikolojik olarak rahatlamak amacıyla, kendisi ile benzer sonuçları almış, kayba uğramış insanlarla kendilerini karşılaştırmak isterler.

3.5 BİREYCI (INDIVIDUALIST) VE KOLEKTİF (COLLECTIVIST) KÜLTÜRLER

Kültür, en geniş anlamıyla toplumun yaşam biçimi olarak tanımlanmakta ve doğuştan gelen biyolojik kalımdan farklı olarak, kültürün toplumsal bir kalıtım olduğu öne sürülmektedir. Kültür insanların meydana getirdiği bir olgu olmasının yanında, kültür de insanı yaratmaktadır. Dolayısıyla insan ve kültür arasında çift yönlü bir etkileşim söz konusudur.

İnsanların bireysel tercih ve tutumlarındaki farklılaşmaların anlaşılabilmesi için kültürel değerler olan kolektivist ve bireyci tutumlar incelenmiştir. Bireycilik ve kolektivistliğin insan davranışları ve tutumlarına yansımaları, akademisyenler tarafından aşağıdaki gibi ifade edilmektedir.

Bireycilik, insanların birbirlerine karşı zayıf bağlarla bağlı olmaları ve kendilerini toplumdan bağımsız görmeleri eğilimidir; bireyci kişiler öncelikle kendi şahsi menfaatleri, ihtiyaçları, hakları ve başkalarıyla tesis ettikleri ilişkilerle motive olurlar, şahsi hedeflerine başkalarının çıkarları yanında öncelik verir, başkalarıyla birlikte çalışmanın rasyonel olarak kendilerine fayda ve zararlarını değerlendirirler. Kolektivist değerler; iç grubun görüşlerinin, ihtiyaçlarının ve hedeflerinin bireyinkinden üstün olduğunu, davranışların, kişisel mutluluk ve başarının yerine sosyal normlar ve sorumluluklarla tanımlanmış olmasını vurgular (Triandis, 1995).

Hofstede(1991)’e göre; bireycilik bireyler arası bağların zayıf olduğu toplumları kapsar: herkes kendi ve çekirdek ailesinin menfaatlerini gözetir. Kolektivistlik, bireyciliğin aksine insanların doğuştan itibaren güçlü bağlara sahip, dayanışmacı ve kendilerini ömür boyu gösterdikleri bağlılık karşılığında koruyan gruplara sahip oldukları

toplumları kapsar. Yazar, kolektivist ve bireyci kültürlerin arasındaki temel farkları Tablo 1’deki gibi ifade etmiştir.

Triandis, Chen ve Chan (1988), kolektivistlik ve bireyci kültüre ait özelliklerin ülkeler arasında değişiklik gösterebileceğini ifade etmişlerdir. Ayrıca yazara göre kolektivist bireyler yakın çevrelerinde kolektivist davranışlarda bulunurken, iş ortamında ve tanımadığı insanlara karşı bireyci davranışlar gösterebilmektedir.

Kolektivist kültürlerde insanlar bireyci kültürlerdeki insanlara göre maddiyata daha az değer vermektedirler. Bu durum da bireyci kültürlerde ki insanların toplulukçu kültürlerde yetişen insanlara göre daha hedonist (zevk merkezli) olmalarının beklenebileceği vurgulanmaktadır. (Triandis,1994).

Kağıtçıbaşı(1994)’e göre kolektivist kültürlerde insanlar grup dayanışmasına ve bağlılığına bireyci kültürlerden daha çok önem verdiklerinden, insanlar arası ilişkilerde yakınlığı öne çıkaran kültürel değerlere sahip toplumlar kolektivist olarak tanımlanmaktadır. Ayrıca, kolektivist toplumlarda insanlar “biz” ve “onlar diye iki kümeye ayrılırlar. Kolektivist kabullere olan uyumluluk, sosyal dayanışma, sorumluluk ve kolektif menfaatlerin korunması sadece iç grup içinde olan insanlara karşı geçerli olup, dış grupta olan insanlara yansımamaktadır (Kim,1994).

Tablo 1 – Kolektivist ve Bireyci Kültürlerin Karşılaştırılması

Kolektivist Kültürler	Bireyci Kültürler
İnsanlar, kendilerini gösterdikleri sadakat karşılığında koruyacak olan geniş aileler gibi iç gruplara dahil olarak doğarlar.	Herkes kendi şahsının ve çekirdek ailesinin çıkarlarını korumayı öğrenerek büyür.
Sosyal kimlik kişinin ait olduğu iç grupla ilişkilerine bağlıdır,	Sosyal kimlik bireyin kendisine bağlıdır
Çocuklar “biz” bilinciyle büyür.	Çocuklar “ben” bilinciyle büyür.
Uyumluluk her zaman muhafaza edilmeli ve asla doğrudan bir çatışma içine girilmemelidir.	Birinin aklından geçeni söylemesi dürüst insanların özelliğidir.
Yüksek bağlamlı iletişim.	Düşük bağlamlı iletişim.
Müsaade edilmeyen davranışlarda bulunmak kişinin ve ait olduğu grubun saygınlığını kaybetmesi ve utançtır.	Müsaade edilmeyen davranışlarda bulunmak kişinin öz saygınlığını kaybetmesi ve suçlu olmasıdır.

Eğitimin maksadı nasıl yapılacağını öğretmektir,	Eğitimin maksadı nasıl öğrenileceğini öğretmektir.
Diplomalar daha yüksek gruplara dahil olmayı sağlar.	Diplomalar ekonomik seviyeyi (bireyin refah seviyesini) ve öz saygıyı artırmayı sağlar.
Patron-çalışan ilişkileri aile bağları gibi ahlaki değerler taşır.	Patron-çalışan ilişkileri karşılıklı çıkarlara dayandığı kabul edilen bir anlaşmadır.
işe alma ve kıdem verme kararlarında çalışanın iç grubu dikkate alınmalıdır.	işe alma ve kıdem verme kararlarında sadece kurallar ve çalışanın yeterliliğine bakılmalıdır.
Yönetim iç grupların yönetimidir.	Yönetim bireylerin yönetimidir.
İlişkiler görevden önce gelir.	Görev ilişkilerden önce gelir.

Hosfsted (1980), 70 farklı ülkedeki toplam 116.000 IBM çalışanını kapsayan kültürel bir çalışma yapmıştır. Söz konusu çalışmada, ülkeleri bireyci-toplulukçu değerler boyutunda değerlendirmiş ve karşılaştırmıştır. Aşağıda 39 ülkeye ait bireycilik seviyeleri verilmiştir.

Tablo 2 – 39 Ülkenin Bireycilik Puanları ve Sıralaması

SIRA	ÜLKE	PUAN	SIRA	ÜLKE	PUAN
1	ABD	95	21	Hindistan	48
2	Avustralya	90	22	Japonya	46
3	İngiltere	89	23	Arjantin	46
4	Kanada	80	24	Iran	41
5	Hollanda	80	25	Brezilya	38
6	Y.Zelanda	79	26	Türkiye	37
7	İtalya	76	27	Yunanistan	35
8	Belçika	75	28	Filipinler	32
9	Danimarka	74	29	Meksika	30
10	İsveç	71	30	Portekiz	27
11	Fransa	71	31	Hong Kong	26
12	İrlanda	70	32	Şili	23
13	Norveç	69	33	Singapur	20
14	İsviçre	68	34	Tayland	20
15	Batı Almanya	67	35	Tayvan	17
16	G Afrika	65	36	Peru	16
17	Finlandiya	63	37	Pakistan	14
18	Avusturya	55	38	Kolombiya	13
19	İsrail	54	39	Venezüella	12
20	İspanya	51			

Listede bireycilik puanları verilmiş olan 39 ülkenin puan ortalaması 51'dir. Türkiye'nin puanı ise, Tablo-2'den görüldüğü gibi 37'dir. Bu durum Türkiye'de insanların kolektivist değerleri benimsediğini ancak bireyci değerlere de açık olduğunu göstermektedir. Çalışma kapsamında Türkiye ile birlikte yatırımcı tutumlarının araştırıldığı diğer ülke ise Polonya'dır. Hofstede (1980)'nin çalışmasında bulunmayan Polonya'ya Crandall ve Diğ. (2001)'in çalışmasında yer verilmiştir. Bu çalışmaya göre Polonya'daki insanlarda hakim olan kültür bireyciliktir. İki ülkenin zıt kültürlerle sahip olması, çalışmada yer alan teorilerin her iki ülkede test edilerek karşılaştırılması fırsatını verecektir.

Göregenli (1997) yaptığı çalışmada, Hofstede (1980)'nin çalışmasına göre kolektivist bir kültüre sahip olan Türk toplumunun, kolektivist davranış özellikleri ne kadar taşıdığını araştırmıştır. Sonuç olarak, Türk toplumunun bireyci ve kolektivist özellikleri beraber bulundurduğunu, tam olarak bireyci ya da kolektivist olarak tanımlamanın mümkün olmadığını ifade etmiştir. Ayrıca yazar, kolektivist ve bireyci kültürlerin birbirlerine karşıt olmadığını ve bağımsız olarak değerlendirilmesi gerektiğini öne sürmüştür.

Yukarıda bahsedildiği gibi toplumlar bireycilik-kolektivistlik değer boyutlarında farklılaşmakta ve bu farklılaşma örgütsel davranış ve uygulamalarda toplumlar arasında farklılıklara yol açmaktadır (Hofstede, 1980). Örneğin, yatırımcıların, finansal riske tahammül düzeyi, kişilerin sadece kendilerinden değil, aynı zamanda demografik, ekonomik ve düşünsel durumlarından etkilenmektedir. Sahip olunan kişisel özellikler, yaşanılan çevre, yaşam biçimi gibi birçok unsurun birleşmesiyle kişilerin riske karşı tutumları oluşturulur (Karan, 2001). Bu durumun yatırımcıların algılarında ve yatırım tercihlerinde de önemli farklara neden olması beklenmektedir. Bu nedenle çalışmada Türkiye ve Polonya'daki yatırımcıların davranışları arasındaki farklar karşılaştırılmaktadır. Türkiye ile karşılaştırmak üzere seçilen ülkenin Polonya olmasının nedeni ise iki ülke arasındaki yukarıda bahsedilen kolektivist-bireyci kültür farklarıdır.

4. BÖLÜM

TÜRKİYE VE POLONYA'DAKİ YATIRIMCILARIN, KENDİ KAZANÇ/KAYIPLARINI, DİĞER YATIRIMCILARIN KAZANÇ/KAYIPLARIYLA KARŞILAŞTIRMASININ YATIRIM KARARLARINA ETKİSİ ÜZERİNE BİR ÇALIŞMA

4.1 ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ

Araştırmada anket ve görüşme yöntemleri kullanılmıştır. Anket çalışması Türkiye ve Polonya'da olmak üzere iki farklı yerde yapılmıştır. Hacettepe Üniversitesi İşletme ve İktisat fakültesinde öğrenim gören toplam 240 öğrenci bu ankete katılırken, Polonya'nın Sosnowiec şehrinde bulunan AGH University Of Science and Technology'de (bundan sonra AGH Üniversitesi olarak kullanılacaktır) öğrenim gören toplam 200 lisans ve yüksek lisans öğrencisi ankete katılmıştır.

4.1.1 Genel Yöntem

Anket çalışmasında, kişilerin hisse senetlerine yatırım yapmaları ve bu yatırımlardan elde ettikleri kazanç/kayıpları, çevrelerindeki diğer yatırımcıların kazanç/kayıpları ile karşılaştırmaları durumunda ortaya çıkan hisleri, düşünceleri ve risk algıları ölçülmektedir. Bu parametreler Türkiye ve Polonya için ayrı ayrı hesaplanmış ve karşılaştırılmıştır.

Çalışmada kullanılan anket iki ana kısımdan oluşmaktadır. Birinci kısım katılımcıların demografik bilgilerin toplandığı demografik anket ve ikinci kısım, senaryolara bağlı olarak bir takım hisleri ölçmeye yönelik soruları içeren senaryo anketi kısmıdır.

Tablo 3'ten de görülebileceği gibi anket çalışmasında 10 farklı senaryo için anket uygulanmıştır. Her katılımcıya yalnızca bir senaryo türünden uygulanmış olup, 10 adet senaryo Türkiye'de toplam 240 kişiye ve Polonya'da toplam 200 kişiye uygulanmıştır. Dolayısıyla, her bir senaryo Türkiye ve Polonya'da yaklaşık 20-25 kişiye uygulanmıştır. Söz konusu 10 farklı senaryo, kazanç ve kayıp senaryoları olmak üzere 2 grup halindedir. 5 farklı senaryodan oluşan kazanç senaryolarında kişi yatırımından kazanç sağlarken, çevresindeki önemseydiği diğer yatırımcılar senaryo sırasına göre eşit miktardaki yatırımlarından 1- Çok daha fazla kazanç 2- Daha fazla kazanç 3- Eşit kazanç 4- Daha az kazanç 5- Çok daha az kazanç sağlamaktadırlar. Benzer şekilde, 5 farklı senaryodan oluşan kayıp senaryolarında, kişi yatırımından kayba uğrarken çevresindeki önemseydiği diğer yatırımcılar senaryo sırasına göre, eşit miktardaki yatırımlarından 1- Çok kazanç 2- Kazanç 3-Eşit kayıp 4- Daha fazla kayıp 5- Çok daha fazla kayıp sağlamaktadırlar.

Tablo 3 - Senaryolara Göre Kazanç/Kayıp Durumları

Senaryo No	Kişisel Kazanç/Kayıp Durumu	Diğer Yatırımcıların Kazanç/Kayıp Durumu
Senaryo-1	Kazanç	Çok Daha Fazla Kazanç
Senaryo-2	Kazanç	Daha Fazla Kazanç
Senaryo-3	Kazanç	Eşit Kazanç
Senaryo-4	Kazanç	Daha Az Kazanç
Senaryo-5	Kazanç	Çok Daha Az Kazanç
Senaryo-6	Kayıp	Çok Kazanç
Senaryo-7	Kayıp	Kazanç
Senaryo-8	Kayıp	Eşit Kayıp
Senaryo-9	Kayıp	Daha Fazla Kayıp
Senaryo-10	Kayıp	Çok Daha Fazla Kayıp

Bu 10 senaryoda için yapılan anketlerden elde edilen bilgilerle, farklı senaryolar için bireylerin algısal çerçeve, eşitsizlik algısı, genel hisleri ve yatırım kararlarına ilişkin değerlendirmeler yapılmaya çalışılmıştır.

Anketin uygulanması aşamasına geçildiğinde, her bir senaryo için yaklaşık 25'er dakika süren farklı seanslar uygulanmıştır. Katılımcılar anketin senaryodan bağımsız olan, demografik bilgilere yönelik kısımları doldurduktan sonra, senaryo aşamasına geçilmiştir. Katılımcılara finans, davranışsal finans, vb kavramlardan kısaca bahsedilerek giriş yapıp, hisse senedi yatırımlarından, güncel borsa bilgilerinden, çarpıcı kazanç ve kayıp hikayelerinden bahsedilerek ilgileri çekilmeye çalışılmıştır. Kendilerine sorular sorularak katılımları sağlanmaya çalışılmıştır. Daha sonra senaryo sohbet havasında kendilerine aktarılmış ve verilmiş olan bilgiler ışığında anketi doldurmaları istenmiştir.

Anketin uygulanması sürecinde, senaryo kağıtları katılımcılara verilmeyip, sunum şeklinde anlatılmıştır. Bunun nedeni, senaryonun uzun olması nedeniyle itina ile okumadıklarının tespit edilmesidir. Anketin test edilmesi amacı güdülen ilk seansta, katılımcılara senaryo kağıtları dağıtılmış ve buradaki bilgilerin dikkatli bir şekilde okunduktan sonra anket sorularının cevaplandırılması istenmiştir. Yapılan gözlemler ve anketlere verilmiş olan cevaplar senaryoların okunmadığını göstermiştir. Dolayısıyla daha sonraki seanslarda senaryolar dağıtılmayıp, sunum şeklinde katılımcılara aktarılmıştır.

4.1.2 Katılımcılar

Tablo 4'te de gösterildiği üzere Hacettepe Üniversitesindeki 240 katılımcıdan 121'i erkek ve 119'u kadınlardan, AGH Üniversitesindeki 200 katılımcıdan 91'i erkek ve 109'u kadınlardan oluşmaktadır. Bu çalışmamızda hemen hemen eşit olan erkek-kadın sayısı, gerçek hayatta bu şekilde olmamaktadır. Dünya piyasalarında yatırım yapan erkeklerin sayısı kadınların sayısından fazladır. (Ede, 2007)

Tablo 4 - Anket Katılımcılarının Cinsiyet Dağılımı

	Hacettepe Üniv.		AGH Üniv.	
	Kişi Sayısı	%	Kişi Sayısı	%
Erkek	121	50,42%	91	45,50%
Kadın	119	49,58%	109	54,50%
Toplam	240	100,00%	200	100,00%

Katılımcıların yaş dağılımı Tablo 5’te verilmiştir. Ankete katılanlar lisans ve yüksek lisans öğrencileri olduğu için Hacettepe Üniversitesinde %86’sı 25 yaş altı; AGH Üniversitesinde %95’i 25 yaş altı katılımcılardan oluşmaktadır. Diğer yaş gruplarında yeterli sayıda katılımcıya ulaşılamadığı için yaş bazında bir analiz yapılmamıştır.

Tablo 5 - Anket Katılımcılarının Yaş Dağılımı

	Hacettepe Üniv.		AGH Üniv.	
	Kişi Sayısı	%	Kişi Sayısı	%
25 Yaş Altı	208	86,67%	190	95,00%
25-35 Yaş Arası	32	13,33%	7	3,50%
36-50 Yaş Arası	0	0,00%	3	1,50%
Toplam	240	100,00%	200	100,00%

Tablo 6’dan görülebileceği gibi Hacettepe Üniversitesindeki katılımcılardan yaklaşık olarak yarısı hisse senedi piyasasını takip ederken, diğer yarısı takip etmemektedir. Ayrıca yatırımcıların 229’u eğitim hayatı boyunca finans dersi alırken, yalnızca 11 kişi henüz finans dersleri almamıştır. AGH Üniversitesinde ankete katılan öğrencilerden ise yaklaşık olarak üçte biri hisse senedi piyasasını takip etmektedir. Ayrıca 194’ü eğitim hayatı boyunca finans dersi alırken, yalnızca 6 kişi henüz finans dersleri almamıştır.

Tablo 6 - Hisse Senetlerini Takip Etme Durumu

	Hacettepe Üniv.		AGH Üniv.	
	Kişi Sayısı	%	Kişi Sayısı	%
H.S Piyasasını Takip Eden	118	49,17%	63	31,50%
H.S Piyasasını Takip Etmeyen	122	50,83%	137	68,50%
Toplam	240	100,00%	200	100,00%

Tablo 7’de görülebildiği gibi ankete katılanların lisans ve yüksek lisans öğrencileri olması nedeniyle, aylık gelirler “1.000 USD’den az” grubunda yoğunlaşmıştır. Diğer gruplarda yeterli sayıya ulaşamadığı için, gelir bazında bir analiz yapılmamıştır.

Tablo 7 - Anket Katılımcılarının Aylık Gelir Dağılımı

	Hacettepe Üniv.		AGH Üniv.	
	Kişi Sayısı	%	Kişi Sayısı	%
1.000 USD’den az	193	80,42%	181	90,50%
1000-2000 USD arası	32	13,33%	13	6,50%
2000-3000 USD arası	9	3,75%	4	2,00%
3000 USD’den fazla	6	2,50%	2	1,00%
Toplam	240	100,00%	200	100,00%

Yine grup çeşitliliği oluşmadığı için analiz yapılmayan konu kariyerdir. Katılımcıların tamamı üniversite-yüksek lisans grubu içine girmektedir. Ayrıca Hacettepe Üniversitesindeki katılımcılardan 235’i bekar, yalnızca 5’i evlidir. Bu durum, AGH Üniversitesindeki katılımcılarda 189 bekar ve 11 evli şeklindedir.

4.1.3 Hipotezler

Yukarıda detaylı olarak anlatılmış olan beklenti teorisi, sosyal karşılaştırma teorisi ve eşitlik teorisi ışığında Fox ve Dayan (2004) tarafından geliştirilmiş olan aşağıdaki hipotezler, çalışmada test edilecektir. Bu sayede, Türkiye’de ve Polonya’da uygulanmış

olan anketlerin sonuçları birbirleriyle ve İsrail’de Fox ve Dayan (2004) tarafından yapılmış olan çalışmayla karşılaştırılabilme imkanına sahip olacaktır.

Hipotezlerde sıkça kullanılmış olan “ilgili başkaları” kavramı; Fox ve Dayan (2004)’ın yatırımcıların kendilerini karşılaştırmaya tabii tuttıkları, çevrelerindeki önemsedikleri diğer yatırımcılar olarak tanımladığı “relevant others” ifadesinin yerine kullanılmıştır.

Hipotez 1a)

m: Kar getiren yatırım kararları alındığında

n: Kayba neden olan yatırım kararları alındığında

Yatırımcılar (katılımcı) gözüyle karşılaştırıldığında, “m” “n”ye kıyasla daha çok kazanç durumunu ifade eder.

Hipotez 1b)

m: Yatırım kararları, ilgili başkalarının yatırım kararlarından daha çok kazanç sağlıyorsa

n: Yatırım kararları, ilgili başkalarının yatırım kararlarıyla eşit kazanç sağlıyorsa

o: Yatırım kararları, ilgili başkalarının yatırım kararlarından daha az kazanç sağlıyorsa

Yatırımcılar gözündeki “m” “n”ye ve “n” durumunda ”o”ya göre daha çok kazanç durumunu ifade eder.

