

T.C.
İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ
FİNANS ENSTİTÜSÜ
FİNANS ANABİLİM DALI
ULUSLARARASI BANKACILIK VE FİNANS
TEZLİ YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

FİNANSAL KARAR ALMA TERCİHLERİNİN BELİRLENMESİNDE
YÖNETİCİLERİN AŞIRI ÖZGÜVEN EĞİLİMLERİNİN
DAVRANIŞSAL FİNANS ÇERÇEVESİNDE İNCELENMESİ

Yüksek Lisans Tezi

Burçin Yazar

(100016714)

İstanbul, 2019

T.C.
İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ
FİNANS ENSTİTÜSÜ
FİNANS ANABİLİM DALI
ULUSLARARASI BANKACILIK VE FİNANS
TEZLİ YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

FİNANSAL KARAR ALMA TERCİHLERİNİN BELİRLENMESİNDE
YÖNETİCİLERİN AŞIRI ÖZGÜVEN EĞİLİMLERİNİN
DAVRANIŞSAL FİNANS ÇERÇEVESİNDE İNCELENMESİ

Yüksek Lisans Tezi

Burçin Yazar

(100016714)

Danışman: Doç. Dr. Serkan ÇANKAYA

İstanbul, 2019

YÜKSEK LİSANS TEZİ ONAY FORMU

Uluslararası Bankacılık ve Finans
Yüksek Lisans programı öğrencisi BURGIN İZZAR
Finansal Karar Alma Tercihlerinin Belirlenmesinde İşleticilerin
Asrı Öğrenen Epitümlerinin Davranış ve Finans Gecevirinde başlıklı tez çalışması.
Enstitümüz Yönetim Kurulu 18.01.19 tarih ve 24-7 sayılı kararıyla oluşturulan jüri tarafından
uybirliğ üy üy üy ile Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

UNVANI, ADI SOYADI

TEZ DANIŞMANI

Doç. Dr. Setan GANCAJA

İMZA


JÜRİ ÜYESİ

Doç. Dr. Elif Güneren GENÇ



JÜRİ ÜYESİ

Dr. Öğr. Üyesi Balant GÜNCELER



(*) Yüksek lisans tez savunma jürileri en az biri kurum dışından olmak üzere danışman dahil en az üç öğretim üyesinden oluşur. Jürinin üç kişiden oluşması durumunda eş danışman jüri üyesi olamaz. Eş tez danışmanının jüri üyesi olması durumunda asıl jüri beş üyeden oluşur.

ÖZET

Hızla büyüyen davranışsal finans alanı, insan davranışının, yatırımcıların, yöneticilerin ve pazarların kararlarını nasıl etkilediğini anlamak için psikolojiden gelen bilgileri kullanmaktadır. Bazı kararlar basit, günlük seçimler olabileceği gibi bazı kararlar ise; finansal refahımızı önemli ölçüde etkileyen kararlar olabilmektedir.

Bu çalışmanın amacı, önyargıların kökenlerini ve bunların nasıl kullanılacağını anlamak için, davranışsal finansın klasik iktisat öğretisinden evrimi bağlamında, klasik iktisat teorilerinden başlamakta, finansal karar alma mekanizmaları çerçevesinde yöneticilerin çeşitli finansal amaçlarına ulaşmak için davranış eğilimlerini yönetmekle nasıl başa çıkılacağını ve psikolojik temellerin ve bunların uygulamalarının kapsamlı bir görünümünü sağlamaktır. Bu çalışmada Michael Pompian tarafından önerilen Davranışsal Yatırımcı Tipi Modeli, farklı sektörlerde yer alan finansal karar alıcılara uygulanmış, daha sonra katılımcılar ile yapılan görüşmeler sonrasında çıkan bulgular model ile ilişkilendirilmeye çalışılmıştır.

Araştırma sonucunda katılımcıların belli bir Davranışsal Yönetici Tipi olarak tanımlanması, başka türlerde eğilimlere sahip olmayacakları anlamına gelmediği ortaya çıkmış, örneklem dahilinde yer alan yönetici tiplerinin finansal karar alma tercihlerinde göstermiş oldukları eğilimler arasında aşırı özgüven eğilimlerinin baskın olabileceği ortaya çıkmıştır.

Anahtar Kelimeler: Davranışsal Finans, Aşırı Özgüven, Önyargılar, Davranışsal Yatırımcı Türleri, COCHRAN Q Testi, MAXQDA

ABSTRACT

The rapidly growing field of behavioral finance uses information from psychology to understand how human behavior affects individual and professional investors, markets, and managers' decisions. Some decisions can be simple, daily choices or decisions that significantly affect our financial well-being.

The aim of this study is to understand the origins of the narratives and how to use them, in the context of the evolution of behavioral finance from classical economics, from the classical theories of economics, to understand how to manage the behavioral characteristics of various managers in order to achieve financial objectives and to understand the psychological foundations and their applications within the framework of financial decision making mechanisms. In this study, Behavioral Investor Type Model proposed by Michael Pompian was applied to financial decision makers in different sectors and then the findings after the interviews with the participants were tried to be correlated with the model.

As a result of the research, it was revealed that the participants were defined as a certain type of Behavioral Manager Types that they did not mean that they would not have other types of tendencies and overconfidence could be dominant among the participants that these types of managers showed in their decision-making preferences.

Keywords: Behavioral Finance, Overconfidence, Biases, Behavioral Investor Types, COCHRAN Q Test, MAXQDA

İÇİNDEKİLER

TABLolar LİSTESİ	vii
ŞEKİLLER	viii
KISALTMALAR	ix
GİRİŞ	1
1. FİNANSIN TEMELLERİ	3
2. DAVRANIŞSAL FİNANS TEMELLERİ	9
2.1 Psikoloji ve Finans.....	9
2.2 Karar Vermenin Psikolojik Yönleri: Önyargılar	12
2.2.1 Bilişsel Önyargılar	13
2.2.2. Duygusal Önyargılar	18
3. FİNANSAL KARARLAR VE AŞIRI ÖZGÜVEN UYGULAMALARI	25
3.1 Finansal Kararlar.....	26
3.1.1 Sermaye Bütçeleme Kararları	28
3.1.2. Borçlanma Kararları.....	29
3.1.3 Yatırım Kararları.....	30
3.1.4. Risk Yönetimi	31
4. ARAŞTIRMA BULGULARI VE TARTIŞMA	32
4.1 Veri Örnekleme	37
4.2 Veri Analizi Tekniği	38
4.3 Araştırma Bulguları	41
4.4 Tartışma	51
SONUÇ	53
KAYNAKÇA	55
EKLER	64

TABLULAR LİSTESİ

Tablo 1. Geleneksel İktisat Teorileri	5
Tablo 2. Bilişsel Önyargılar.....	14
Tablo 3. Duygusal Önyargılar	20
Tablo 4. Davranışsal Yönetici Tipi Önyargı Sınıflandırması	35
Tablo 5. Araştırmaya Dahil Edilen Yönetici Örneklem Karakteristiği	37
Tablo 6. Cochran Q Test Prosedür.....	39