Hipotez 2)

m: Yatırımcının kazancı ilgili başkalarının kazancına göre daha yüksek veya eşit

n: Yatırımcının kazancı ilgili başkalarının kazancına göre daha düşük

Yatırımcı “n” durumunda, “m” durumuna kıyasla daha çok adaletsizlik eşitsizlik hisseder.

Hipotez 3a)

m: Kar getiren yatırım kararları alındığında

n: Kayba neden olan yatırım kararları alındığında

Yatırımcılar “m” durumunda, “n” durumuna kıyasla daha fazla pozitif hisler yaşamaktadır.

Hipotez 3b)

m: Yatırım kararları, ilgili başkalarının yatırım kararlarından daha çok kazanç sağlıyorsa

n: Yatırım kararları, ilgili başkalarının yatırım kararlarıyla eşit kazanç sağlıyorsa

o: Yatırım kararları, ilgili başkalarının yatırım kararlarında daha az kazanç sağlıyorsa

Mutlak kazanç ya da kayıp olmasından bağımsız olarak; yatırımcılar “m” durumunda, “n” durumuna kıyasla, “n” durumunda ise “o” durumuna kıyasla daha fazla pozitif hisler yaşamaktadır.

Hipotez 4a)

m: Kar getiren yatırım kararları alındığında

n: Kayba neden olan yatırım kararları alındığında

Yatırımcılar “n” durumunda, “m” durumuna kıyasla daha fazla risk eğilimli olmaktadır.

Hipotez 4b)

m: Geçmişte elde ettiği kazançları ilgili başkalarının kazançlarından daha yüksek olması durumu

n: Geçmişte elde ettiği kazançları ilgili başkalarının kazançlarıyla eşit olması durumu

o: Geçmişte elde ettiği kazançları ilgili başkalarının kazançlarından daha düşük olması durumu

Yatırımcılar “o” durumunda, “n” durumuna kıyasla ve “n” durumunda “m” durumuna kıyasla daha fazla risk eğilimli olmaktadır.

Bu hipotezlerle 2 ayrı durum araştırılacaktır. Birincisi, bir yatırımcının elde ettiği kazanç/kayıpları ile ilgili başkalarının kazanç/kayıplarının karşılaştırılmasıyla, yatırımcının kar-zarar algısının, adaletsizlik hissinin ve yatırımcının genel olarak hislerinin ne şekilde etkilendiği araştırmaktır. İkincisi ise, bu algı ve hislerin risk alma kararları üzerinde etkisini sınamaktır.

4.1.4 Senaryolar

Çalışmada 10 farklı senaryo için yatırımcının hisse senedinden elde ettiği kazanç/kayıpları ve çevresindeki önemseydiği diğer yatırımcıların kazanç ve kayıplarını değerlendirmesi sonucunda oluşan hisleri, genel düşünceleri ve risk algıları karşılaştırılmıştır.

Tablo 8’den de görülebileceği gibi ilk beş senaryo kişisel kazancın %50 olduğu ve diğerlerinin çok daha iyi, daha iyi, eşit, daha kötü, çok daha kötü olduğu durumlardır. Aynı şekilde son 5 senaryo ise, kişisel kaybın %50 olduğu, diğerlerinin ise çok iyi, iyi, eşit, daha kötü, çok daha kötü olduğu durumlardır.

Tablo 8 - Senaryolara Göre Kazanç/Kayıp Durumları

Senaryo No	Kişisel Kazanç/Kayıp Durumu	Diğerlerinin Kazanç Kayıp Durumu
Senaryo-1	%50 Kazanç	Çok Daha Fazla Kazanç
Senaryo-2	%50 Kazanç	Daha Fazla Kazanç
Senaryo-3	%50 Kazanç	Eşit Kazanç
Senaryo-4	%50 Kazanç	Daha Az Kazanç
Senaryo-5	%50 Kazanç	Çok Daha Az Kazanç
Senaryo-6	%50 Kayıp	Çok Kazanç
Senaryo-7	%50 Kayıp	Kazanç
Senaryo-8	%50 Kayıp	Eşit Kayıp
Senaryo-9	%50 Kayıp	Daha Fazla Kayıp
Senaryo-10	%50 Kayıp	Çok Daha Fazla Kayıp

Senaryoların hepsinin hikaye kısmı aynı olup, sadece kişisel kazanç/kayıp ve diğerlerinin kazanç/kayıp miktarları değişmektedir. Hikaye kısmı aşağıda özetlenmektedir;

Çevremizdeki bir çok borsa haberleri, kazanan ve kaybedenlerin hikayeleri, aldığımız finans derslerinde öğrendiklerimiz borsaya karşı ilginizin uyanmasına neden oldu. Bu ilginin yanında biraz da para kazanma hevesi gelince, siz ve yakın olan 3 arkadaşınız borsaya yatırım yapmaya karar verdiniz. Doğru bir yatırım kararı alabilmek için öncelikle sektör analizi ve daha sonra firma analizi yaptınız. Akaryakıt sektörü konusunda hemfikir olmanıza rağmen firmalar konusunda ayrılığa düştünüz. Gruptaki her bir yatırımcının firmaları değerlendirmedeki bakış açıları ve ağırlıklandıkları bilgiler farklı olduğu için, kazandırma potansiyeli olan hisse seçimleri de farklıydı. Bu durumda herkesin farklı firmalara eşit miktarlarda yatırım yapmasına karar verildi. Dört Samimi arkadaş, sektördeki dört rakip firmaya yatırım yapmış oldular. Tablo 9’da dört kişinin yatırım yapmış olduğu firmalar ve farklı senaryolar için yatırım miktarları verilmiştir. Yatırım yaptıktan sonra, izleme ve bekleme süreci başlamıştır.

4.1.4.1 Hacettepe Üniversitesi ve AGH Üniversitesi'nde Uygulanan Senaryoların Karşılaştırılması

Türkiye'de Hacettepe Üniversitesinde uygulanan senaryolar ve Polonya'da AGH Üniversitesinde uygulanan senaryolar temel olarak aynıdır. Tablo 9'da gösterildiği gibi aralarındaki tek fark yatırım yapılan sektör ve firmalardır. Türkiye'deki senaryolarda akaryakıt sektöründeki firmalara yatırım yapılırken, Polonya'daki senaryolarda otomotiv sektöründeki firmalar tercih edilmiştir. Bu farkların herhangi bir yanlılığa neden olmayacağı düşünülmektedir. Bu fark dışında, senaryoların hikaye kısmı, yatırılan miktarlar, kazanç ve kayıp miktarları her iki ülkede uygulanan senaryolar için aynıdır.

Tablo 9 - Senaryolara Göre Yatırım Yapılan Firmalar ve Yatırım Tutarları

Yatırımcılar	Hacettepe Üniversitesi		AGH Üniv.		Kazanç Senaryoları İçin Yatırım Miktarı	Kayıp Senaryoları İçin Yatırım Miktarı
	Sektör	Firma	Sektör	Firma		
Yatırımcı	Akaryakıt	Shell	Otomotiv	Toyota	\$ 2.000	\$ 6.000
Diğer (A)	Akaryakıt	PO	Otomotiv	Renault	\$ 2.000	\$ 6.000
Diğer (B)	Akaryakıt	OPET	Otomotiv	Audi	\$ 2.000	\$ 6.000
Diğer (C)	Akaryakıt	BP	Otomotiv	Ford	\$ 2.000	\$ 6.000

4.1.4.2 Kazanç Senaryoları

Kişisel kazanç senaryosunun A bölümünde katılımcılara şu bilgiler verilmiştir: Yatırımcının tercih ettiği Shell (Toyota) firmasının hisse senetleri kısa bir süre içerisinde %50 prim yapmıştır. Buna göre yatırmış olduğu 2.000 USD, 1.000 USD daha artarak 3.000 USD haline gelmiştir. Ayrıca, yakın zamanda Shell (Toyota)'nın önünde büyük bir ihale vardır. Piyasada yapılan araştırmalara ve uzmanların görüşlerine göre, Shell (Toyota)'nın bu ihaleyi kazanma ihtimali %50 olup kazanması durumunda hisse senedi değerlerinin iki katına çıkması öngörülmektedir. Ancak %50 ihtimalle ihaleyi

kaybetmesi durumunda, hisse senedi değerinin çok önemli bir kısmını kaybetmesi söz konusudur. Bu durumda yatırımcı Shell (Toyota)'ya yatırım yapmaya devam ederse, elinde bulunan 3.000 USD, %50 ihtimalle 6.000 USD olacak ya da %50 ihtimalle "0" a yakın bir değere kadar düşecektir. Dolayısıyla yatırmış olduğu 2.000 USD ve kazanmış olduğu 1.000 USD'nin tamamını kaybedecektir. Yatırımcı kazanmış olduğu 1.000 USD'yi yeterli görerek, Shell (Toyota)'ya yatırım yapmaktan vazgeçip, ihaleye girmesini beklemeden hisselerini satıp paraya dönüştürebilme seçeneğine de sahiptir.

Bu bilgilere göre katılımcılar senaryo anketinin ilk kısmını cevaplandırmışlardır. Buradaki sorulara daha detaylı olarak bir sonraki bölümde "Anket" başlığı altında yer verilecektir. Senaryolarda buraya kadar verilen bilgiler, ilk 5 senaryo için ortaktır. Senaryoların B bölümlerinde diğer üç yatırımcının kazanç/kayıp durumundan bahsedilmektedir. Her bir senaryo için farklı olan bu değerler aşağıda verilmiştir.

Senaryo-1:

Tablo 10'da gösterildiği üzere Senaryo-1'de Türkiye'de yapılan ankette Shell hisselerine, Polonya'da yapılan ankette ise Toyota hisselerine yatıran kişi %50 kazanırken, diğerleri %90-%95 aralığında kazanmaktadır. Katılımcıların bu bilgiye sahip olarak senaryo anketinin ikinci kısmında bulunan soruları cevaplandırmaları istenmiştir. Tüm senaryolardan bahsedildikten sonra anket soruları üzerinde durulacaktır.

Tablo 10 - Senaryo-1 için Yatırımcıların Kazanç/Kayıpları Durumları

Yatırımcılar	Firma (Türkiye)	Firma (Polonya)	Yatırım Miktarı	Oran	Kazanç/Kayıp	Kazanç/Kayıp Miktarı	Yeni Miktar
Yatırımcı	Shell	Toyota	\$2.000	50 %	Kazanç	\$1.000	\$3.000
Diğer (A)	PO	Renault	\$2.000	98 %	Kazanç	\$1.960	\$3.960
Diğer (B)	OPET	Audi	\$2.000	95 %	Kazanç	\$1.900	\$3.900
Diğer (C)	BP	Ford	\$2.000	92 %	Kazanç	\$1.840	\$3.840

Senaryo-2:

Tablo 11’de gösterildiği üzere Senaryo-2’de Türkiye’de yapılan ankette Shell hisselerine ve Polonya’da yapılan ankette Toyota hisselerine yatıran kişi %50 kazanırken, diğerleri %70-%78 aralığında kazanmaktadır. Katılımcıların bu bilgiye sahip olarak senaryo anketinin ikinci kısmında bulunan soruları cevaplandırmaları istenmiştir.

Tablo 11 - Senaryo-2 için Yatırımcıların Kazanç/Kayıpları Durumları

Yatırımcı	Firma (Türkiye)	Firma (Polonya)	Yatırım Miktarı	Oran	Kazanç/Kayıp	Kazanç/Kayıp Miktarı	Yeni Miktar
Yatırımcı	Shell	Toyota	\$2.000	50 %	Kazanç	\$1.000	\$3.000
Diğer (A)	PO	Renault	\$2.000	75 %	Kazanç	\$1.500	\$3.500
Diğer (B)	OPET	Audi	\$2.000	78 %	Kazanç	\$1.560	\$3.560
Diğer (C)	BP	Ford	\$2.000	70 %	Kazanç	\$1.400	\$3.400

Senaryo-3:

Tablo 12’de gösterildiği üzere Senaryo-3’te Türkiye’de yapılan ankette Shell hisselerine ve Polonya’da yapılan ankette Toyota hisselerine yatıran kişi %50 kazanırken, diğerleri %48-%52 aralığında kazanmaktadır. Katılımcıların bu bilgiye sahip olarak senaryo anketinin ikinci kısmında bulunan soruları cevaplandırmaları istenmiştir.

Tablo 12 - Senaryo-3 için Yatırımcıların Kazanç/Kayıpları Durumları

Yatırımcılar	Firma (Türkiye)	Firma (Polonya)	Yatırım Miktarı	Oran	Kazanç/Kayıp	Kazanç/Kayıp Miktarı	Yeni Miktar
Yatırımcı	Shell	Toyota	\$2.000	50 %	Kazanç	\$1.000	\$3.000
Diğer (A)	PO	Renault	\$2.000	48 %	Kazanç	\$960	\$2.960
Diğer (B)	OPET	Audi	\$2.000	50 %	Kazanç	\$1.000	\$3.000
Diğer (C)	BP	Ford	\$2.000	52 %	Kazanç	\$1.040	\$3.040

Senaryo-4:

Tablo 13'te gösterildiği üzere Senaryo-4'te Türkiye'de yapılan ankette Shell hisselerine ve Polonya'da yapılan ankette Toyota hisselerine yatıran kişi %50 kazanırken, diğerleri %30-%35 aralığında kazanmaktadır. Katılımcıların bu bilgiye sahip olarak senaryo anketinin ikinci kısmında bulunan soruları cevaplandırmaları istenmiştir.

Tablo 13 - Senaryo-4 için Yatırımcıların Kazanç/Kayıpları Durumları

Yatırımcılar	Firma (Türkiye)	Firma (Polonya)	Yatırım Miktarı	Oran	Kazanç/Kayıp	Kazanç/Kayıp Miktarı	Yeni Miktar
Yatırımcı	Shell	Toyota	\$2.000	50%	Kazanç	\$1.000	\$3.000
Diğer (A)	PO	Renault	\$2.000	35%	Kazanç	\$700	\$2.700
Diğer (B)	OPET	Audi	\$2.000	32%	Kazanç	\$640	\$2.640
Diğer (C)	BP	Ford	\$2.000	30%	Kazanç	\$600	\$2.600

Senaryo-5:

Tablo 14'de gösterildiği üzere Senaryo-5'te Türkiye'de yapılan ankette Shell hisselerine ve Polonya'da yapılan ankette Toyota hisselerine yatıran kişi %50 kazanırken, diğerleri

%6-%9 aralığında kazanmaktadır. Katılımcıların bu bilgiye sahip olarak senaryo anketinin ikinci kısmında bulunan soruları cevaplandırmaları istenmiştir.

Tablo 14 - Senaryo-5 için Yatırımcıların Kazanç/Kayıpları Durumları

Yatırımcılar	Firma (Türkiye)	Firma (Polonya)	Yatırım Miktarı	Oran	Kazanç/Kayıp	Kazanç/Kayıp Miktarı	Yeni Miktar
Yatırımcı	Shell	Toyota	\$2.000	50%	Kazanç	\$1.000	\$3.000
Diğer (A)	PO	Renault	\$2.000	6%	Kazanç	\$120	\$2.120
Diğer (B)	OPET	Audi	\$2.000	9%	Kazanç	\$180	\$2.180
Diğer (C)	BP	Ford	\$2.000	8%	Kazanç	\$160	\$2.160

4.1.4.2 Kayıp Senaryoları

Kişisel kayıp senaryosunun A bölümünde katılımcılara şu bilgiler verilmiştir: Yatırımcının tercih ettiği Shell (Toyota) firmasının hisse senetleri kısa bir süre içerisinde beklenmedik şekilde %50 değer kaybetmiştir. Buna göre yatırmış olduğu 6.000 USD, 3.000 USD azalarak 3.000 USD haline gelmiştir. Ayrıca, yakın zamanda Shell (Toyota)'nın önünde çok büyük bir ihale vardır. Piyasada yapılan araştırmalara ve uzmanların görüşlerine göre, Shell (Toyota)'nın bu ihaleyi kazanma ihtimali %50'dir ve kazanması durumunda hisse senedi değerlerinin 2 katına çıkarak tekrar eski değerini yakalayacağı öngörülmektedir. Ancak %50 ihtimalle ihaleyi kaybetmesi durumunda, firmanın imajı tamamen zedelenecek, hisse senedi değerinin çok önemli bir kısmını kaybedeceği öngörülmektedir. Bu durumda yatırımcı Shell (Toyota)'ya yatırım yapmaya devam ederse, elinde kalan 3.000 USD, %50 ihtimalle 6.000 USD olacak ya da %50 ihtimalle "0" a yakın bir değere kadar düşecektir. Diğer bir ifadeyle, yatırmış olduğu 6.000 USD'den sonra elinde kalan 3.000 USD'nin tamamını kaybedecektir. Yatırımcı kaybetmiş olduğu 3.000 USD'ye rağmen daha fazla zarara girmekten çekinip, Shell'e yatırım yapmaktan vazgeçebilir ve Shell (Toyota)'nın ihaleye girmesini beklemeden hisselerini satıp paraya dönüştürebilme seçeneğine de sahiptir.

Bu bilgilere göre katılımcılar senaryo anketinin ilk kısmını cevaplandırmışlardır. Buradaki sorulara daha detaylı olarak bir sonraki bölümde “Anket” başlığı altında yer verilecektir.

Senaryolarda buraya kadar verilen bilgiler, 6-7-8-9 ve 10. senaryolar için ortaktır. Senaryoların B bölümlerinde diğer üç yatırımcının kazanç/kayıp durumundan bahsedilmektedir. Her bir senaryo için farklı olan bu değerler aşağıda verilmiştir.

Senaryo-6:

Tablo 15’te gösterildiği üzere Senaryo-6’da Shell (Toyota) hisselerine yatıran kişi %50 kaybederken, diğerleri %90-%98 aralığında kazanmaktadır. Katılımcıların bu bilgiye sahip olarak senaryo anketinin ikinci kısmında bulunan soruları cevaplandırmaları istenmiştir.

Tablo 15 - Senaryo-6 için Yatırımcıların Kazanç/Kayıpları Durumları

Yatırımcılar	Firma (Türkiye)	Firma (Polonya)	Yatırım Miktarı	Oran	Kazanç/Kayıp	Kazanç/Kayıp Miktarı	Yeni Miktar
Yatırımcı	Shell	Toyota	\$6.000	-50%	Kayıp	-\$3.000	\$3.000
Diğer (A)	PO	Renault	\$6.000	90%	Kazanç	\$5.400	\$11.400
Diğer (B)	OPET	Audi	\$6.000	95%	Kazanç	\$5.700	\$11.700
Diğer (C)	BP	Ford	\$6.000	98%	Kazanç	\$5.880	\$11.880

Senaryo-7:

Tablo 16’da de gösterildiği üzere Senaryo-7’de Shell (Toyota) hisselerine yatıran kişi %50 kaybederken, diğerleri %45-%55 aralığında kazanmaktadır. Katılımcıların bu bilgiye sahip olarak senaryo anketinin ikinci kısmında bulunan soruları cevaplandırmaları istenmiştir.

Tablo 16 - Senaryo-7 için Yatırımcıların Kazanç/Kayıpları Durumları

Yatırımcı	Firma (Türkiye)	Firma (Polonya)	Yatırım Miktarı	Oran	Kazanç/Kayıp	Kazanç/Kayıp Miktarı	Yeni Miktar
Yatırımcı	Shell	Toyota	\$6.000	-50%	Kayıp	-\$3.000	\$3.000
Diğer (A)	PO	Renault	\$6.000	50%	Kazanç	\$3.000	\$9.000
Diğer (B)	OPET	Audi	\$6.000	55%	Kazanç	\$3.300	\$9.300
Diğer (C)	BP	Ford	\$6.000	45%	Kazanç	\$2.700	\$8.700

Senaryo-8:

Tablo 17’de de gösterildiği üzere Senaryo-8’de Shell (Toyota) hisselerine yatıran kişi %50 kaybederken, diğerleri de %48-%52 aralığında kaybetmektedirler. Katılımcıların bu bilgiye sahip olarak senaryo anketinin ikinci kısmında bulunan soruları cevaplandırmaları istenmiştir.

Tablo 17 - Senaryo-8 için Yatırımcıların Kazanç/Kayıpları Durumları

Yatırımcı	Firma (Türkiye)	Firma (Polonya)	Yatırım Miktarı	Oran	Kazanç/Kayıp	Kazanç/Kayıp Miktarı	Yeni Miktar
Yatırımcı	Shell	Toyota	\$6.000	-50%	Kayıp	-\$3.000	\$3.000
Diğer (A)	PO	Renault	\$6.000	-50%	Kayıp	-\$3.000	\$3.000
Diğer (B)	OPET	Audi	\$6.000	-52%	Kayıp	-\$3.120	\$2.880
Diğer (C)	BP	Ford	\$6.000	-48%	Kayıp	-\$2.880	\$3.120

Senaryo-9:

Tablo 18’de gösterildiği üzere Senaryo-9’da Shell (Toyota) hisselerine yatıran kişi %50 kaybederken, diğerleri de %70-%80 aralığında kaybetmektedirler. Katılımcıların bu

bilgiye sahip olarak senaryo anketinin ikinci kısmında bulunan soruları cevaplandırmaları istenmiştir.

Tablo 18 - Senaryo-9 için Yatırımcıların Kazanç/Kayıpları Durumları

Yatırımcılar	Firma (Türkiye)	Firma (Polonya)	Yatırım Miktarı	Oran	Kazanç/Kayıp	Kazanç/Kayıp Miktarı	Yeni Miktar
Yatırımcı	Shell	Toyota	\$6.000	- 50%	Kayıp	-\$3.000	\$3.000
Diğer (A)	PO	Renault	\$6.000	- 70%	Kayıp	-\$4.200	\$1.800
Diğer (B)	OPET	Audi	\$6.000	- 75%	Kayıp	-\$4.500	\$1.500
Diğer (C)	BP	Ford	\$6.000	- 80%	Kayıp	-\$4.800	\$1.200

Senaryo-10:

Tablo 19’da gösterildiği üzere Senaryo-10’da Shell (Toyota) hisselerine yatıran kişi %50 kaybederken, diğerleri de %93-%98 aralığında kaybetmektedirler. Katılımcıların bu bilgiye sahip olarak senaryo anketinin ikinci kısmında bulunan soruları cevaplandırmaları istenmiştir.

Tablo 19 - Senaryo-10 için Yatırımcıların Kazanç/Kayıpları Durumları

Yatırımcılar	Firma (Türkiye)	Firma (Polonya)	Yatırım Miktarı	Oran	Kazanç/Kayıp	Kazanç/Kayıp Miktarı	Yeni Miktar
Yatırımcı	Shell	Toyota	\$6.000	- 50%	Kayıp	-\$3.000	\$3.000
Diğer (A)	PO	Renault	\$6.000	- 93%	Kayıp	-\$5.580	\$420
Diğer (B)	OPET	Audi	\$6.000	- 95%	Kayıp	-\$5.700	\$300
Diğer (C)	BP	Ford	\$6.000	- 98%	Kayıp	-\$5.880	\$120

4.1.5 Anket

Çalışmada kullanılan anket Aralık 2009 tarihinde Türkiye’de, Ocak 2010’da ise Polonya’da uygulanmıştır. Söz konusu anket iki kısımdan oluşmaktadır. Birinci kısım yukarıda bahsedildiği gibi demografik bilgilerin toplandığı ve senaryoda yer alan bilgilerden bağımsız olarak yanıtlanan soruları içeren demografik anket kısmıdır. Demografik ankette yer alan sorular, yukarıda “Katılımcılar” başlığı altında detaylandırıldığı için bu kısımda tekrar anlatılmayacaktır.

Anketin ikinci kısmı ise, senaryolarda verilen bilgilere bağlı olarak cevaplanması istenen soruları içeren senaryo anketi kısmıdır. Senaryo anketi, kendi içerisinde iki başlık altında toplanabilir. İlk kısım, kişilerin yalnızca kendi kazanç ve kayıp durumlarını gözeterek cevaplandırmaları gereken soruları içermektedir. İkinci kısım ise, kişilerin kendi kazanç veya kayıplarının yanı sıra, birlikte yatırım yaptıkları diğer insanların elde etmiş oldukları kazanç ve kayıp durumlarını da gözeterek cevaplandırmaları gereken soruları içermektedir.

EK-1’de görülebildiği gibi, senaryo anketinin ilk bölümünde “kişisel senaryo” olarak başlıklandırılan kısımda üç soru bulunmaktadır. Bu soruları açıklamak gerekirse, birinci soru, yatırımcının içinde bulunduğu kazanç/kayıp durumunda, Shell (Toyota) firmasına yatırım yapmaya devam etmek veya yatırımdan çekilmek kararlarını değerlendirmektedir. İkinci soru yatırımcının almış olduğu bu yatırım kararına ne kadar güvendiğini sorgulamaktadır. Üçüncü soruda ise, yatırımcı elinde bulunan 3.000 USD’nin ne kadarını (%) Shell (Toyota) hisselerine yatırmaya devam etmek istediğini araştırmaktadır. Burada vurgulanması gereken nokta, senaryo anketinin bahsedilen ilk üç sorusunu cevaplarken, yatırımcı diğerlerinin kazanç/kayıp durumları bilgisine henüz sahip olmayıp, sadece kendi kazanç ve kayıplarını temel almaktadırlar. Tekrar etmek gerekirse, tüm senaryolarda, kişinin kazanç/kayıp durumuna ilişkin bilgi verildikten sonra, diğer yatırımcılar hakkında herhangi bir bilgi verilmeksizin senaryo anketinin ilk bölümündeki bu üç sorunun cevaplandırılması istenmiştir.

Senaryo anketindeki ilk kısım katılımcılar tarafından cevaplandırıldıktan sonra, senaryonun kalan kısmı olan, diğer yatırımcıların kazanç/kayıp bilgileri katılımcılara

aktarılmaktadır. Senaryo anketinin ikinci kısmında bulunan sorular, katılımcıların kendi kazanç/kayıpları ile diğerlerinin kazanç/kayıplarını karşılaştırılarak cevaplandırmaları istenmiştir. Bu kısımda bulunan sorular dört farklı hedefe yönelik olarak geliştirilmiştir. Bunlar sırayla, Algısal Çerçeve (Framing), Eşitsizlik Algısı (Inequity Perception), Genel Hisler (General Feelings) ve Karar (Decision Choice)'dır. Bu dört değişken ve bunları değerlendirmeye yönelik olarak hazırlanmış anket soruları aşağıdaki Bağımlı Değişkenler başlığı altında incelenmiştir.

4.1.6 Bağımlı Değişkenler

Algısal Çerçeve (Framing):

EK-1'de görülebildiği gibi, algısal çerçeve bağımlı değişkenini ölçmeyi hedefleyen soru, kişinin kendi kazanç/kaybı ve birlikte yatırım yaptıkları diğer yatırımcıların kazanç/kaybını karşılaştırdığında kendisini ne düzeyde kazanç veya kayıpta hissettiğini sorgulamaktadır. Olası cevaplar ise, 1'den 7'ye kadar olan aşağıdaki seçenekleri kapsamaktadır: (1) Kayıpta olduğumu hissediyorum, (2) Biraz kayıpta olduğumu hissediyorum, (3) Kayıpta olduğumu pek hissetmiyorum, (4) Ne kayıpta ne de kazançta olduğumu hissediyorum, (5) Kazançta olduğumu pek hissetmiyorum, (6) Biraz kazançta olduğumu hissediyorum, (7) Kazançta olduğumu hissediyorum.

Eşitsizlik Algısı (Inequity Perception):

Eşitsizlik algısı bağımlı değişkenini ölçmeyi hedefleyen sorular, kişinin kendi kazanç/kaybı ve birlikte yatırım yaptıkları diğer yatırımcıların kazanç/kaybını karşılaştırdığında ne düzeyde eşitsizlik, adaletsizlik hissettiğini sorgulamaktadır. Ek-1'te görülebildiği gibi, Fox ve Dayan (2004) tarafından eşitsizlik algısını ölçmek amacıyla aşağıda belirtilen 3 eşitsizlik skalası 1-5 ölçeği dahilinde geliştirilmiştir. Bunlar,

- Adaletsizlik, haksızlık duygularını hangi ölçüde hissettin? (1-Çok hafif hissettim, 2- Biraz hissettim, 3- Kayıtsızlık durumu, 4- Hissettim, 5- Çok şiddetli hissettim)
- Kendi kazancını ve diğer arkadaşlarının kazancını karşılaştırırken kendini ne ölçüde huzurlu hissettin? (1-Çok huzurluyum, 2- Biraz huzurluyum, 3- Ne huzurlu ne huzursuzum, 4- Biraz huzursuzum, 5- Çok Huzursuzum)
- Kendi kazancını ve diğer arkadaşlarının kazancını karşılaştırırken ortaya çıkan tablodan ne ölçüde rahatsızlık hissettin? (1- Hiç rahatsızlık hissetmedim, 2- Biraz rahatsızlık hissettim, 3- Kayıtsızlık durumu, 4- Rahatsızlık Hissettim, 5- Çok rahatsız oldum)

Eşitsizlik algısı bu üç soruya verilmiş olan cevapların ortalaması alınarak bulunmuştur. Ortalamanın artması eşitsizlik hissini şiddetlenmesine ve ortalamanın azalması eşitsizlik hissini azalmasını işaret etmektedir.

Genel Hisler (General Feelings):

Genel Hisler bağımlı değişkenini ölçmeyi hedefleyen sorular, kişinin kendi kazanç/kaybı ve birlikte yatırım yaptıkları diğer yatırımcıların kazanç/kaybını karşılaştırdığında ortaya çıkan, aşağıda verilen dört farklı his çiftini araştırmaktadır: (Bkz, EK-1)

- 1-Çok neşeliyim, 2-Neşeliyim, 3-Biraz neşeliyim, 4-Kayıtsızlık durumu 5-Biraz neşesizim, 6-Neşesizim, 7-Çok neşesizim
- 1-Harika oldu, 2-Güzel oldu, 3-Fena olmadı, 4-Kayıtsızlık durumu 5-Pek iyi olmadı, 6-Kötü oldu, 7-Çok yazık oldu
- 1-Çok hoşnudum, 2-Hoşnudum, 3-Biraz hoşnudum, 4-Kayıtsızlık durumu 5-Biraz hoşnutsuzum, 6-Hoşnutsuzum, 7- Çok hoşnutsuzum
- 1-Çok tatmin edici, 2-Tatmin edici, 3-Biraz tatmin edici, 4-Kayıtsızlık durumu 5-Biraz hayal kırıklığı, 6-Hayal kırıklığı, 7- Çok hayal kırıklığı

Yukarıda görülebileceği gibi, her bir his çifti için birden yediye kadar skala mevcuttur. Genel hisler bağımlı değişkeni bu dört hissini ortalaması alınarak bulunmaktadır. Düşük

değerler olumlu hisleri temsil ederken, ortalama değerler kayıtsızlık durumunu ve yüksek değerler ise olumsuz hisleri temsil etmektedir.

Karar Tercihi (Decision Choice):

Karar bağımlı değişkenini ölçmeyi hedefleyen sorular, kişinin kendi kazanç/kaybı ve birlikte yatırım yaptıkları diğer yatırımcıların kazanç/kaybını karşılaştırdığında, yatırım yapmaya devam etmeye ya da yatırımı sonlandırıp parasını nakde dönüştürme kararını test etmektedir. EK-1’de görülebildiği gibi bu amaçla geliştirilmiş iki soru mevcuttur.

Bunlardan birincisi, yatırımcının kendisine verilmiş olan bilgiler ışığında, bu yatırıma devam etmek ya da yatırımı sonlandırıp parasını nakde dönüştürmek tercihlerinden hangisini seçmek eğiliminde olduğunu test etmektedir. İkinci soru ise ilk soruya verilmiş olduğu cevabın, diğer bir ifadeyle alınmış olan yatırım kararının doğruluğu konusunda ne ölçüde rahat hissedildiğini araştırmaktadır.

Birinci ve ikinci sorulardan elde edilmiş olan cevaplar birleştirilerek, sekiz ayrı değerden oluşan tek bir değişken elde edilmiştir. Birinci soruda “1-yatırımı sonlandırmak” seçeneğini ve ikinci soruda “4-Çok Rahat” seçeneklerinin birleşiminden oluşan yeni değişken değeri “1” dir. Aynı şekilde, “1-yatırımı sonlandırma” ve “3-Rahat için yeni değer “2”dir. Benzer yaklaşımla, “2-Yatırımı sonlandırıp, nakde dönüştürmek ve “4-Çok Rahat” seçeneklerinin birleştirilmesiyle oluşan yeni değer “8”dir. Bu şekilde birinci ve ikinci soruların birleştirilmesiyle oluşan yeni değişken değerleri Tablo 20’de gösterilmiştir.

Tablo 20 - Karar Bağımsız Değişkeni Değerleri

	1-Çok rahatsız	2-Rahatsız	3-Rahat	4-Çok Rahat
Bu yatırımdan çıkıp hisselerini satmak (1)	4	3	2	1
Shell hisselerinde yatırım yapmaya devam etmek (2)	5	6	7	8

Ortaya çıkan değerlerin yüksek olması yatırımcının kendinden emin olarak aynı hisse senetlerine yatırım yapmaya kararlı olduğunu, değerlerin düşük olması ise, yatırımcının

kesin olarak bu yatırımı sonlandırıp, paralarını nakde dönüştürmeye kararlı olduğunu göstermektedir.

4.2 VERİLERİN ANALİZİ, BULGULAR VE TARTIŞMA

Anket yapılarak elde edilmiş olan veriler, SPSS bilgisayar programı kullanılarak analiz edilmiştir. Yatırımcıların kendi kazanç/kayıp durumlarını ve birlikte yatırım yaptıkları diğer insanların kazanç/kayıp durumlarını değerlendirerek vermiş oldukları cevaplardan hareketle çift yönlü ANOVA testi uygulanarak hipotezler test edilmiştir.

Daha önceki bölümlerde bahsedildiği gibi, çalışmada kullanılan anket demografik anket ve senaryo anketi olarak iki ana kısımdan oluşmaktadır. Ayrıca, 5 kazanç ve 5 kayıp senaryosu olmak üzere 10 farklı senaryo için anket uygulanmıştır. Her katılımcıya yalnızca bir çeşit senaryo uygulanmış olup, 10 farklı senaryo Türkiye’de 240, Polonya’da ise 200 kişiye uygulanmıştır.

Kazanç anketlerinde kişi yatırımından %50 kazanç sağlarken ilgili diğer yatırımcılar senaryo sırasına göre eşit miktardaki yatırımlarından 1- Çok daha fazla kazanç 2- Daha fazla kazanç 3- Eşit kazanç 4- Daha az kazanç 5- Çok daha az kazanç sağlamaktadırlar. Aynı şekilde, kayıp anketlerinde kişi yatırımından %50 kayba uğrarken ilgili diğer yatırımcılar senaryo sırasına göre, eşit miktardaki yatırımlarından 6- Çok kazanç 7- Kazanç 8-Eşit kayıp 9- Daha fazla kayıp 10- Çok daha fazla kayıp sağlamaktadırlar.

Analiz aşamasında, her bağımlı değişken için 5’i kazanç ve 5’i kayıp olmak üzere 10 farklı senaryoya ait bilgilerin analiz edilmesinde hedefe ulaşılamamıştır. Yapılan analizler sonucu, birinci senaryo ve ikinci senaryo arasında, dördüncü senaryo ve beşinci senaryo arasında, altıncı senaryo ve yedinci senaryo arasında, dokuzuncu senaryo ve onuncu senaryo arasında istatistiksel olarak anlamlı farklar bulunamamıştır. (EK-2), Bu nedenle aralarında anlamlı farklar bulunmayan senaryolar birleştirilerek tek bir senaryo olarak incelenmiştir. Kazanç senaryoları kısmında, birinci senaryo olan “çok daha fazla kazanç” ve ikinci senaryo olan “daha fazla kazanç” seçenekleri birleştirilerek

“daha fazla kazanç” başlığında incelenmiştir. Dördüncü senaryo olan “daha az kazanç” ve beşinci senaryo olan “çok daha az kazanç” seçenekleri birleştirilerek “daha az kazanç” başlığında incelenmiştir. Dolayısıyla 5 adet olan kazanç senaryoları 1- daha fazla kazanç, 2- eşit kazanç, 3- daha az kazanç olmak üzere 3 senaryo olarak incelenmiştir. Kayıp senaryoları kısmında ise, altıncı senaryo olan “çok kazanç” ve yedinci senaryo olan “kazanç” seçenekleri birleştirilerek “kazanç” başlığında incelenmiştir. Sekizinci senaryo olan “daha fazla kayıp” ve onuncu senaryo olan “çok daha fazla kayıp” seçenekleri birleştirilerek “daha fazla kayıp” başlığında incelenmiştir. Dolayısıyla 5 adet olan kayıp senaryoları 4-kazanç, 5- eşit kayıp, 6- daha fazla kayıp olmak üzere 3 senaryo olarak incelenmiştir.

Yeni durumda oluşan senaryo numaraları, kişisel kazanç/kayıp durumları ve diğerlerinin kazanç/kayıp durumları özet olarak Tablo 21’de yer almaktadır.

Tablo 21 - Birleştirilmiş Senaryolara Göre Kazanç/Kayıp Durumları

Senaryo No	Kişisel Kazanç/Kayıp Durumu	Diğerlerinin Kazanç Kayıp Durumu
Senaryo-1	%50 Kazanç	Daha Fazla Kazanç
Senaryo-2	%50 Kazanç	Eşit Kazanç
Senaryo-3	%50 Kazanç	Daha Az Kazanç
Senaryo-4	%50 Kayıp	Kazanç
Senaryo-5	%50 Kayıp	Eşit Kayıp
Senaryo-6	%50 Kayıp	Daha Fazla Kayıp

Verilerin analizinde ilk olarak, diğerlerinin kazanç/kayıp pozisyonlarının, kişinin algısal çerçeve, eşitsizlik algısı ve genel hisleri üzerine etkisinin varlığı test edilirken, daha sonra kişinin yatırım yapmaya devam etmek veya yatırımı sonlandırıp parasını nakde dönüştürmek seçeneklerinden birisine karar vermesi aşamasında kendi kazanç/kayıpları ve ilgili diğer yatırımcıların kazanç/kayıplarının etkisinin varlığı test edilmiştir. Türkiye’de ve Polonya’da yapılan anketler için yapılan istatistiksel testler ve elde edilen sonuçlar detaylı olarak aşağıda sunulmuştur.

4.2.1 Algısal Çerçeve (Framing)

Bu analizin amacı, bireylerin yatırımları sonucunda kendilerini kazançta veya kayıpta hissetmelerinde, kendi kazanç/kayıplarının yanı sıra, ilgili diğer yatırımcıların kazanç/kayıplarının etkisinin varlığını test etmektir. Türkiye’de yapılan anketin istatistiksel analiz çalışmasından elde edilen sonuçları aşağıda yer almaktadır. Tablo 22’de gösterilirken, Polonya’da yapılan anketin sonuçların Tablo 23’de verilmiştir. Tablolarda altı senaryo için ortalamalar, standart sapmalar ve örneklem büyüklükleri gösterilmiştir.

“Kar getiren yatırım kararları, kayba neden olan yatırım kararlarına nazaran daha çok kazanç hissiyatını ifade eder” önermesinde bulunan, hipotez 1a’yı test etmek için yapılan çalışmada, kazanç ve kayba neden olan yatırım kararları alınması durumunda ortaya çıkan kazanç ve kayıp hisleri arasında her iki ülke için anlamlı bir fark olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Türkiye için ($F = 257,15$, $p < 0.001$) kazanç durumunda ortalama değer (5,39) olarak bulunurken, kayıp durumunda ortaya çıkan ortalama değer 7 üzerinden (2,14)’dür. Polonya için ise ($F = 458,34$, $p < 0.001$) kazanç durumunda ortalama değer (5,92) çıkarken, kayıp durumunda ortaya çıkan ortalama değer (1,77)’dir. Bu sonuç her iki ülke için hipotez-1a’nın doğruluğunu ortaya koymaktadır.

Hipotez 1b; kişilerin aldığı yatırım kararları diğer insanların yatırımlarından daha çok kazandırıyor (m) ve kişilerin aldığı yatırım kararları diğer insanların yatırımlarına eşit kazandırıyor (n) ve kişilerin aldığı yatırım kararları diğer insanların yatırımlarından az kazandırıyor (o), “m” durumu “n” ye göre ve “n” durumu “o”ya göre daha çok kazanç algısı oluşturur.

Her iki ülkede yapılan çalışmalarda; diğer yatırımcıların daha çok getiri (daha yüksek kazanç veya daha az kayıp) sağlama durumu ile eşit veya daha az getiri (daha fazla kayıp veya daha az kazanç) elde etme durumları arasında anlamlı farklar olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Türkiye’de ($F = 59,82$, $p < .001$) diğer yatırımcıların daha yüksek getiri elde etmesi durumunda, yatırımcının kazanç algısı ortalaması 7 üzerinden (2,21) olup, en düşük düzeyde seyretmektedir. Yatırımcı, ilgili diğer yatırımcılarla eşit

kazanç/kayıp elde etmişlerse kazanç algısı (4,53)'tür. Diğer yatırımcılar, daha kötü bir getiri elde etmiş olmaları durumunda ise, ortalama kazanç hissi (4,98) ile en yüksek seviyeye ulaşmaktadır. Benzer şekilde Polonya'da ($F = 7,68$, $p < .001$) yatırımcının diğerlerinden daha az getiri (daha az kazanç veya daha fazla kayıp) elde etmesi durumunda, ortaya çıkan kazanç algısı (3,04) ile en düşük seviyede gerçekleşmektedir. Yatırımcı, diğer yatırımcılarla eşit kazanç/kayıp durumunda ise, oluşan kazanç algısı (4,67) ile maksimumdur. Yatırımcı diğer yatırımcılara kıyasla daha fazla getiri (daha fazla kazanç veya daha düşük kayıp) elde etmişse, ortaya çıkan kazanç hissi (4,22)'dir. Yatırımcının diğer yatırımcılarla eşit kazanç/kayıp durumu ve diğer yatırımcılardan daha yüksek getiri elde etme durumları arasında istatistiksel olarak anlamlı fark bulunamaması nedeniyle hipotez-1b her iki ülke için tam olarak sağlanamamıştır.

Tablo 22 - Türkiye'de Yapılan Anket İçin Algısal Çerçeveleme (Framing) Analiz Sonuçları

		DİĞER YATIRIMCILAR			
		Daha Çok Kazanç	Eşit Kazanç	Daha Az Kazanç	
YATIRIMCI	Kazanç	M	3,45	6,08	6,81
		SD	1,61	1,10	0,45
		n	44	24	48
			Kazanç	Eşit Kayıp	Daha Fazla Kayıp
	Kayıp	M	1,29	2,76	2,98
		SD	0,46	0,94	1,11
n		59	21	44	

NOT: Skorun büyümesi "kazanç" algısının artması anlamına gelmektedir.

Türkiye'deki yatırımcıların kendilerini en çok kazançta hissettikleri durum, kendileri mutlak kazanç durumundayken, diğer yatırımcıların daha az kazanç sağladıkları durumudur (Senaryo-3). Tablo 22'den görülebileceği gibi, tarif edilen durumda ortaya çıkan ortalama kazanç hissiyatı 7 üzerinden (6,81)'dir. (6,08) ortalama değeri ile ikinci sırada olan, yatırımcının, diğer yatırımcılarla eşit kazanç elde ettikleri durumdur (Senaryo-2). Yatırımcı mutlak kazançta olmasına rağmen, diğer yatırımcıların daha yüksek kazanç elde etmiş olduğu durumda ortaya çıkan ortalama değer (3,45)'e

düşmektedir (Senaryo-1). Bir başka ifadeyle, yatırımcılar, kazançta bile olsalar, diğer yatırımcılardan az kazanç sağlamış olmaları nedeniyle, kayıp algısı oluşmaktadır. Yatırımcının kendisini en fazla kayıpta hissettiği durum ise, ortalaması (1,29) ile yatırımcı mutlak kayıptayken, diğer yatırımcıların kazançta olma durumudur (Senaryo-4).

Polonya'daki yatırımcıların kendilerini en çok kazançta hissettikleri durum, diğer yatırımcılardan daha fazla kazandıkları ve diğer yatırımcılarla eşit miktarda kazanç sağladıkları durumlardır (Senaryo-2 ve 3). Tablo 23'den görülebileceği gibi, ortalama kazanç hissiyatı 7 üzerinden ilk durumda (6,60) ve ikinci durumda (6,56)'dır. Bu iki durumda oluşan değerler arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark yoktur. Yatırımcının kendisini en fazla kayıpta hissettiği durum ise, ortalaması (1,17) ile kendisi mutlak kayıptayken, diğer yatırımcıların kazançta olması durumudur (Senaryo-4).

Tablo 23 - Polonya'da Yapılan Anket İçin Algısal Çerçeveleme (Framing) Analiz Sonuçları

		DİĞER YATIRIMCILAR			
		Daha Çok Kazanç	Eşit Kazanç	Daha Az Kazanç	
YATIRIMCI	Kazanç	M	4,82	6,60	6,56
		SD	1,97	0,58	1,57
		n	38	25	102
		Kazanç	Eşit Kayıp	Daha Fazla Kayıp	
YATIRIMCI	Kayıp	M	1,17	2,25	2,05
		SD	0,38	1,07	1,36
		n	36	20	42

NOT: Skorun büyümesi "kazanç" algısının artması anlamına gelmektedir.

Bu sonuçlar, kişilerin yapmış oldukları yatırımlardan elde ettikleri kazanç/kayıpları mutlak değer olarak değerlendirmek yerine, ilgili diğer yatırımcıların kazanç/kayıp durumlarını da dikkate alarak değerlendirme eğilimi içerisinde olduklarını göstermektedir. Buna bağlı olarak kazanç ve kayıp algısı değişmektedir. Örneğin, kazandıran yatırım kararları bile almış olsalar, diğer yatırımcıların daha yüksek kazançlar sağlaması, bireylerde kaybetmişlik hissiyatı uyandırmaktadır. Diğer bireylerin

daha az getiri elde etmiş olması da bireylerde getirinin mutlak değerine oranla daha fazla kazanç algısı oluşturmaktadır. Bu sonuçlar Fox ve Dayan (2004)'ın İsrail'de yapmış olduğu benzer çalışmanın sonuçlarıyla uyumlu bir görüntü çizmektedir. Fox ve Dayan (2004)'e göre, İsrail'deki yatırımcıların kendilerini en yüksek seviyede kazançta hissettikleri durum mutlak kazançtayken ve diğer yatırımcıların daha az veya eşit kazanç sağladıkları durumdur. En yüksek düzeyde kayıpta hissettikleri durum ise, kendileri mutlak kayıptayken, diğer yatırımcıların kazanç elde ettikleri durumdur. Görüldüğü gibi Fox ve Dayan'ın çalışmasında ve bu çalışmada algısal çerçeve değişkeni için yakın sonuçlar çıkmıştır. Sonuçlar ülkeler için uyumlu görünmesine rağmen, dikkat çeken fark, Türkiye'de oluşan maksimum kazanç ve kayıp algıları, İsrail'de oluşan algılara kıyasla daha yüksek ve keskindir. Hofstede (1980)'nin yapmış olduğu çalışmada Türkiye kolektivist bir kültüre sahipken, İsrail bireyci bir kültüre sahiptir. Bu bilginin ışığında; yatırımcıların mutlak kazançta olmasının yanında, diğer yatırımcılardan daha yüksek kazanç elde etmesi durumunda oluşan kazanç algısının kolektivist kültüre sahip olan Türkiye'de, bireyci kültüre sahip olan İsrail'e oranla daha yüksek çıkması şaşırtıcıdır. Bunun paralelinde, yatırımcı kayıptayken, diğer yatırımcıların kazançta olması durumunda ortaya çıkan kayıp algısının Türkiye'de, İsrail'e göre daha yüksek olması, bireyci-kolektivist yaklaşıma ters düşmektedir.

Üç farklı ülkede yapılan çalışmaların ortak sonucu olarak, yatırımcılar önceki yatırımlarında kazanç elde etmişlerse, kazanç algısı; önceki yatırımlarından kayba uğramışlarsa, kayıp algısı oluşmaktadır. Fakat bu çalışmada ortaya konan dikkat çekici sonuçlardan bir tanesi, kişilerin kazanç ve kayıp algısında, ilgili diğer yatırımcıların kazanç ve kayıp durumlarının etkin rol oynadığıdır. Türkiye, Polonya ve İsrail'deki yatırımcılar, diğer yatırımcıların daha iyi durumda olmalarını (daha fazla kazanmalarını veya daha az kaybetmelerini) kendi kayıpları gibi, diğer yatırımcıların daha kötü durumda (daha fazla kayıp veya daha az kazanç) veya eşit durumda olmalarını kendi kazançları olarak algılama eğilimi içindedirler.

4.2.2 Eşitsizlik Algısı (Inequity Perception)

Bu analizin amacı, insanların yatırımları sonucunda hissettikleri eşitsizlik algısı üzerinde, kendi kazanç/kayıplarından başka, çevresindeki önemseydiği diğer insanların

kazanç/kayıplarının etkisinin varlığını test etmektir. Türkiye’de uygulanan anketler üzerinde yapılan istatistiksel analiz çalışmasının sonuçları Tablo 24’te, Polonya’ya ait sonuçlar ise Tablo 25’te verilmiştir. Bu tablolarda altı senaryo için ortalamalar, standart sapmalar ve örneklem büyüklükleri gösterilmiştir.

Hipotez-2; kişilerin aldığı yatırım kararları diğer insanların yatırımlarından daha çok veya eşit kazandırıyor (m), kişilerin aldığı yatırım kararları diğer insanların yatırımlarından daha az kazandırıyor (n), yatırımcı “n” durumunda, “m” durumuna kıyasla daha çok eşitsizlik hisseder.

Türkiye’ye ait verilerle yapılan analizin sonucunda, ($F = 39,42$, $p < .001$) yatırımcılar, diğer yatırımcılardan fazla kazanmaları durumlarında ($M=2,22$) veya diğer yatırımcılarla eşit kazanç sağlamaları durumunda ($M=1,82$), diğer yatırımcılardan daha az kazanç sağlaması durumuna ($M=3,17$) göre daha az eşitsizlik algısı içerisinde olmaktadır. Polonya’ya ait verilerle yapılan analizlerde de sonuçlar benzer çıkmıştır. ($F = 37,45$, $p < .001$) Yatırımcının diğer yatırımcılardan fazla kazanması durumunda ($M=2,72$), eşit kazanması durumunda ($M=1,85$) ve diğerlerinden daha az kazanması durumunda ($M=3,20$) olmaktadır. Bu sonuçlara bakarak, her iki ülke için, hipotez-2’nin geçerli olduğunu söylemek mümkündür.

Tablo 24 - Türkiye’de Yapılan Anket İçin Eşitsizlik Algısı (Inequity Perception) Analiz Sonuçları

		DİĞER YATIRIMCILAR			
		Daha Çok Kazanç	Eşit Kazanç	Daha Az Kazanç	
YATIRIMCI	Kazanç	M	3,06	1,75	2,04
		SD	0,63	0,75	0,77
		n	44	24	48
		Kazanç	Eşit Kayıp	Daha Fazla Kayıp	
YATIRIMCI	Kayıp	M	3,94	2,37	2,74
		SD	0,58	0,84	0,82
		n	59	21	44

NOT: Skorun büyümesi "eşitsizlik" algısının artması anlamına gelmektedir.

Tablo 24'te görüldüğü gibi Türkiye'deki yatırımcıların eşitsizlik algısını en yüksek düzeyde hissettiği senaryo, kendisi mutlak kayıptayken, diğer yatırımcıların kazançta olması durumudur (Senaryo-4). Bu durum için algılanan eşitsizlik 5 üzerinden (3,94) ile maksimumdur. Eşitsizlik algısını en düşük düzeyde hissettiği senaryo, yatırımcının kendisinin ve diğer yatırımcıların eşit miktarda kazançta oldukları durumudur (Senaryo-2).

Tablo 25 - Polonya'da Yapılan Anket İçin Eşitsizlik Algısı (Inequity Perception) Analiz Sonuçları

		DİĞER YATIRIMCILAR			
		Daha Çok Kazanç	Eşit Kazanç	Daha Az Kazanç	
YATIRIMCI	Kazanç	M	2,77	1,75	2,53
		SD	1,01	0,60	0,66
		N	38	25	39
		Kazanç	Eşit Kayıp	Daha Fazla Kayıp	
YATIRIMCI	Kayıp	M	3,66	1,98	2,90
		SD	0,49	0,88	0,86
		N	36	20	42

NOT: Skorun büyümesi "eşitsizlik" algısının artması anlamına gelmektedir.

Tablo 25'ten görüldüğü gibi Polonya'daki yatırımcının eşitsizlik algısını en yüksek düzeyde hissettiği senaryo, kendisinin kaybetmesine karşın, diğer yatırımcıların kazanç elde etmesi durumudur (Senaryo-4). Bu durum için algılanan eşitsizlik 5 üzerinden (3,66)'dır. Eşitsizlik algısını en düşük düzeyde hissettiği senaryo, yatırımcının kendisinin ve diğer yatırımcıların eşit miktarda kazandıkları durumudur (Senaryo-2). Dolayısıyla eşitsizlik algısında iki ülke arasında hemen hemen aynı sonuçlar elde edilmiştir.

Bu kısımda elde edilen sonuçlar, kişilerin eşitsizlik, hak, adalet algılarının, çevresindeki önemsendiği diğer yatırımcıların kazanç/kayıp durumlarından etkilendiğini göstermektedir. Örneğin, yatırımcı mutlak kazanç durumunda olsa da, diğer yatırımcıların daha yüksek kazanç elde etmesi durumunda hissedilen eşitsizlik,

adaletsizlik seviyesi yükselmektedir. Bireyler, diğer insanların kendilerinden daha fazla getiri elde etmelerini (daha yüksek kazanç veya daha düşük kayıp) haksızlık olarak algılama eğilimi içindedirler.

Eşitsizlik algısı kapsamındaki çalışmalar eşitsizlik teorisiyle uyumlu olarak yapılmıştır. Eşitsizlik teorisinden hatırlanacağı gibi, eşitsizlik algısının temelinde karşılaştırma vardır ve bu algının doğabilmesi için bireylerin kendilerini karşılaştırabilecekleri insanlara ihtiyaçları vardır. Dolayısıyla, yatırımcıların diğer yatırımcılardan bağımsız olarak, kendi mutlak kazanç ve kayıplarına göre bu hissin değişmemesi beklenir. Nitekim Fox ve Dayan (2004)'ın İsrail'deki çalışmalarında, yatırımcıların kendi mutlak kayıp ve kazanç durumlarında ortaya çıkan eşitsizlik algıları arasında anlamlı farklar çıkmamıştır. Fakat Türkiye ve Polonya'da yapılan çalışmalardan alınan sonuçlar şaşırtıcı şekilde Fox ve Dayan (2004)'ın çalışmasından farklılık göstermektedir. Yatırımcılar, diğer yatırımcıların kazanç ve kayıplarından haberdar olmaksızın, mutlak kayıp durumunda, kazanç durumuna kıyasla daha çok eşitsizlik hissetmektedir.

Eşitsizlik teorisinde incelendiği gibi, yatırımcılar diğer yatırımcılarla karşılaştırma yaparken yapmış oldukları yatırımların [(getiri-maliyet)/yatırım] oranlarına bakmaktadırlar ve bu oranlar birbirinden uzaklaşırsa eşitsizlik algısı ortaya çıkmaktadır. Türkiye ve Polonya için elde edilen bulgular (en düşük eşitsizlik algısının; senaryo-2'de, en yüksek eşitsizlik algısının ise Senaryo-4'te gerçekleşmesi) eşitsizlik teorisiyle uyumlu bir görüntü çizmektedir. Fox ve Dayan (2004)'ın çalışmasından elde edilen sonuçların bir kısmı ise eşitsizlik teorisi ile uyumluyken, bir kısmı uyuşmamaktadır. Teoriyle ve bu çalışmadan elde edilen sonuçlarla uyuşan kısmı, yatırımcıların kendileri mutlak kayıptayken, diğer yatırımcıların kazançta oldukları durumda en yüksek seviyede eşitsizlik hissetmesidir. Teoriyle ve bu çalışmadan elde edilen sonuçlarla uyuşmayan kısmı ise, İsrail'deki yatırımcıların, diğer yatırımcılardan daha fazla kazanç ve diğerler yatırımcılarla eşit kazanç elde etmeleri durumlarında oluşan eşitsizlik algıları arasında istatistiksel olarak anlamlı farkların olmamasıdır. Bunun açıklaması, Hostede (1980)'e göre bireyci kültüre sahip olan İsrail'deki yatırımcıların, diğer yatırımcılardan daha yüksek kazanç elde ettiklerinde, adaletsizlik hislerinin yeterli düzeyde oluşmaması olarak yapılabilir. Kolektivist kültüre sahip olan Türkiye'de ise sonuçlar kolektivizmin özelliklerini yansıtmakta olup yatırımcılar diğer yatırımcılardan daha yüksek kazanç

elde ettiklerinde, eşit kazanç elde etme durumlarına kıyasla daha yüksek adaletsizlik hissetmektedirler.

Bireylerde eşitsizlik, adaletsizlik algılarının oluşma durumu bireyler arasındaki ilişkinin boyuna bağlı olarak değişmektedir. İlişki düzeyinin olumludan olumsuzaya doğru kayması, bireylerin eşitsizlik algılarına doğrudan etki etmektedir. Örneğin, Walster ve Bercheid (1978) ve Messiek ve Sentis (1985) tarafından yapılmış olan çalışmalar, olumlu bir ilişki içerisinde olan yatırımcıların, diğer yatırımcılarla eşit seviyede kazanç sağlamayı tercih ettiklerini ortaya koymuşlardır. Olumsuz ilişki içerisinde olan yatırımcıların ise, diğer yatırımcıdan daha fazla kazanç elde etmeyi tercih etmektedirler. Türkiye ve Polonya’da yürütülmüş olan bu çalışmada yatırımcıların ilişki düzeyinin işbirlikçi ve olumlu olması nedeniyle, elde edilen sonuçlar bu iki çalışmayla uyum göstermektedir.

4.2.3 Genel Hisler (General Feelings)

Bu kısımda yapılan analizin amacı, bireylerin yatırımları sonucundaki genel düşünce ve hisleri üzerinde, kendi kazanç/kayıplarından başka, çevresindeki önemseydiği diğer yatırımcıların kazanç/kayıplarının etkisinin varlığını test etmektir. Türkiye’de uygulanan anketler üzerinde yapılan istatistiksel analiz çalışmasının sonuçları Tablo 25’te, Polonya’ya ait sonuçlar ise Tablo 26’da verilmiştir. Bu tablolarda altı senaryo için ortalamalar, standart sapmalar ve örneklem büyüklükleri gösterilmiştir.

Hipotez-3a; kar getiren yatırım kararları alındığı durumlarda, kayba neden olan yatırım kararları alınması durumuna göre daha pozitif hisler oluşur. Bu hipotezde; kazanç ve kayba neden olan yatırım kararları alınması durumunda ortaya çıkan genel hisler arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farkın varlığı test edilmiştir.

Türkiye’ye ait verilerle yapılan analizin sonucunda, kazanç ve kayba neden olan yatırımlar arasında açık ve anlamlı farkın olduğu, kazanç durumunda ($M=2,78$), kayıp durumuna ($M=5,08$) kıyasla daha fazla pozitif hisler yaşandığıdır ($F = 481,273$, $p < .001$). Polonya’ya ait verilerden elde edilen sonuçlar da farklı değildir ($F = 95,58$, $p <$

.001). Genel hisler, kazanç durumunda (M=2,97) çıkarken, kayıp durumunda (M=4,47) çıkmıştır. Bu sonuçlar, her iki ülke için hipotez-3a'nın doğruluğunu kanıtlamaktadır.

Hipotez-3b; kişilerin aldığı yatırım kararları diğer insanların yatırımlarından daha çok kazandırıyor (m), kişilerin aldığı yatırım kararları diğer insanların yatırımlarına eşit miktarda kazandırıyor (n) ve kişilerin aldığı yatırım kararları diğer insanların yatırımlarından daha az kazandırıyor (o); "m" durumu "n" ye göre ve "n" durumu "o" ya göre daha çok pozitif hisler oluşmasına neden olur.

Tablo 26'da görüldüğü gibi, Türkiye'ye ait verilerle yapılan analizin sonucunda, yatırımcının genel hislerinin en olumlu olduğu durum kendisinin, diğerlerinden daha fazla kazanç elde ettiği durumdur. Yatırımcının genel hislerinin en olumsuz olduğu durum ise, kendisinin kayıpta olmasına rağmen, diğer yatırımcıların kazanç sağladığı senaryodur.

Tablo 26 - Türkiye'de Yapılan Anket İçin Genel Hisler (General Feelings) Analiz Sonuçları

		DİĞER YATIRIMCILAR			
		Daha Çok Kazanç	Eşit Kazanç	Daha Az Kazanç	
YATIRIMCI	Kazanç	M	3,94	2,40	2,00
		SD	1,10	0,87	0,75
		n	44	24	48
		Kazanç	Eşit Kayıp	Daha Fazla Kayıp	
YATIRIMCI	Kayıp	M	6,12	4,64	4,48
		SD	0,58	0,56	0,55
		n	59	21	44

NOT: Skorun büyümesi "OLUMSUZ hislerin" artması anlamına gelmektedir.

Polonya'ya ait verilerle yapılan analiz sonuçları ise Tablo 27'de verilmiştir. Yatırımcının genel hislerinin en olumsuz olduğu durum, Türkiye'dekiyle aynı olup, yatırımcının kayıpta ve diğer yatırımcıların kazançta olduğu durumdur. Yatırımcının genel hislerinin en olumlu olduğu durum ise, kendisinin ve diğer yatırımcıların eşit kazanç elde ettikleri durum olup, bu sonuç Türkiye'den elde edilen sonuçlardan farklıdır. Dolayısıyla, Türkiye'ye ait olan sonuçlar hipotez-3b'yi doğrular nitelikteyken,

Polonya'ya ait sonuçlar olumsuz hislerin yaşandığı durumda hipotezle örtüşürken, olumlu hislerin yaşandığı durumda hipoteze ters düşmektedir. Bu çelişkinin açıklaması, literatürde yer alan benzer çalışmaları ele aldıktan sonra yapılacaktır.

Tablo 27 - Polonya'da Yapılan Anket İçin Genel Hisler (General Feelings) Analiz Sonuçları

		DİĞER YATIRIMCILAR			
		Daha Çok Kazanç	Eşit Kazanç	Daha Az Kazanç	
YATIRIMCI	Kazanç	M	3,70	2,20	3,01
		SD	1,26	0,78	0,77
		n	38	25	39
		Kazanç	Eşit Kayıp	Daha Fazla Kayıp	
YATIRIMCI	Kayıp	M	5,18	3,81	4,43
		SD	0,79	1,24	1,27
		n	36	20	42

NOT: Skorun büyümesi "OLUMSUZ hislerin" artması anlamına gelmektedir.

Fox ve Dayan (2004)'ın İsrail'de yapmış olduğu çalışmasından elde edilen sonuçlar Polonya ve Türkiye'deki sonuçlardan farklılık göstermektedir. (Üç ülkeye ait sonuçlar Tablo-28'de verilmiştir) İsrail'deki yatırımcılar eşit kazanç durumunda maksimum olumlu hissederken, kendileri kayıptayken, diğer yatırımcıların daha fazla kayıpta olma durumunda en yüksek seviyede olumsuz hissetmektedirler. Burada dikkat çeken nokta; İsrail'deki yatırımcılar kayıp durumundayken, genel hisleri bakımında diğer yatırımcıların kazanç/kayıp durumlarından etkilenmemeleridir. Bir başka ifadeyle, yatırımcı kayıp durumundayken diğer yatırımcıların "daha iyi", "eşit" ya da "daha kötü" durumda olmaları arasında oluşan hisler arasında istatistiksel olarak anlamlı farklar bulunmamaktadır. Polonya ve Türkiye'de ise hem kazanç hem de kayıp durumlarında, yatırımcılar diğer yatırımcıların durumlarından önemli düzeyde etkilenmektedir.

Tablo 28 - Türkiye, Polonya ve İsrail İçin En Olumlu ve Olumsuz Genel Hisler

Ülkeler	En Olumlu Genel Hisler		En Olumsuz Genel Hisler	
	Yatırımcı	Diğer Yatırımcılar	Yatırımcı	Diğer Yatırımcılar
Türkiye	Kazanç	Daha Az Kazanç	Kayıp	Kazanç
Polonya	Kazanç	Eşit Kazanç	Kayıp	Kazanç
İsrail	Kazanç	Eşit Kazanç	Kayıp	Daha Fazla Kayıp

Eşitsizlik teorisi kısmında da bahsedildiği, yatırımcıların kendi kazanç/kayıpları ve diğer yatırımcıların kazanç/kayıplarını karşılaştırmaları sonucu oluşan hisleri araştıran bir çalışma De Dreu, Lualhati ve McCusker (1994) tarafından yapılmıştır. Söz konusu çalışmada, işbirlikçi ilişki düzeyinde, yatırımcıların en olumlu hissettikleri durum eşitlik halinde olurken, avantajlı eşitsizlik, dezavantajlı eşitsizliğe tercih edilmektedir. Bu konuda ortaya konulmuş ve bahsedilen bu çalışma ile benzer sonuçlara elde etmiş bir başka çalışma olan, Loewenstein, Thompson, ve Bazerman (1989)'a göre aralarında nötr ya da pozitif bir ilişki mevcut olan bireyler, eşit durumda olmayı, avantajlı durumda olmaya, avantajlı durumu ise, avantajsız duruma tercih etmektedirler. Türkiye ve Polonya'da yürütülmüş olan çalışmada, bireylerin kendilerini karşılaştırmaya tabii tuttıkları "diğer yatırımcılar", birlikte yatırım yapan, aynı sosyal ortamı paylaşan, olumlu ilişki içinde buldukları kişiler olarak tanımlanmışlardır. Dolayısıyla, çalışmada işbirlikçi olmayan bir ilişki boyutu söz konusu değildir. Genel hislere ilişkin analiz sonuçlarının yukarıda verildiği Polonya'daki durum bu çalışmalardan elde edilen sonuçlarla uyum gösterirken, Türkiye'den elde edilen sonuçlar farklılık göstermektedir.

Yukarıda belirtildiği gibi, yatırımcılar arasındaki olumlu ilişki düzeyi ve ülkelerde hakim olan kolektivist ve bireyci kültürler hesaba katıldığında elde edilen bu sonuçlar şaşırtıcıdır. Bireyci kültüre sahip olan Polonya'daki yatırımcılar, diğer yatırımcılardan daha yüksek kazanç elde ettiklerinde değil, onlarla eşit seviyede kazanç elde ettiklerinde daha olumlu hisler yaşamakta, bencillikten uzak, paylaşımcı bir tutum sergilemekte ve şaşırtıcı şekilde kolektivist kültüre ait olan bir özelliği yansıtmaktadırlar. Buna paralel olarak, kolektivist kültüre sahip olan Türkiye'deki yatırımcılar ise, diğer yatırımcılardan

daha çok kazanç elde ettiklerinde, eşit kazanç durumuna kıyasla daha yüksek seviyede olumlu hisler yaşamaktadır. Diğer bir ifadeyle, olumlu ilişki kurduğu bireylere karşı bir yarış içinde olup, onlardan iyi olmayı, onlarla eşit durumda olmaya tercih etmeleri bireyci kültüre ait bir özelliği yansıtmaktadırlar.

4.2.4 Algısal Çerçeve, Eşitsizlik Algısı ve Genel Hisler Bağımlı Değişkenleri Arasındaki İlişkilerin Analizi

Çalışmada bağımlı değişkenlerden üç tanesi olan algısal çerçeve, eşitsizlik algısı ve genel hisler arasındaki ilişkiyi ölçmek için bu üç değişken arasında Pearson korelasyonları hesaplanmıştır. Türkiye’de yapılan çalışmaya ait değişkenlerin korelasyon analizi Tablo 29’da, Polonya’ya ait analiz ise Tablo 30’da verilmiştir.

Türkiye’deki çalışmalardan elde edilen üç değişken arasındaki korelasyon anlamlı ve yüksek düzeyde çıkmıştır. Tablo 29’dan görülebileceği gibi algısal çerçeve ile eşitsizlik algısı arasındaki korelasyon katsayısı (-0,623), algısal çerçeve ile genel hisler arasındaki korelasyon (-0,831) ve son olarak eşitsizlik algısı ile genel hisler arasındaki korelasyon (0,677) olarak tespit edilmiştir.

Tablo 29 - Türkiye’de Yapılan Anketin Değişkenleri Arasındaki Korelasyon Katsayıları

		Algısal Çerçeve	Eşitsizlik Algısı	Genel Hisler
Algısal Çerçeve	Korelasyon Katsayısı	1	-0,623	-0,831
	Anlamlılık		0,000	0,000
	N	240	240	240
Eşitsizlik Algısı	Korelasyon Katsayısı	-0,623	1	0,677
	Anlamlılık	0,000		0,000
	N	240	240	240
Genel Hisler	Korelasyon Katsayısı	-0,831	0,677	1
	Anlamlılık	0,000	0,000	
	N	240	240	240

Polonya'daki çalışmalardan elde edilen üç değişken arasındaki korelasyon anlamlı çıkmıştır. Tablo 30'dan görülebileceği gibi algısal çerçeve ile eşitsizlik algısı arasındaki korelasyon katsayısı (-0,433), algısal çerçeve ile genel hisler arasındaki korelasyon (-0,639) ve son olarak eşitsizlik algısı ile genel hisler arasındaki korelasyon (0,525) çıkmıştır.

Tablo 30 - Polonya'da Yapılan Anketin Değişkenleri Arasındaki Korelasyon Katsayıları

		Algısal Çerçeve	Eşitsizlik Algısı	Genel Hisler
Algısal Çerçeve	Korelasyon Katsayısı	1	-0,433	-0,639
	Anlamlılık		0,000	0,000
	N	200	200	200
Eşitsizlik Algısı	Korelasyon Katsayısı	-0,433	1	0,525
	Anlamlılık	0,000		0,000
	N	200	200	200
Genel Hisler	Korelasyon Katsayısı	-0,639	0,525	1
	Anlamlılık	0,000	0,000	
	N	200	200	200

Türkiye ve Polonya'ya ait değişkenlerin korelasyon analizleri yorumlanacak olunursa; bireylerin kazançta olma algısı yükseldikçe, eşitsizlik algısında azalma meydana gelmektedir. Benzer şekilde bireylerin kazançta olma hissi arttıkça, olumlu hisleri de artmaktadır. Ayrıca bireylerin eşitsizlik algısı arttıkça, olumsuz genel hislerinin de arttığı sonucuna ulaşılmıştır. Türkiye için korelasyon katsayısı değerlerini (0,5)'ten büyük olduğu için değişkenler arasında yüksek korelasyon olduğundan bahsetmek yanlış olmayacaktır. Fakat Polonya için, algısal çerçeve ve eşitsizlik algısı arasında orta derecede korelasyon varken, diğerleri arasında yüksek korelasyon bulunmaktadır.

4.2.5 Karar Seçimi (Decision Choice)

Bu kısımda yapılmış olan analizin amacı yukarıda bahsedilen algı ve hislerin risk alma ve yatırımı sonlandırma veya yatırıma devam etme kararları üzerinde etkisinin olup olmadığını araştırmaktır.

Hipotez 4a; yatırımcılar, kayba neden olan yatırım kararları aldığı durumlarda, kazanç sağlayan yatırım kararları aldığı durumlara kıyasla, daha fazla risk eğilimi göstermektedir

Hipotez 4b; yatırımcının, geçmişte elde ettiği kazançlarının, diğer yatırımcıların kazançlarından daha yüksek olması durumu (m), yatırımcının geçmişte elde ettiği kazançları diğer yatırımcıların kazançlarıyla eşit olması durumu (n), yatırımcının geçmişte elde ettiği kazançları diğer yatırımcıların kazançlarından daha düşük olması durumu (o) ise, yatırımcılar “o” durumunda, “n” durumuna kıyasla ve “n” durumunda “m” durumuna kıyasla daha fazla risk eğilimi göstermektedirler.

Beklenti teorisi'nden yola çıkarak geliştirilmiş olan ve yukarıda hatırlatılan hipotez-4a ve 4b'ye göre bireyler yatırım yapmaya devam etmek ya da yatırımı sonlandırmak kararlarını, önceki kazanç veya kayıp tecrübelerinden yola çıkarak verirler. Kendilerini kayıpta hissettikleri durumlarda, kaybettiklerini tekrar kazanabilmek amacıyla daha fazla risk alıp, yatırıma devam etmeye eğilimli olurlar. Kendilerini kazançta hissettiklerinde ise, kazandıklarını kaybetmekten çekinerek daha fazla risk almayıp, yatırımı sonlandırma eğilimi içerisinde olurlar. Türkiye'de yapılan çalışmalardan elde edilen verilerle yapılan istatistiksel analizler Tablo 31'de, Polonya'dan elde edilen verilerle yapılan analiz sonuçları ise Tablo 32'de gösterilmektedir.

Türkiye'deki çalışmada, yatırımcının kazanç ve kayıp durumlarına göre yapılan testlerde, yatırımcıların kazanç ve kayıp durumlarındaki karar seçimleri arasında anlamlı farkların olduğu sonucuna ulaşılmıştır ($F = 27,66$, $p < .001$). Ayrıca, bireyler kazanç durumlarında ($M=4,66$), kayıp durumlarına ($M=6,15$) kıyasla riskten daha çok çekinmektedirler. Bu durum, beklenti teorisine uygun olup, hipotez-4a'nın doğruluğunu ispatlamaktadır. Polonya'dan elde edilen verilerle yapılan analizlerde, yatırımcıların kazanç ($M=5,05$) ve kayıp ($M=5,20$) durumlarındaki karar seçimleri arasında anlamlı bir fark olmadığı tespit edilmiştir. Bu durum beklenti teorisi ve hipotez-4a ile çelişmektedir. Bu çelişki, Polonya'daki bireylerin yatırım kararları verme süreçlerinde, geçmiş tecrübelerinden (kazanç veya kayıp) önemli düzeyde etkilenmedikleri şeklinde açıklanabilir.

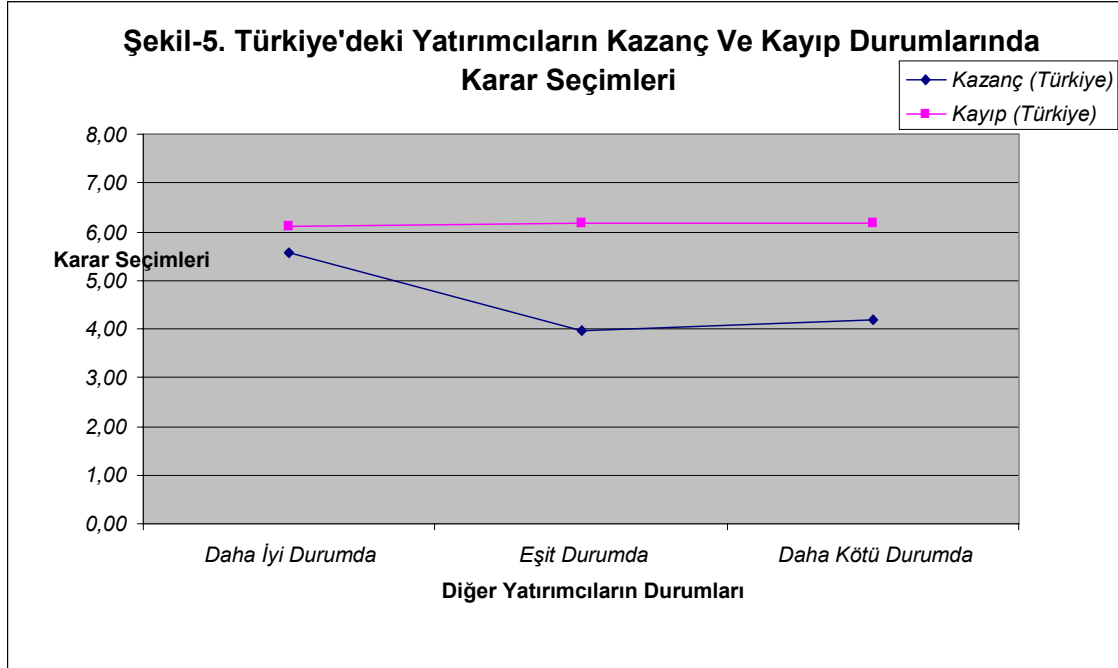
Tablo 31 - Türkiye'de Yapılan Anket İçin Karar Seçimi (Decision Determination) Analiz Sonuçları

		DİĞER YATIRIMCILAR			
		Daha Çok Kazanç	Eşit Kazanç	Daha Az Kazanç	
YATIRIMCI	Kazanç	M	5,57	3,96	4,19
		SD	1,96	2,44	2,52
		n	44	24	48
		Kazanç	Eşit Kayıp	Daha Fazla Kayıp	
YATIRIMCI	Kayıp	M	6,12	6,19	6,18
		SD	2,02	2,02	1,97
		n	59	21	44

NOT: Skorun büyümesi yatırımcının aynı hisse senetlerine yatırıma kararlılığının artması anlamına gelmektedir.

Tablo 31'den görülebileceği gibi, Türkiye'deki yatırımcıların risk alarak yatırım yapmaya devam etme kararlılığının en yüksek olduğu durum 8 üzerinden (6,19) ve (6,18) değerleri ile yatırımcının, diğer yatırımcılarla eşit miktarda (Senaryo-8) ve onlardan daha az kayba uğradığı (Senaryo-9) durumlardır. Bu iki durumda, yatırımcının risk alma eğilimi birbirine çok yakın olup, aralarında istatistiksel olarak anlamlı bir fark yoktur. Yatırım kararlılığının en düşük olduğu durum ise 8 üzerinden (3,96) ile yatırımcının, diğer yatırımcılarla eşit miktarda kazanç sağladığı durumdur. Türkiye'den elde edilen bu sonuçlar hipotez-4b ile çelişmektedir. Bu çelişki; Şekil-5.'ten görüldüğü gibi, Türkiye'deki yatırımcıların "kayıpta" oldukları durumlarda risk sever bir tutum sergilemekle birlikte, diğer yatırımcıların pozisyonlarından önemli düzeyde etkilenmemelerinden kaynaklanmaktadır. Diğer bir ifadeyle, yatırımcı kayba uğramışsa, diğer yatırımcıların kazançta, eşit kayıpta ya da daha fazla kayıpta olmaları, yatırımcının risk eğiliminde istatistiksel olarak anlamlı bir fark yaratmamaktadır. Yatırımcı kazanç durumundaysa, kayıp durumuna kıyasla riskten kaçan bir eğilim içinde olmakla birlikte, diğer yatırımcıların kazanç/kayıp durumlarından etkilenmektedirler. Mutlak kazançta bile olsalar, diğer yatırımcılardan daha az kazanç elde etmişlerse, kendilerini kayıpta hissedip, daha fazla risk almaktadırlar. Fakat diğerleriyle eşit kazanç veya diğerlerinden daha yüksek kazanç durumunda iseler, 8 üzerinden yaklaşık olarak 4 birim risk alma eğilimi göstermektedirler. Diğer bir

ifadeyle, eşit kazanç ve daha yüksek kazanç durumlarında, risk eğilimi açısından anlamlı bir fark görülmemektedir.

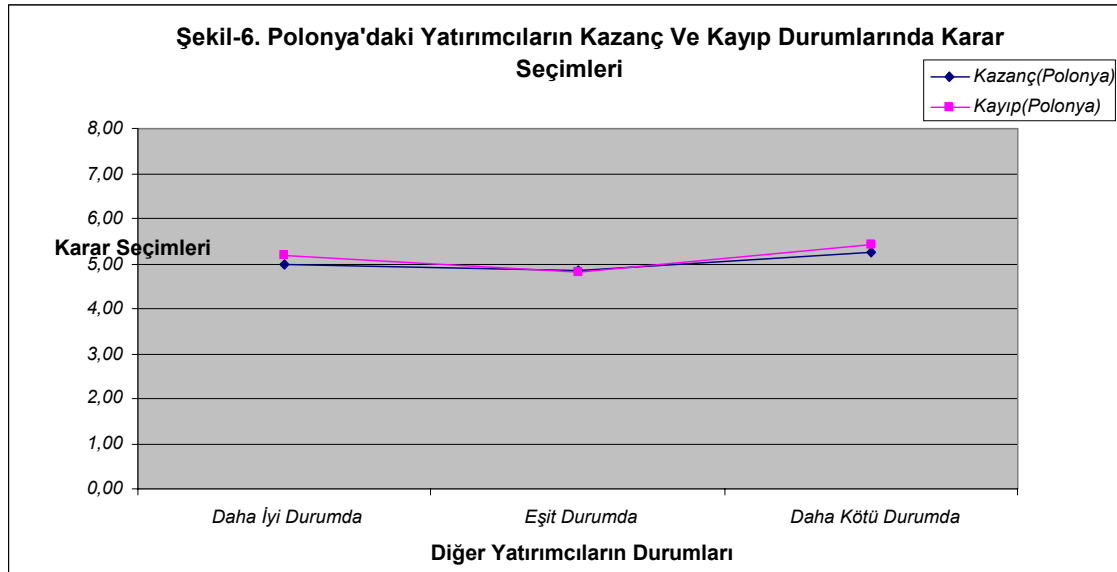


Polonya'daki yatırımcıların karar seçimleri analiz sonuçları Tablo 32'de verilmiştir. Elde edilen sonuçlara göre, yatırımcıların, kendi kazanç/kayıpları veya diğer insanların kazanç/kayıplarının karar seçimlerine olan etkileri arasında istatistiksel olarak anlamlı farklar bulunmamaktadır. Bu durum ise hipotez-4b ile çelişmektedir. Bunun açıklaması, daha önce de bahsedildiği gibi Polonya'daki bireylerin yatırım kararları verme süreçlerinde, diğer yatırımcıların kazanç/kayıp durumlarından önemli düzeyde etkilenmedikleri şeklinde yapılabilir. Özetle, Şekil-6'da gösterildiği üzere, Polonya'daki yatırımcıların verecekleri yatırım kararlarında, geçmiş yatırımlarından elde ettikleri sonuçların ve diğer yatırımcıların kazanç/kayıp durumlarının önemli bir etkisi yoktur. Yatırımcılar her durumda 8 üzerinden yaklaşık 5 birimlik bir kararlılıkla yatırımlarına devam etme eğilimi içindedirler.

Tablo 32 - Polonya'da Yapılan Anket İçin Karar Seçimi (Decision Determination) Analiz Sonuçları

		DİĞER YATIRIMCILAR			
		Daha Çok Kazanç	Eşit Kazanç	Daha Az Kazanç	
YATIRIMCI	Kazanç	M	4,97	4,84	5,26
		SD	2,20	2,04	2,01
		n	38	25	39
		Kazanç	Eşit Kayıp	Daha Fazla Kayıp	
YATIRIMCI	Kayıp	M	5,17	4,80	5,43
		SD	1,99	2,07	1,93
		n	36	20	42

NOT: Skorun büyümesi yatırımcının aynı hisse senetlerine yatırıma kararlılığının artması anlamına gelmektedir.



Beklenti teorisi'nde öne sürüldüğü gibi, önceki yatırımları nedeniyle kayba uğramış olan yatırımcılar, kayıplarını telafi etmek için riskli alternatifleri bir fırsat olarak görmekte ve bu yaklaşımla yatırım tercihleri yapmaktadırlar. Şekil-5 ve Şekil-6 birlikte değerlendirildiğinde; Türkiye'deki yatırımcıların kayıp durumunda, Polonya'daki yatırımcılara kıyasla daha fazla risk eğilimi gösterdiği sonucuna ulaşılmaktadır. Bunun açıklaması, Türkiye'deki yatırımcıların, Polonya'daki yatırımcılara kıyasla, zararlarını telafi etmek konusunda daha saldırgan olmaları ve buna bağlı olarak daha fazla risk alma eğilimi göstermeleridir.

Fox ve Dayan (2004)'ın İsrail'de gerçekleştirdiği çalışmanın sonuçları ise, Türkiye'nin sonuçlarından büyük oranda farklılık göstermektedir. Söz konusu çalışmaya göre, yatırımcılar kazanç durumunda, kayıp durumuna kıyasla daha fazla risk alma ve aynı hisse senedine yatırım yapmaya devam etme eğilimi göstermektedirler. Ayrıca, yatırımcı, diğer yatırımcılarla eşit seviyede kazanç elde ettikleri durumda en yüksek seviyede risk içeren yatırım kararları almaktadırlar. En çok riskten çekindikleri durum ise, diğerleriyle eşit miktarda kayba uğradıkları durumdur. Özetle, Türkiye'deki yatırımcılar kayıp durumunda riske açık bir görüntü sergilerken, İsrail'deki yatırımcılar aynı durumda riskten kaçan bir tutum izlemektedirler. Buna paralel olarak Türkiye'deki yatırımcılar kazanç durumunda riskten kaçarken, İsrail'deki yatırımcılar aynı durumda risk sever bir tutum izlemektedirler. Türkiye'deki sonuçlar beklenti teorisine uygun bir görüntü çizerken, İsrail'deki sonuçlar teoriyle tam anlamıyla zıtlık göstermektedir. Bu çelişkiye, birçok akademisyen farklı açıklamalar getirmektedir. Bunlara aşağıdaki paragraflarda yer verilmiştir.

İsrail'deki yatırımcılar kayıp durumundayken, verecekleri yatırım kararlarında diğer yatırımcıların kazanç/kayıp durumlarından etkilenmemektedirler. Diğer bir ifadeyle yatırımcılar kayıp durumundayken diğer yatırımcıların “daha iyi”, “eşit” ya da “daha kötü” durumda olmaları arasında oluşan karar tercihleri arasında istatistiksel olarak anlamlı farklar bulunmamaktadır. Önceki paragraflarda bahsedildiği gibi, bu durum Türkiye'deki yatırımcılar için de aynıdır. Kazanç durumunda, diğer yatırımcıların durumlarına göre karar tercihlerinde değişikliğe giden yatırımcılar, kayıp durumunda diğer yatırımcıların durumları ile ilgilenmemektedirler. De Dreu, Lualhati ve McCusker (1994)'nin çalışmalarının sonuçları İsrail ve Türkiye'deki yatırımcıların bu davranışlarını desteklemektedir. Söz konusu çalışmada, kayıpta olan bireyler, kazançta oldukları duruma kıyasla diğerlerinin kazanç/kayıp durumlarına karşı daha düşük hassasiyet göstermektedirler. Bunun açıklaması, kayıpta olan bireylerin, yalnızca kendi kayıplarını azaltma hedefinde olduklarını ve bu nedenle çevresindeki yatırımcıların durumlarına ilgi göstermemeleridir. Fakat kazançta olan bireyler, kendi durumlarına daha az ilgi göstererek, çevresindeki yatırımcıların kazançlarını da gözeterek, adaleti ölçmeye çalışmaktadırlar.

Algısal çerçevenin karar tercihlerine etkisi üzerine başka bir çalışma da Çin’de yapılmıştır. (Zhang ve diğ, 2008) Kahneman ve Tversky (1981)’nin yapmış oldukları “Asian Disease” deneyinde kanıtladıkları algısal çerçeve etkisinin genellenebilirliğini test etmeyi amaçlayan çalışmadan elde edilen sonuçlar beklenti teorisinden önemli ölçüde farklılık göstermektedir. Kahneman ve Tversky (1981)’nin çalışmasında kazanç ve kayıp durumlarında çift yönlü (bidirectional) çerçeveleme etkisi varken, bu çalışmada risk sever ve tek yönlü (unidirectional) çerçeveleme etkisi bulunmuştur. Diğer bir ifadeyle, kazanç ve kayıp durumlarının her ikisinde de yatırımcılar risk sever bir tutum sergilemişlerdir. Kayıp durumunda, kazanç durumuna göre daha risk alma eğilimi daha fazla olmasına rağmen bu fark istatistiksel olarak anlamlı çıkmamıştır.

Highhouse ve Yüce (1996), beklenti teorisini destekleyen hipotezler öne sürmüşlerdir. Yazarlara göre bireyler, yatırımlarında kayba uğradıklarında, riskli alternatifleri bir fırsat olarak görmekte ve tercih etmektedirler. Yatırımlarından kazanç elde ettiklerinde ise riskli alternatifleri tehdit olarak görüp kaçınmaktadırlar.

Fox ve Dayan (2004), İsrail’de yaptıkları çalışmanın sonuçlarından yola çıkarak Highhouse ve Yüce (1996)’nin açıklamalarını reddetmektedirler. Fox ve Dayan (2004)’a göre yatırımcılar kazanç durumunda riskli yatırımları bir fırsat olarak görürken, kayıp durumunda tehdit olarak görmektedirler. Yatırımcılar, yatırımları sonucunda kazanç elde ettiklerinde ve birlikte yatırım yaptıkları diğer yatırımcıların da eşit miktarda kazanç sağladıklarını öğrendiklerinde, aynı hisse senetlerine yatırmayı bir fırsat olarak değerlendirmekte ve bu senetlere devam etmeleri yönünde güçlü bir inanç gelişmektedir. Benzer şekilde, yatırımcılar yatırımları sonucunda kayba uğradıklarında ve birlikte yatırım yaptıkları diğer yatırımcıların da eşit miktarda veya daha fazla kayıpta olduklarını öğrendiklerinde, aynı hisse senetlerine yatırım yapmayı bir tehdit olarak görmekte ve bu senetlere yatırım yapmaktan kaçınmaktadırlar. Fox ve Dayan (2004) bu açıklamaları yaparken, Tversky ve Kahneman (1974)’in mevcudiyet (availability) önyargısından da yararlanmışlardır. Çalışmanın önceki bölümlerinde de anlatılmış olan mevcudiyet önyargısı bireylerin sık ve en son karşılaştıkları olayların gerçekleşme ihtimallerini yüksek algılamalarıdır. Bu anlamda, diğer yatırımcılarla birlikte kazanç sağlamış bir yatırımcı, gelecekteki yatırımlarından da kazanç sağlama ihtimalini, benzer şekilde, diğer yatırımcılarla birlikte kayba uğramış bir yatırımcı

gelecekteki yatırımlarından da kayba uğrama ihtimalini daha yüksek olarak algılayacaktır. Bu nedenle, yatırımcılar beklenti teorisinin tersine, kazançta olduklarında, risk sever, kayıpta olduğunda ise riskten kaçır bir tutum sergileyecektir.

Thaler ve Johnson (1990) ise, geçmişte yapılan yatırımlar sonucunda elde edilen kar veya zararların risk alma konusundaki etkilerini araştırmış ve beklenti teorisi ile çelişen bulgular elde etmiştir. Çalışmaya göre, bireyler geçmişteki yatırımları sonucunda kazanç elde etmişlerse, yeni yapacakları yatırımlardaki olası kayıplarını orijinal sermayesinden değil daha önceki yatırımlarından elde ettiği kazançlarından telafi edeceklerini düşünmektedirler. Bu nedenle kazanç elde etmiş yatırımcılar riske açık bir tutum sergilerler. Bu duruma “evdeki para etkisi (House Money Effect)” denilmektedir. Geçmiş yatırımları sonucunda kayba uğrayan yatırımcılar ise, yapacakları yeni yatırımlarında, ellerinde kalan sermayelerini riskli yatırım seçeneklerine yatırmaktan kaçınmaktadırlar.

Özet olarak, Çin, Türkiye, Polonya ve İsrail ve daha birçok farklı akademisyenler tarafından farklı ülkelerde yapılmış olan çalışmaların her birinde, karar seçimi ve risk yaklaşımı konusunda farklı sonuçlar çıkmıştır. Bu bulguların büyük çoğunluğu Beklenti Teorisi ile ters düşmekte olup, beklenti teorisinin genellenebilirliği konusunda soru işaretlerine neden olmaktadır.

4.2.6 Karar Seçimi ve Diğer Bağımlı Değişkenler Arasındaki İlişkinin Analizi

Karar seçimi ve diğer üç bağımlı değişken olan algısal çerçeve, eşitsizlik algısı ve genel hisler arasındaki korelasyonu ölçmek amacıyla Pearson Korelasyonu hesaplanmıştır. Tablo 33’de Türkiye’ye ve Polonya’ya ait sonuçlar verilmiştir.

Tablo 33 - Türkiye ve Polonya’da Yapılan Anket İçin Karar Seçimi ve Diğer Değişkenler Arasındaki Korelasyon

		Algısal Çerçeve	Eşitsizlik Algısı	Genel Hisler
Karar Seçimi (Türkiye)	Korelasyon Katsayısı	-0,346	0,189	0,315
	Anlamlılık	0,000	0,003	0,000
	N	240	240	240
Karar Seçimi (Polonya)	Korelasyon Katsayısı	0,021	-0,029	0,038
	Anlamlılık	0,770	0,684	0,594
	N	200	200	200

Elde edilen sonuçlar, karar seçimi-algısal çerçeve arasındaki korelasyonun (-0,346) ile orta düzeyde olduğunu göstermektedir. Dolayısıyla yatırımcılar kendilerini kazançta hissettiklerinde, aynı hisse senedine yatırma kararlılıkları azalmaktadır, riskten kaçan bir tutum sergilemektedirler. Bir başka ifadeyle yatırımcılar kendilerini kayıpta hissettiklerinde, daha fazla risk alarak aynı hisse senedine yatırım yapma eğilimi göstermektedirler.

Karar seçimi ve eşitsizlik algısı arasındaki korelasyon ise, Tablo 33’de görülebileceği gibi (0,189) ile düşük düzeyde çıkmıştır. Dolayısıyla yatırımcılarda oluşan eşitsizlik algısı arttıkça, aynı hisse senedine yatırma diğer bir ifadeyle risk alma eğilimi artmaktadır. Diğer bir ifadeyle, yatırımcılarda adaletsizlik ve haksızlık duyguları oluşmayıp, eşitlik psikolojisi varsa, riskten kaçan bir tutum sergilemektedirler.

Karar seçimi ve genel hisler arasındaki korelasyon ise (0,315) ile orta düzeyde çıkmıştır. Bunun yorumu ise, yatırımcılarda olumsuz hislerin artması, aynı hisse senedinde yatırım yapma eğilimine neden olmaktadır. Diğer bir ifadeyle, yatırımcı olumlu hislere sahip olması durumunda, riskten kaçma eğilimi göstermektedir.

Polonya için hesaplanan değişkenlerden herhangi ikisi arasında istatistiksel olarak anlamlı bir korelasyon bulunamamıştır. Karar Seçimi başlıklı bölümde elde edilen sonuçlarla paralel olarak, Polonya’da bireyler yatırım kararlarını, kazanç ve kayıp algılarından, eşitsizlik algılarından ve genel hislerinden bağımsız olarak vermektedirler.

4.2.7 Çalışmanın Zayıf Yönleri

Anket Türkiye’de ve Polonya’da uygulanmıştır. Türkiye’de Türkçe olarak hazırlanan ve uygulanan anket, Polonya’da Lehçe’ye çevrilerek uygulanmıştır. Bu çeviri akademisyenlerin kontrolünde dikkatli olarak yapılsa da, çeviri esnasında anket soruları ve senaryo metinlerinde sonuçlara etki edebilecek anlam kaymaları oluşmuş olabilmektedir.

Anketin Türkiye ayağında yalnızca Hacettepe İşletme ve İktisat bölümleri öğrencileri ankete katılım sağlarken, Polonya ayağında AGH Üniversitesi (Science and Technology University) İşletme bölümü öğrencileri ankete katılmıştır. Bu örneklemelerin sonuçlarını Türkiye’ye ve Polonya’ya genellemek tam olarak doğruyu yansıtmayabilir. Örneğin, İMKB’de işlem yapan yatırımcı özelliklerine bakıldığında, yaş, cinsiyet, eğitim düzeyi, gelir düzeyi vb. gibi özellikler açısından bu çalışmadaki örneklemle benzeşmemektedir. Ayrıca, çalışmada kullanılan örneklem, sadece işletme ve iktisat öğrencilerinden oluştuğu için özelliklerin çoğunda çeşitlilik yaratılamamış ve istatistiksel analiz yapılamamıştır.

Anket Türkiye’de 240, Polonya’da 200 kişiye uygulanmıştır. Bilindiği gibi çalışmada 10 adet senaryo olup, bir katılımcıya yalnızca bir tane senaryo uygulanmaktadır. Dolayısıyla, istatistiksel analizler için uygun değer olan her bir senaryo için 30 katılımcı sağlanamamıştır.

5. BÖLÜM

SONUÇ

Bu çalışma temel olarak üç amaca yönelik olarak gerçekleştirilmiştir; birinci amaç, yatırımcıların kendi kazanç/kayıplarını çevresindeki önemseydiği diğer yatırımcıların kazanç/kayıpları ile karşılaştırdığında; kazanç/kayıp algısının, hislerinin ve eşitlik algılarının ne şekilde değiştiğini araştırmaktır. Çalışmanın ikinci amacı, yukarıda bahsedilen algı ve hislerin yatırımcıların risk algıları ve yatırım kararları üzerine etkisinin varlığını araştırmaktır. Bir başka ifadeyle, yatırımcıların kazanç durumunda riskten kaçan, kayıp durumunda ise risk seven bir tutum içerisinde bulunduğunu iddia eden beklenti teorisi'nin, diğer yatırımcıların kazanç/kayıp durumu da hesaba katıldığında, geçerliliğini ne derece koruduğu test edilmektedir. Çalışmanın üçüncü ve son amacı ise, bireyci kültüre sahip Polonya'da ve kolektivist kültüre sahip Türkiye'de bağımsız olarak gerçekleştirilmiş çalışmalardan elde edilen sonuçlar birbirleriyle ve literatürde yer alan diğer çalışmalarla karşılaştırılarak, kültürler arasındaki farkların, yatırımcıların karar seçimleri üzerine etkisini araştırmaktır.

Çalışmada temel olarak eşitsizlik teorisi, sosyal karşılaştırma teorisi ve beklenti teorisinden yararlanılmıştır. Bu teorilere dayanarak oluşturulmuş hipotezler, anketlerle elde edilen veriler kullanılarak test edilmiştir.

Türkiye ve Polonya'daki yatırımcılar, yatırımlarından kazanç elde ettiklerinde, zarara uğradıkları duruma kıyasla daha yüksek kazanç algısı oluşmaktadır. Ayrıca her iki ülkedeki yatırımcılar diğer yatırımcılardan daha kötü durumda olduklarında, kazanç algısı en düşük seviyede görülmektedir. Fakat her iki ülkede eşitlik durumunda ve yatırımcının diğer yatırımcılardan daha yüksek getiri elde ettikleri durumlarda oluşan kazanç algısı arasında istatistiksel olarak anlamlı fark bulunamamıştır.

Eşitsizlik teorisini test eden çalışmalardan elde edilen sonuçlara göre, Türkiye’de ve Polonya’da, yatırımcıların, diğerlerinden daha az kazanç sağlaması durumunda, diğeriyle eşit veya onlardan daha fazla kazanç elde etmesi durumuna kıyasla daha fazla eşitsizlik algısı oluşmaktadır.

Genel hisleri ölçmek için yapılan çalışmalardan elde edilen sonuçlara göre, yine her iki ülkedeki yatırımcılar, kar getiren yatırım kararları aldıklarında, kayba neden olan yatırım kararları aldıkları duruma göre daha pozitif hisler oluşmaktadır. Ayrıca, Türkiye’deki yatırımcıların en yüksek seviyede olumlu hissettiği durum diğer yatırımcılardan daha fazla kazanç elde ettiği durum olurken, en olumsuz hissettiği durum ise, diğer yatırımcılara kıyasla daha az kazanç elde ettiği durumdur. Bu durum Polonya’daki yatırımcılar için kısmen farklılık arz etmektedir. Buradaki yatırımcılar, diğerler yatırımcılardan daha az kazanç elde ettikleri durumda en yüksek seviyede olumsuz hisler yaşarken, Türkiye’deki yatırımcılardan farklı olarak, diğer yatırımcılarla eşit kazanç elde ettikleri durumda en yüksek seviyede olumlu hisler yaşamaktadırlar.

Beklenti teorisinin geçerliliğini test etmek amacıyla yapılan çalışmalardan elde edilen sonuçlara göre, Türkiye’deki yatırımcılar beklenti teorisine uygun şekilde, kayıp durumunda risk sever bir eğilim gösterirken, kazanç durumunda riskten kaçan bir tutum sergilemişlerdir. Fakat Polonya’daki yatırımcıların kazanç ve kayıp durumlarında gösterdikleri risk eğilimleri arasında istatistiksel olarak anlamlı farkların olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca, Türkiye’deki yatırımcıların en yüksek seviyede risk eğilimi gösterdiği durum, yatırımcı mutlak değer olarak kayıptayken, diğer yatırımcıların eşit miktarda veya daha fazla kayıpta oldukları durumdur. En düşük seviyede risk eğilimi gösterdiği durum ise, yatırımcı, diğer yatırımcılarla eşit miktarda kazançta olduğu durumdur. Polonya’daki yatırımcıların ise, kendi kazanç/kayıpları veya diğer yatırımcıların kazanç/kayıplarının karar seçimlerine olan etkileri arasında istatistiksel olarak anlamlı farklar olmadığı ortaya çıkmıştır.

Türkiye’deki yatırımcılar kayıp durumlarında, risk sever bir tutum sergilerken, aynı zamanda diğer yatırımcıların pozisyonlarından etkilenmemektedirler. Fakat yatırımcılar kazanç durumunda ise, kayıp durumuna kıyasla riskten kaçan bir eğilim içinde olmakla birlikte, diğer yatırımcıların kazanç/kayıp durumlarından etkilenmektedirler. Diğer

yatırımcılara göre daha kötü durumda iseler (daha az kazanç elde etmiş ya da daha fazla kayba uğramışlarsa) kayıp algısı oluşmakta ve risk alma eğilimi artmaktadır. Diğerleriyle eşit veya diğerlerinden daha iyi durumda olduklarında ise kazanç algısı oluşmakta ve riskten kaçma eğilimi artmaktadır.

Çalışmada algısal çerçeve, eşitsizlik algısı, genel hisler olarak isimlendirilen bağımlı değişkenlerin ve diğer bağımlı değişken olan karar seçiminin aralarındaki korelasyonun varlığı test edilmiştir. Polonya'daki çalışmada değişkenler arasında anlamlı bir korelasyon bulunamamıştır. Türkiye'deki çalışmada ise değişkenler arasındaki korelasyon anlamlı çıkmıştır:

Karar seçimi-algısal çerçeve arasında orta düzeyde korelasyon çıkmıştır. Bunun anlamı, yatırımcılar kendilerini kayıpta hissettiklerinde, daha fazla risk alarak aynı hisse senedine yatırma eğilimi göstermektedirler. Kazançta hissettiklerinde ise, yatırımcının aynı hisse senedine yatırma kararlılığı azalmakta, diğer bir ifadeyle riskten kaçan bir tutum sergilemektedir. Öte yandan, karar seçimi ve eşitsizlik algısı arasında düşük düzeyde korelasyon çıkmıştır. Yatırımcılarda oluşan eşitsizlik algısı arttıkça, aynı hisse senedine yatırma, dolayısıyla risk alma eğilimi artmaktadır. Son olarak, karar seçimi ve genel hisler arasında orta düzeyde korelasyon bulunmuştur. Yatırımcılarda olumsuz hislerin artması, aynı hisse senedinde yatırım yapma, daha fazla risk alma eğilimine neden olmaktadır.

KAYNAKÇA

- Abaan, E. D. (2002). *Fayda Teorisi ve Rasyonel Seçimler*. Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü.
- Adams, J.S. (1965). Inequity In Social Exchange In L. Berkowitz (Ed), *Advances In Experimental Social Psychology*, 2, 267-299
- Aksoy, T. Ve Şahin, I. (2009). Belirsizlik Altında Karar Alma: Geleneksel ve Modern Yaklaşımlar, Türkiye Ekonomi Kurumu, Tartışma Metni 2009/7 ([http ://www.tek. org.tr](http://www.tek.org.tr))
- Ali, A. (1994) The Incremental Information Content of Earnings, Working Capital from Operations, and Cash Flows. *Journal of Accounting Research*, 32, 61-76.
- Allais, M. (1953). Le Comportement de l'Homme Rationnel devant le Risque: Critique des Postulats et Axiomes de l'Ecole Americaine, *Econometrica*, 21, 503-546
- Alogan, Y. (2008). *Psikolojiye Giriş*. (Atkinson, R., Smith, E.E., Bem, D.J. ve Hoeksema, N, S.). İstanbul: Arkadaş Yayımları. (Orijinal Yayın 1999)
- Arısoy, N. (1968). *Yeni Psikolojiye Giriş*. İstanbul: Öğretmen Okulları Kitaplar.
- Ariel, R. A. (1987). A Monthly Effect in Stock Returns. *Journal of Financial Economics*, 18, 161-174.
- Ariel, R. A. (1990). High Stock Returns Before Holidays: Existence and Evidence on Possible Causes. *Journal of Finance*, 45, 1611-1626.
- Aronson, E. (1992). *The social Animal* (6. Basım.). NY: W.H. Freeman and Company.
- Ateş, A. (2007). Finansal Yatırımların Davranışsal Finans Açısından Değerlendirilmesi Üzerine Bir Araştırma. *Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi*. Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.
- Bailey, R.E. (2002). *Economics of Finansal Markets*. Lecture notes, Department of Economics Universty of Essex, U.K., s.15-20.
- Balaban, E. (1995). İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Ocak Ayı Etkisi, Ömer Hayam Etkisi ve Ümit Yasar Etkisi. *İşletme ve Finans*, 113, 75-88.
- Balaban, E., ve Candem, H. B. (1995). İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Bahama Etkileri. *İşletme ve Finans*, 113, 93-104
- Ball, R. (1992), The Earnings-price Anomaly, *Journal of Accounting and Economics*, 15, 319-347.
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, Sonbahar, 159-178.
- Banz, R. W. (1981). The Relationship Between Return and Market Value of Common Stoks. *Journal Of Financial Economics*, 9, 3-18
- Barak, O. (2006), Hisse Senedi Piyasalarında Anomaliler Ve Bunları Açıklamak Üzere Geliştirilen Davranışsal Finans Modelleri -İMKB'de Bir Uygulama. *Yayınlanmamış Doktora Tezi*. Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara
- Barak, O. (2008). İMKB'de Aşırı Reaksiyon Anomalisi ve Davranışsal Finans Modelleri Kapsamında

- Değerlendirilmesi. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 10 (1), 207 - 229
- Barak, O. Ve Demireli E. (2006). İMKB’de Gözlemlenen Fiyat Anomalilerinin Davranışsal Finans Modelleri Kapsamında Değerlendirilmesi, www.ekonomiportali.com/pdf/davfin1.pdf (19.03.2010)
- Barber, B., ve Odeon, T. (2001). Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment. *Quarterly Journal of Economics*, 116, 261-292.
- Barberis, N., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). A Model of Investor Sentiment. *Journal of Financial Economics*, 49, 307-343.
- Barberis, N., Shleifer, A., ve Vishny, R. (1998). A Model of Investor Sentiment. *Journal of Financial Economics*, 49, 307-343.
- Basu, S. (1977). The Investment Performance of Common Stocks In Relation to Their Price-Earnings Ratios. *Journal Of Finance*, 32, 663-682
- Bauman, W. S. (1965). The Less Popular Stocks Versus The Most Popular Stocks Versus. *Financial Analysts Journal*, Ocak/Şubat, 61-69.
- Beaver, P.(1996). Risk Management: Problems and Solutions. Newyork: Mc.Graw-Hill Book Co. Inc.
- Bellemare, C., Kröger, S. ve Soest, V.A. (2008). Measuring Inequity Aversion in a Heterogeneous Population Using Experimental Decisions and Subjective Probabilities, *Econometrica*, 76 (4), 815–839
- Benartz, S., & Thaler, R. H. (1995). Myopic loss aversion and the equity premium puzzle. *Quarterly Journal of Economics*, 110 (1), 73.
- Bernard, V. L., ve Thomas, J. K. (1990). Evidence that Stock Prices do not Fully Reflect the Implications of Current Earnings For Future Earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 13, 305-340.
- Bernstein, W. (2005). *Yatırımın Dört Temel Taşı* (1. Basım). İstanbul: Scala Yayıncılık.
- Bildik, R. (2000). *Hisse Senedi Piyasalarında Dönemsellikler ve İMKB Üzerinde Ampirik Bir Çalışma*. İstanbul: İMKB Yayın.
- Bilgin, N. (2007). *Kimlik İnşası*. Ankara: Aşina Kitaplar
- Bostancı, F. (2003). *Davranışçı Finans*. İstanbul: Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi Yeterlilik Etüdü
- Brickman, P., ve Bulman, R. J. (1977). Pleasure and pain in social comparison. In J. Suls ve R. L. Miller (Eds.), *Social comparison processes: Theoretical and empirical perspectives*, 149-186. Washington, DC: Hemisphere.
- Chorafas, D. (1997). *Understanding Volatility and Liquidity in the Financial Markets: Building a Comprehensive System of Risk Management*. London: Euromoney Books.
- Corrigan G. E. (1998). *The Practice of Risk Management*. London: Goldman Sachs ve Co., SBC Warburg Dillion Read.
- Costantina, Ph. C., Forbes, W.P., & Skerratt, L. (2003). Analyst Underraction in the United Kingdom.

Financial Management, Yaz, 93-106.

- Crandall, C.S., D'Anello S., Sakalli N., Lazarus E., Nejtardt G.W., & Feather, N.T. (2001). An Attribution-Value Model of Prejudice: Anti-Fat Attitudes in Six Nations. *Personality and Social Psychology Bulletin*, 27(1), 30-37.
- Cross, F. (1973). The Behavior of Stock Prices on Fridays and Mondays. *Financial Analysts Journal*, 29, 67-69.
- Çağdaş, B. & Gürsoy, C. D. (2003). Şirketlerde finansal risk yönetimi amaçlı bir modelin geliştirilmesi yöntem ve aşamaları. *İTÜ Dergisi*, 2 (3), 55-64
- Çıtak, S. (1999). *Geleneksel Risk Yönetiminden Programlanmış Menkul Kıymet İşlemlerine*. İstanbul: Dünya Yayınlar.
- Daniel, K. D., Hirshleifer, D. A. ve Teoh, Siew H. (2001) Investor Psychology in Capital Markets: Evidence and Policy Implications, *Journal of Monetary Economics*, Elsevier, 49(1), 139-209
- De Bondt, W. F. M., & Thaler, R. (1985). Does the Stock Market Overreact?. *Journal of Finance*, 40, 793-805.
- De Dreu, C. K. W., Lualhati, J. C., & McCusker, C. (1994). Effects of gain-loss frames on satisfaction with self-other outcome-differences, *European Journal of Social Psychology*, 24, 497-510
- Donald, J.S. (2008). Moving from an Efficient to a Behavioral Market Hypothesis, *The Journal of Behavioral Finance*, 9, 51-52
- Döm, S. (2003). *Yatırımcı Psikolojisi*. İstanbul: Değişim Yayınları.
- Döm, S., (2004). Yatırımcı Psikolojisi. VIII. Ulusal Finans Sempozyumu '04, İstanbul: İstanbul Teknik Üniversitesi, 120-136.
- Druckman, J.N. (2001). Using Credible Advice to Overcome Framing Effects. *The Journal of Law, Economics and Organization*, 17 (1), 62-82.
- Druckman, J.N., McDermott, R. (2008). Emotion and the Framing of Risky Choice, *Polit Behav*, 30, 297-321
- Dursun, H. (1997). *Suçun Ekonomik Modelleri*. Ankara: İktisadi Sektörler ve Koordinasyon Genel Müdürlüğü.
- Durukan, B. (2004). Aşırı Tepki Hipotezi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsasından Kanıtlar, *VIII. Ulusal Finans Sempozyumu*, İstanbul
- Ede, M. (2007). Davranışsal Finans ve Bireysel Yatırımcı Davranışları Üzerine Ampirik Bir Uygulama. *Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi*. Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul
- Emektar, B. (2007). Pay Senedi Piyasasında Bireysel Yatırımcı Davranışlarını Belirleyen Güdüler ve İMKB'de Bir Uygulama. *Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi*. Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kocaeli.
- Erdoğan, İ.(1997). *İşletmelerde Davranış*. İstanbul: Dönence Basım ve Yayın Hizmetleri
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A review Theory and Empirical Work. *Journal of*

- Financial Economics*, 25, 383-417.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1988). Permanent and temporary components of stock prices. *Journal of political economy*, Nisan, 246-273
- Fama, E.F. (1998). Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. *Journal of Financial Economics*, 49, 283-306.
- Festinger, L. (1954). A theory of social comparison processes. *Human Relations*, 7, 117-140.
- Fischher, P., Jonas, E., Frey, D., Kastenmuller, A. (2008). Selective exposure and decision framing: The impact of gain and loss framing on confirmatory information search after decisions, *Journal of Experimental Social Psychology*, 44, 312-320
- Fischhoff, B. (1975). Hindsight Foresight: The Effect of Outcome Knowledge on Judgement Under Uncertainty. *Journal of Experimental Psychology*, 1, 288-299.
- Fox, C. R. ve Tversky, A. (1995). Ambiguity Aversion and Comparative Ignorance, *Quarterly Journal of Economics*, 110 (3): 585-603
- Fox, S. and Dayan, K. (2004). Framing and Risky Chocieas Influenced by Comparison of One's Achievements with Others: The Case of Investment in the Stock Exchange, *Journal of Business and Psychology*, 18(3), 301-321.
- French, K. R. (1980). Stock Returns and the Weekend Effect. *Journal of Financial Economics*, 8, 55-69.
- Fritzeimer, L. H. (1936). Relative Price Fluctiation of Industrial Stocks In Different Price Groups. *Journal of Business*, April, 133-154.
- Goethals, G. R. ve Darley, J. M. (1987). Social comparison theory: Self-evaluation and group life. In Mullen, B. ve Goethals, G. R. (Eds.), *Theories of group behavior*, 21-47
- Goethals, G. R., ve Darley, J. M. (1977). Social comparison theory: An attributional approach. In J. M. Suls ve R. L. Miller (Eds.), *Social comparison processes: Theoretical and empirical perspectives*, 259-278, Washington: Hemisphere.
- Goodman, P. S., & Friedman, A. (1971). An examination of Adam's theory of inequity. *Administrative Science Quarterly*, 16, 271 -288.
- Göregenli, M. (1997). Individualist-Collectivist Tendencies in a Turkish Sample, *Journal of Cross-Cultural Psychology*. 28 (6), 787-794 Western Washington University
- Hackel, K.S. & Livnat J. (1995). International Investments Based on Free Cash Flow: A Practical Approach. *Journal of Financial Statement Analysis*, 1, 1-10.
- Hanson, J.D., & Kysar, D.A.(1999). Taking Behavioralism Seriously: The Problem of Market Manipulation, *New York University Law Review*, 630-749.
- Heiko, Z. (2001). What Drives the Disposition Effect?, *University of Mannheim Working Paper*, 1-18.
- Highhouse, S., & Yüce, P. (1996). Perspectives, perceptions, and risk-taking behavior. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 65, 159-167
- Hofstede, G. (1980) *Culture's Consequences: International Differences in Work Relatedvalues*. (Abridged Edition), London, Newbury Park: Sage Publications.

- Hofstede, G. (1984). The Cultural Relativity Of The Quality Of Life Concept, *Academy Of Management Review*, 9 (3), 384-396
- Hofstede, G. (1991). *Cultures and Organizations: Software of the Mind*, London, McGrawhill Book Company
- Homans, G. C. (1961) Social Behaviour: Its Elementary Forms. *New York: Harcourt, Brace ve World*.
- Hong, H. (2007). Behavioural Finance: Introduction, *European Financial Management*, 13 (3), 389–393
- Jaffe, J.F. (1974). Special Information and Insider Trading", *The Journal of Business*, 47 (3), 410-428.
- Jegadeesh, N. ve Titman, S. (2000). Cross-sectional and time-series determinants of momentum returns, *Rev. Finan. Stud.* 15, 143–157.
- Jokipii, A. & Vahama, S. (2006). The Free Cash Flow Anomaly Revisited: Evidence. *Journal of Business Finance and Accounting*, 33, 1-18.
- Kağıtçıbaşı Ç. (1994). Critical Appraisal of Individualism and Collectivism-Toward a New Formulation, *Individualism Collectivism: Theory, Method, and Applications*, 18, 52-65 Cross-Cultural Research and methodology Series, Sage Publication New Delhi.
- Kahneman, D. & Tversky, A. (1974). Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. *Science*, 85, 1124-1131.
- Kahneman, D. & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis Of Decision Under Risk. *Econometrica*, 47, 263-291.
- Kahneman, D. & Tversky, A. (1986). Rational Choice and the Framing of Decisions, *The Journal of Business*, 59 (4), S251-S278
- Kahneman, D. ve Riepe, M.W. (1998). Aspects Of Investor Psychology. *Journal of Portfolio Management*, 24 (4), 52-65.
- Kahneman, D. ve Smith, V. (2002). Foundations of behavioral and experimental economics: Daniel Kahneman and Vernon Smith. The prize in economic sciences. Alıntılama: www.finanzacomportamentale.it/files/nobel_kahneman.pdf
- Kahneman, D. ve Lavallo, D. (1993), Timid Choices and Bold Forecasts: A Cognitive Perspective on Risk Taking, *Management Science*, 39 (1), 17-31
- Kahneman, D. ve Tversky A., (1973). On the Psychology of Prediction, *Psychological Review*, 237-251
- Kahneman, D., & Riepe, M.W. (1998). Aspects Of Investor Psychology. *Journal of Portfolio Management*, 24 (4), 52-65.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1984). Choices, Values and Frames. *American Psychologist*, 39, 341-350
- Kahneman, D., Knetsch, J.L. ve Thaler R.H.(1991). Anomalies-The Endowment Effect, Loss aversion, and Status Quo Bias, *Journal of Economic Perspectives*, 5 (1),193-206.
- Karan, M. B. (2000). İMKB'de İhmal Edilmiş Hisse Senedi Etkisi, *H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 18 (1), 129-142.
- Karan, M. B. (2001). *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*. Ankara: Gazi Kitapevi.

- Karan, M. B., & Arslan, Ö. (2007). Does free cash flow anomaly exist in an emerging market? Evidence from the İstanbul Stock Exchange. *Journal of finance and economics*, 11 (1), 163-171
- Karan, M. B., ve Ekşi, C. (2002). İMKB'de Düşük Fiyat Etkisi. *İşletme ve Finans Dergisi*, 17 (201), 48-55.
- Karan, M.B. (1996). İstanbul Menkul Kıymet Borsasında F/K, P/D, F/S Oranı Etkileri. *İşletme ve Finans Dergisi, İşletme ve Finans Dergisi*, 4, 73.
- Kıymaz, H. (1999). The İnitial and Aftermarket Performance of IPOs in an Emerging Market: Evidence From Istanbul Stock Exchange. *Journal of Multinational Finance Management*, 10, 213-227.
- Kim, S. W. (1988). Capitalizing on the Weekend Effect. *Journal of Portfolio Management*, Spring, 59-63.
- Kim, U. M. (1994). Significance of Paternalism and Communalism in the Occupational Welfare System of Korean Firms, *Individualism Collectivism: Theory, Method and Applications*, 18, 251-266, London: Sage Publications
- Klein, W. (1997). Objective Standards Are Not Enough: Affective, Self Evaluative and Behavioral Responses to Social Comparison Information. *Journal of Personal and Social Psychology*, 72(4), 763-774.
- Kocaman, B. (1995). Yatırım Teorisinde Modern Gelişmeler ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Bazı Gözlem ve Değerlendirmeler, *İMKB Araştırma Yayınları*, 5, 9.
- Lagnado, D. A. (2007). Perspectives on Daniel Kahneman. *Thinking & Reasoning*, 13 (1), 1-4
- Livnat, J., & Zarowin P. (1990). The Incremental Information Content of Cash-flow Components. *Journal of Accounting and Economics*, 13, 25-46.
- Loewenstein, G. F., Thompson, L., & Bazerman, M. H. (1989). Social utility and decision making in interpersonal contexts. *Journal of Personality and Social Psychology*, 57, 426-441
- Loewenstein, G., Weber, E., Hsee, C., ve Welch, N. (2001). Risk as feelings. *Psychological Bulletin*, 127, 267-286
- Lorie, J. ve Niederhoffer, V. (1968). Predictive and Statistical Properties of Insider Trading, *Journal of Law and Economics*, 11, 35-51.
- Malkiel, B. G. (2003). The Efficient Market Hypothesis And Its Critics. *The Journal of Economic Perspectives*, 17 (1), 59-82
- Markus, H.R. and Kitayama, S. (1991). Culture and the Self: Implications for Cognition, Emotion, and Motivation, *Psychological Review*, 98, 224-253.
- Mcfadden, D. (1998). Rationality For Economicists, Department of Economics University of California, Berkeley, September, *Working Paper*, 1-36.
- Messiek, D. M., & Sentis, K. P. (1985). Estimating social and nonsocial utility functions from ordinal data. *European Journal of Social Psychology*, 15, 389-399.
- Moons, W. G., & Mackie, D. M. (2007). Thinking straight while seeing red: The influence of anger on information processing. *Personality and Social Psychology Bulletin*, 33, 706-720..
- Nofsinger, J. R. (2001). Investment Madness: How Psychology Affects Your Investing...And What To Do About It. Upper Saddle River: Prentice Hall.

- Nosanchuk, T.A. ve Erickson, B.H. (1985). How high is up? Calibrating Social Comparison in the real world, *Journal of Personality and Social Psychology*, 48, 624-634
- Özen, A. (2004). Yürekten Bağlılık: Nereye kadar?, *Pivotka*, 3(14),15-17.
- Özmen, T. (1992). İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ve Anomaliler, *Arasturma Raporu*, Sermaye Piyasası Kurulu
- Özmen, T. (1997). *Dünya Borsalarında Gözlemlenen Anomaliler ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üzerine Bir Deneme*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayını
- Pareto, C. M.(2001). What Motivates Investors, www.investorsolutions.com (<http://www.cathypareto.com/ArticleWhatMotivatesInvestors.html>) Working Paper, 1-5.
- Polanyi, K. (1968). The Economy as Instituted Process in Economic Anthropology E LeClair, H Schneider (eds) New York: Holt, Rinehart and Winston.
- Pratt, S. ve De Vere, C.W. (1970). Relationship between Insider Trading and Rates of Return for NYSE Common Stocks, 1960-1966, *Unpublished Paper required in Modern Developments in Investment Management*, New York
- Rabin, M. (1998). Psychology and Economics, *Journal of Economic Literature*, 36, 11-46.
- Reinganum M. (1982). A direct test of roll's conjecture on the firm size effect. *Journal of finance*, Mart, 27-35
- Rogalski, R. J. (1984). New Findings Regarding Day-of-the-Week Returns Over Trading and Non-trading Periods: A Note. *Journal of Finance*, 39, 1603-1614.
- Rozeff, M.S., ve Kinney, W. R. (1976). Capital Market Seasonality: The Case of Stock Returns. *Journal of Financial Economics*, 3, 379-402.
- Sarah, A. H. ve William, N. (2007), Inequality aversion and diminishing sensitivity, *Journal of Economic Psychology*, 28, 143-153
- Sayiner, B., Savaşan, E., Sözen, D., Köknel, Ö. (2007) Yükseköğretim Gençliğinin Benlik Algısının Çeşitli Değişkenlere Göre İncelenmesi, *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 11, Bahar, 253-265
- Schoemaker, P. J. H. (1982). The Expected Utility Model: Its Variants, Purposes, Evidences and Limitations. *Journal of Economic Literature*, 20: 2, 529-563.
- Senchack, A., & Martin, J. (1987). The relative performance of PRS and PER investment strategies. *Financial Analysts Journal*, Mart-Nisan, 46-56
- Shafir, E., Diamond, P., & Tversky, A. (1997). Money Illusion. *The Quarterly Journal of Economics*, 112 (2), 341-374.
- Sharpe W. ve Alexander G. (1990). *Investments*. Englewood Cliffs: N.J. Prentice Hall.
- Shefrin, H. (2002). *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*. Oxford: OxfordUniversity Press.
- Shefrin, H. ve Statman, M. (1985). The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence, *The Journal of Finance*, 40 (3), 777-792.

- Shefrin, H. ve Statman, M. (2003). The Contributions of Daniel Kahneman and Amos Tversky, *The Journal of Behavioural Finance*, 4 (2), 54-58
- Shiller, R. J.(1997). Human Behavior and the Efficiency of the Financial System, *Yale University Working Paper*, 1-28.
- Shiv, B., Lowenstein, G., Bechara, A., Damasio, H. ve Damasio, A. R. (2005). Investment behavior and the negative side of emotion. *Psychological Science*, 16, 435-439.
- Shleifer, A. (2002). *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*. Oxford: Oxford University Press.
- Simon, H.A. (1955). A behavioural of rational choice. *Quarterly Journal of Economics*, 69, 99-118
- Slovic, P., & Tversky, A. (1974). Who Accepts Savage's Axiom?. *Behavioral Science*, 19, 368-373.
- Spector, A. J. (1956). Expectations, fulfillment and morale. *Journal of Abnormal Social Psycholgy*, 52, 51-56
- Suls, J., Wheeler L. (2000). *Hand Book Of Social Comparison: Theory and Research*
- Süer, Ö., (2007), Yatırım Kararlarında Alınan Risk Düzeyinin Belirlenmesine İlişkin Ampirik Bir Çalışma, *Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 7(28), 97-105
- Taylor, S.E., Wayment, H.A., ve Carillo, M. (1996). Social comparison, self-regulation and motivation. In R.M. Sorrentino ve E.T. Higgins (Eds.), *Handbook of motivation and cognition*, 3, The interpersonal context. New York: Guilford Pres.
- Teközel, M. (2000). Sosyal Karşılaştırma Süreçlerinde Benliğin Olumlu Değerlendirilmesi İhtiyacının İncelenmesi. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. *Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi*. Ege Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.
- Teközel, M. (2007). Gerçekliği İnşa Etkinliği Olarak Sosyal Karşılaştırma “Sosyal Karşılaştırma Süreçlerinde Gerçekçi Ve Kurgusal Karşılaştırma Enformasyonu Kullanma Eğilimlerinin İncelenmesi”. *Yayınlanmamış Doktora Tezi*. Ege Üniversitesi Sosyal Bilimler
- Thaler, R. H. & Johnson, E. J. (1990). Gambling with the house money and trying to break even: The effects of prior outcomes on risky choice. *Management Science*, 36, 643-660.
- Thaler, R. H. (1999). Mental Accounting Matters. *Journal of Behavioral Decision Making*, 12(3), 183-206.
- Thaler, R.H., & Johnson, E.J. (1990). Gambling with the House Money and Trying to Break Even: The Effects of Prior Outcomes on Risky Choice. *Management Science*, 36 (6), 643-660.
- The Royal Swedish Academy of Sciences, Foundations of Behavioral and Experimental Economics: Daniel Kahneman and Vernon Smith, Advanced information on the Prize in Economic Sciences 2002, 17 December 2002. (<http://nobelprize.org/economics/laureates/2002/ecoadv02.pdf>)
- Thibaut, J.W. ve Kelley, H.H.(1959). *The Social Psychology Of Groups*. New York : Wiley
- Triandis, H. C. (1994). Theoretical and Methodological Approaches to the Study of Collectivism and Individualism, Individualism Collectivism: Theory, Method and Applications, 18, 41-51

- Triandis, H. C. (1995). *Individualism & Collectivism*, Boulder, Co, Westview
- Triandis, H.C., Betancourt, H., Iwao, S., Leung, K., Salazar, J.M., Setiadi, B., Sinha, J.B.P., Touzard, H., & Zaleski, Z. (1993). Anetic-Emic Analysis of Individualism and Collectivism. *Journal of Cross-Cultural Psychology*, 24, 366-383.
- Triandis, H.C., Chen, X. P., Chan, D. K.S. (1988).Scenarios for the Measurement of Collectivism and Individualism, *Journal of Cross-Cultural Psychology*, 29 (2), 275-289
- Tufan, E. (2006). *Davranışsal Finans*. Ankara: Orion Yayınevi.
- Ülkü, N. (2001). Finansta Davranış Teorileri ve İMKB'nin Dezenflasyon Programının Başlangıcında Fiyat Davranışı. *İMKB Dergisi*, 5 (17), 101-132.
- Vlaev, I., Chater, N., & Stewart, N. (2009). Dimensionality of Risk Perception: Factors Affecting Consumer Understanding and Evaluation of Financial Risk. *Journal of Behavioral Finance*, 10 (3),158 -181
- Walster, E., Walster, G. W., ve Berscheid, E. (1978). *Equity: Theory and research*. Boston: Allyn and Bacon
- Weller, J. A., Levin, I. P., Shiv, B. B. (2007). Neural Correlates of Adaptive Decision Making for Risky Gains And Losses, *Psychological Science*, 18, 958-964.
- Wong. K.A. (1995). Is There an Intra-month Effect on Stock Returns in Developing Stock Markets?. *Applied Financial Economics*, 5, 285-289.
- Wood, J.V. ve Taylor, K.L. (1991). Serving self-relevant goals through social comparison. In J. Suls ve T. A. Wills (Eds.), *Social comparison: contemporary theory and research*, 3-21, Hillsdale, NJ: L. Erlbaum Associates.
- Wood, J.V. ve Wilson, A.E. (2003). How important is social comparison. In M. R. Leary ve J. P. Tangney (Eds.), *Handbook of self and identity*, 344-366. New York: Guilford Press.
- Zarowin, P. (1989). Does the Stock Market Overreact to Corporate Earnings Information?, *Journal of Finance*, 44 (5), 1385-1400.
- Zhang, Y., Xiao, L., Ma, Y.,& Miao, D., (2008). Effect of Framing On Risky Choice: One Case Study In China. *Social Behavior and Personality*, 36 (5), 651-658

EK-1 Çalışmada Kullanılan Anket Soruları

B-1) KAZANÇ SENARYOSU:

A) Bu durumda hangisini seçerdiniz?

- Risk alıp **Shell** Firmasında yatırım yapmaya devam ederdim
 Riskten kaçınarak **Shell** hisselerini satıp nakite dönüştürdüm.

B) Bu kararına ne kadar güveniyorsun?

- Çok az Az Yüksek Çok yüksek

C) Elinde bulunan 3.000 Doların içinden istediğin miktarı yatırıma imkânın olsaydı, ne kadarını **Shell** firmasının hisselerine yatırmaya devam ederdin?

- %0 %1 - %30 %31 - %60 %61 - %90 %91 - %100

B-2- YATIRIMCININ KAZANCINI BAŞKALARININ KAZANÇ/KAYBI İLE KARŞILAŞTIRARAK CEVAPLAYACAĞI ANKET

A- Algısal Çerçeve (Framing): Senin ve diğer 3 samimi arkadaşın olan Ahmet, Pelin ve Esra'nın yatırımlarınız sonucunda elde etmiş olduğunuz kazançlarınızı düşündüğünde kendini nasıl tarif edersin?

- (1) Kayıpta olduğumu hissediyorum
- (2) Biraz kayıpta olduğumu hissediyorum
- (3) Kayıpta olduğumu pek hissetmiyorum
- (4) Ne kayıpta ne de kazançta olduğumu hissediyorum
- (5) Kazançta olduğumu pek hissetmiyorum
- (6) Biraz kazançta olduğumu hissediyorum
- (7) Kazançta olduğumu hissediyorum

B- Eşitsizlik Algısı (Inequity Perception):

B-1) Adaletsizlik, haksızlık duygularını hangi ölçüde hissettin?

(Çok hafif) 1 2 3 4 5 (Çok şiddetli)

B-2) Kendi kazancını ve diğer arkadaşlarının kazancını karşılaştırırken kendini ne ölçüde huzurlu hissettin?

(Çok huzurlu) 1 2 3 4 5 (Çok huzursuz)

B-3) Kendi kazancını ve diğer arkadaşlarının kazancını karşılaştırırken ortaya çıkan tablodan ne ölçüde rahatsızlık hissettin?

(Hiç rahatsızlık hissetmedim) 1 2 3 4 5 (Çok rahatsız oldum)

C- Genel Düşünceler (General Feelings): Senin ve diğer 3 samimi arkadaşın olan Ahmet, Pelin ve Esra'nın yatırımlarınız sonucunda elde etmiş olduğunuz kazanç/kayıpları düşündüğünüzde genel olarak ne hissedersiniz?

C.1) (Çok Neşeliyim) 1 2 3 4 5 6 7 (Çok Üzüntülüym)

C.2) (Harika Oldu) 1 2 3 4 5 6 7 (Çok Yazık Oldu)

C.3) (Çok Hoşnutum) 1 2 3 4 5 6 7 (Çok Hoşnutsuzum)

C.4) (Tatmin Edici) 1 2 3 4 5 6 7 (Hayal Kırıklığı)

D- Karar (Decision Choice):

D-1) Senin ve diğer 3 samimi arkadaşın olan Ahmet, Pelin ve Esra'nın yatırımlarınız sonucunda elde etmiş olduğunuz kazançları düşündüğünde, **Shell** hisse senetlerinde kalıp %50 ihtimalle paranı 6.000 Dolar olacak ve %50 ihtimalle ise tüm paranı kaybedeceksin bilgisine sahip olarak

- Bu yatırımdan çıkıp hisselerini satmak (1)
- Shell** hisselerinde yatırım yapmaya devam etmek (2)

D-2) **Shell** hisse senetlerinde devam etmek ya da senetleri elden çıkarma kararını verirken doğru karar verdiğinizde dair ne kadar rahattınız?

(Çok rahatsız) 1 2 3 4 (Çok rahat)

Bu anket çalışmasına vermiş olduğunuz katkıdan ve samimi cevaplarınızdan dolayı tekrar TEŞEKKÜR EDERİM. Vermiş olduğunuz cevaplar tamamen akademik çalışmalarımda kullanılacak olup, kesinlikle üçüncü kişilerle paylaşılmayacaktır.

Yakup ŞEREF
Hacettepe Üniversitesi
İşletme/Muhasebe ve Finans Uzmanlığı
Yüksek Lisans Öğrencisi

EK-2- 10 SENARYO ÜZERİNDEN YAPILAN ANKET ÇALIŞMASININ SONUÇLARI

TÜRKİYE

Multiple Comparisons

Dependent Variable: Algısal Çerçeve (Framing)
Tukey HSD

(I) Digerlerinin kazancı kaybı	(J) Digerlerinin kazancı kaybı	Mean Difference (I-J)	Std. Error	Sig.	95% Confidence Interval	
					Lower Bound	Upper Bound
1- Çok Daha İyi Durumda	2- Daha İyi Durumda	,18	,196	,897	-,36	,72
	3- Esit Durumda	-2,23*	,205	,000	-2,79	-1,66
	4- Daha Kötü Durumda	-2,44*	,208	,000	-3,01	-1,87
	5- Çok Daha Kötü Durumda	-2,88*	,201	,000	-3,43	-2,32
	1- Çok Daha İyi Durumda	-,18	,196	,897	-,72	,36
2- Daha İyi Durumda	3- Esit Durumda	-2,40*	,201	,000	-2,96	-1,85
	4- Daha Kötü Durumda	-2,61*	,203	,000	-3,17	-2,06
	5- Çok Daha Kötü Durumda	-3,05*	,196	,000	-3,59	-2,51
	1- Çok Daha İyi Durumda	2,23*	,205	,000	1,66	2,79
3- Esit Durumda	2- Daha İyi Durumda	2,40*	,201	,000	1,85	2,96
	4- Daha Kötü Durumda	-,21	,212	,858	-,79	,37
	5- Çok Daha Kötü Durumda	-,65*	,205	,015	-1,22	-,09
	1- Çok Daha İyi Durumda	2,44*	,208	,000	1,87	3,01
4- Daha Kötü Durumda	2- Daha İyi Durumda	2,61*	,203	,000	2,06	3,17
	3- Esit Durumda	,21	,212	,858	-,37	,79
	5- Çok Daha Kötü Durumda	-,44	,208	,218	-1,01	,13
	1- Çok Daha İyi Durumda	2,88*	,201	,000	2,32	3,43
5- Çok Daha Kötü Durumda	2- Daha İyi Durumda	3,05*	,196	,000	2,51	3,59
	3- Esit Durumda	,65*	,205	,015	,09	1,22
	4- Daha Kötü Durumda	,44	,208	,218	-,13	1,01
	1- Çok Daha İyi Durumda	1,47	,549	,060	-,04	2,99
2- Daha İyi Durumda	3- Esit Durumda	1,18	,549	,206	-,34	2,69
	4- Daha Kötü Durumda	-,30	,523	,979	-1,74	1,14
	5- Çok Daha Kötü Durumda	,29	,538	,983	-1,19	1,77

Based on observed means.

*. The mean difference is significant at the ,05 level.

Multiple Comparisons

Dependent Variable: 3 esitsizlik değerinin ortalaması
Tukey HSD

(I) Digerlerinin kazancı kaybı	(J) Digerlerinin kazancı kaybı	Mean Difference (I-J)	Std. Error	Sig.	95% Confidence Interval	
					Lower Bound	Upper Bound
1- Çok Daha İyi Durumda	2- Daha İyi Durumda	-,1327	,13747	,871	-,2453	,5106
	3- Esit Durumda	1,5956*	,14386	,000	1,2001	1,9912
	4- Daha Kötü Durumda	1,4931*	,14560	,000	1,0928	1,8934
	5- Çok Daha Kötü Durumda	1,0408*	,14077	,000	,6538	1,4279
	1- Çok Daha İyi Durumda	-,1327	,13747	,871	-,5106	-,2453
2- Daha İyi Durumda	3- Esit Durumda	1,4630*	,14064	,000	1,0763	1,8497
	4- Daha Kötü Durumda	1,3605*	,14241	,000	,9689	1,7520
	5- Çok Daha Kötü Durumda	,9082*	,13747	,000	,5302	1,2861
	1- Çok Daha İyi Durumda	-1,5956*	,14386	,000	-1,9912	-1,2001
3- Esit Durumda	2- Daha İyi Durumda	-1,4630*	,14064	,000	-1,8497	-1,0763
	4- Daha Kötü Durumda	-,1025	,14859	,959	-,5110	,3061
	5- Çok Daha Kötü Durumda	-,5548*	,14386	,001	-,9504	-,1592
	1- Çok Daha İyi Durumda	-1,4931*	,14560	,000	-1,8934	-1,0928
4- Daha Kötü Durumda	2- Daha İyi Durumda	-1,3605*	,14241	,000	-1,7520	-,9689
	3- Esit Durumda	,1025	,14859	,959	-,3061	,5110
	5- Çok Daha Kötü Durumda	-,4523*	,14560	,018	-,8526	-,0520
	1- Çok Daha İyi Durumda	-1,0408*	,14077	,000	-1,4279	-,6538
5- Çok Daha Kötü Durumda	2- Daha İyi Durumda	-,9082*	,13747	,000	-1,2861	-,5302
	3- Esit Durumda	,5548*	,14386	,001	,1592	,9504
	4- Daha Kötü Durumda	-,4523*	,14560	,018	-,8526	-,0520
	1- Çok Daha İyi Durumda	1,47	,549	,060	-,04	2,99
2- Daha İyi Durumda	3- Esit Durumda	1,18	,549	,206	-,34	2,69
	4- Daha Kötü Durumda	-,30	,523	,979	-1,74	1,14
	5- Çok Daha Kötü Durumda	,29	,538	,983	-1,19	1,77

Based on observed means.

*. The mean difference is significant at the ,05 level.

Multiple Comparisons

Dependent Variable: 4 Genel Düşünce Değerinin Ortalaması
Tukey HSD

(I) Digerlerinin kazancı kaybı	(J) Digerlerinin kazancı kaybı	Mean Difference (I-J)	Std. Error	Sig.	95% Confidence Interval	
					Lower Bound	Upper Bound
1- Çok Daha İyi Durumda	2- Daha İyi Durumda	-,1470	,14619	,853	-,5490	,2549
	3- Esit Durumda	1,6678*	,15298	,000	1,2472	2,0884
	4- Daha Kötü Durumda	1,8564*	,15482	,000	1,4307	2,2821
	5- Çok Daha Kötü Durumda	1,9847*	,14969	,000	1,5731	2,3963
	1- Çok Daha İyi Durumda	-,1470	,14619	,853	-,5490	,2549
2- Daha İyi Durumda	3- Esit Durumda	1,8148*	,14955	,000	1,4036	2,2260
	4- Daha Kötü Durumda	2,0034*	,15144	,000	1,5871	2,4198
	5- Çok Daha Kötü Durumda	2,1317*	,14619	,000	1,7298	2,5336
	1- Çok Daha İyi Durumda	-1,6678*	,15298	,000	-2,0884	-1,2472
3- Esit Durumda	2- Daha İyi Durumda	-1,8148*	,14955	,000	-2,2260	-1,4036
	4- Daha Kötü Durumda	-,1886	,15801	,755	-,2458	,6231
	5- Çok Daha Kötü Durumda	,3169	,15298	,236	-,1037	,7375
	1- Çok Daha İyi Durumda	-1,8564*	,15482	,000	-2,2821	-1,4307
4- Daha Kötü Durumda	2- Daha İyi Durumda	-2,0034*	,15144	,000	-2,4198	-1,5871
	3- Esit Durumda	-,1886	,15801	,755	-,6231	,2458
	5- Çok Daha Kötü Durumda	,1283	,15482	,922	-,2974	,5540
	1- Çok Daha İyi Durumda	-1,9847*	,14969	,000	-2,3963	-1,5731
5- Çok Daha Kötü Durumda	2- Daha İyi Durumda	-2,1317*	,14619	,000	-2,5336	-1,7298
	3- Esit Durumda	-,3169	,15298	,236	-,7375	,1037
	4- Daha Kötü Durumda	-,1283	,15482	,922	-,5540	,2974
	1- Çok Daha İyi Durumda	1,47	,549	,060	-,04	2,99
2- Daha İyi Durumda	3- Esit Durumda	1,18	,549	,206	-,34	2,69
	4- Daha Kötü Durumda	-,30	,523	,979	-1,74	1,14
	5- Çok Daha Kötü Durumda	,29	,538	,983	-1,19	1,77

Based on observed means.

*. The mean difference is significant at the ,05 level.

POLONYA

Multiple Comparisons

Dependent Variable: Algısal Çerçeve (Framing)
Tukey HSD

(I) Digerlerinin kazancı kaybı	(J) Digerlerinin kazancı kaybı	Mean Difference (I-J)	Std. Error	Sig.	95% Confidence Interval	
					Lower Bound	Upper Bound
1- Çok Daha İyi Durumda	2- Daha İyi Durumda	-,30	,563	,984	-1,85	1,25
	3- Esit Durumda	-1,77*	,537	,010	-3,25	-,30
	4- Daha Kötü Durumda	-1,18	,552	,207	-2,70	-,34
	5- Çok Daha Kötü Durumda	-1,47	,549	,060	-2,99	-,04
	1- Çok Daha İyi Durumda	-,30	,563	,984	-1,25	1,85
2- Daha İyi Durumda	3- Esit Durumda	-1,48	,537	,051	-2,96	-,00
	4- Daha Kötü Durumda	-,89	,552	,497	-2,41	,64
	5- Çok Daha Kötü Durumda	-1,18	,549	,206	-2,69	-,34
	1- Çok Daha İyi Durumda	1,77*	,537	,010	,30	3,25
3- Esit Durumda	2- Daha İyi Durumda	1,48	,537	,051	,00	2,96
	4- Daha Kötü Durumda	,59	,526	,794	-,86	2,04
	5- Çok Daha Kötü Durumda	,30	,523	,979	-1,14	1,74
	1- Çok Daha İyi Durumda	1,18	,552	,207	-,34	2,70
4- Daha Kötü Durumda	2- Daha İyi Durumda	,89	,552	,497	-,64	2,41
	3- Esit Durumda	-,59	,526	,794	-2,04	,86
	5- Çok Daha Kötü Durumda	-,29	,538	,983	-1,77	1,19
	1- Çok Daha İyi Durumda	1,47	,549	,060	-,04	2,99
2- Daha İyi Durumda	3- Esit Durumda	1,18	,549	,206	-,34	2,69
	4- Daha Kötü Durumda	-,30	,523	,979	-1,74	1,14
	5- Çok Daha Kötü Durumda	,29	,538	,983	-1,19	1,77

Based on observed means.

*. The mean difference is significant at the ,05 level.

Multiple Comparisons

Dependent Variable: 3 esitsizlik değerinin ortalaması
Tukey HSD

(I) Digerlerinin kazancı kaybı	(J) Digerlerinin kazancı kaybı	Mean Difference (I-J)	Std. Error	Sig.	95% Confidence Interval	
					Lower Bound	Upper Bound
1- Çok Daha İyi Durumda	2- Daha İyi Durumda	-,6396*	,18715	,007	-,1243	1,1549
	3- Esit Durumda	1,6707*	,17864	,000	1,1788	2,1625
	4- Daha Kötü Durumda	,8809*	,18361	,000	,3753	1,3864
	5- Çok Daha Kötü Durumda	,7258*	,18253	,001	,2232	1,2284
	1- Çok Daha İyi Durumda	-,6396*	,18715	,007	-1,1549	-,1243
2- Daha İyi Durumda	3- Esit Durumda	1,0310*	,17864	,000	,5392	1,5229
	4- Daha Kötü Durumda	,2412	,18361	,683	-,2843	,7468
	5- Çok Daha Kötü Durumda	,0861	,18253	,990	-,4164	,5887
	1- Çok Daha İyi Durumda	-1,6707*	,17864	,000	-2,1625	-1,1788
3- Esit Durumda	2- Daha İyi Durumda	-1,0310*	,17864	,000	-1,5229	-,5392
	4- Daha Kötü Durumda	-,7898*	,17492	,000	-1,2715	-,3082
	5- Çok Daha Kötü Durumda	-,9449*	,17379	,000	-1,4234	-,4664
	1- Çok Daha İyi Durumda	-,8809*	,18361	,000	-1,3864	-,3753
4- Daha Kötü Durumda	2- Daha İyi Durumda	-,2412	,18361	,683	-,7468	,2643
	3- Esit Durumda	,7898*	,17492	,000	,3082	1,2715
	5- Çok Daha Kötü Durumda	-,1551	,17889	,909	-,6477	,3375
	1- Çok Daha İyi Durumda	-,7258*	,18253	,001	-1,2284	-,2232
5- Çok Daha Kötü Durumda	2- Daha İyi Durumda	-,0861	,18253	,990	-,5887	,4164
	3- Esit Durumda	,9449*	,17379	,000	,4664	1,4234
	4- Daha Kötü Durumda	,1551	,17889	,909	-,3375	,6477
	1- Çok Daha İyi Durumda	1,47	,549	,060	-,04	2,99
2- Daha İyi Durumda	3- Esit Durumda	1,18	,549	,206	-,34	2,69
	4- Daha Kötü Durumda	-,30	,523	,979	-1,74	1,14
	5- Çok Daha Kötü Durumda	,29	,538	,983	-1,19	1,77

Based on observed means.

*. The mean difference is significant at the ,05 level.

Multiple Comparisons

Dependent Variable: 4 Genel Düşünce Değerinin Ortalaması
Tukey HSD

(I) Digerlerinin kazancı kaybı	(J) Digerlerinin kazancı kaybı	Mean Difference (I-J)	Std. Error	Sig.	95% Confidence Interval	
					Lower Bound	Upper Bound
1- Çok Daha İyi Durumda	2- Daha İyi Durumda	-,4662	,29671	,518	-,3508	1,2832
	3- Esit Durumda	1,7387*	,28321	,000	,9589	2,5186
	4- Daha Kötü Durumda	,7992	,29109	,051	-,0024	1,6007
	5- Çok Daha Kötü Durumda	1,0152*	,28938	,005	,2184	1,8120
	1- Çok Daha İyi Durumda	-,4662	,29671	,518	-1,2832	,3508
2- Daha İyi Durumda	3- Esit Durumda	1,2725*	,28321	,000	,4927	2,0523
	4- Daha Kötü Durumda	,3329	,29109	,783	-,4686	1,1344
	5- Çok Daha Kötü Durumda	,5489	,28938	,322	-,2479	1,3457
	1- Çok Daha İyi Durumda	-1,7387*	,28321	,000	-2,5186	-,9589
3- Esit Durumda	2- Daha İyi Durumda	-1,2725*	,28321	,000	-2,0523	-,4927
	4- Daha Kötü Durumda	-,9396*	,27732	,008	-1,7032	-,1760
	5- Çok Daha Kötü Durumda	-,7236	,27553	,070	-1,4822	,0351
	1- Çok Daha İyi Durumda	-,7992	,29109	,051	-1,6007	,0024
4- Daha Kötü Durumda	2- Daha İyi Durumda	-,3329	,29109	,783	-1,1344	,4686
	3- Esit Durumda	,9396*	,27732	,008	,1760	1,7032
	5- Çok Daha Kötü Durumda	,2160	,28362	,941	-,5649	,9969
	1- Çok Daha İyi Durumda	-1,0152*	,28938	,005	-1,8120	-,2184
5- Çok Daha						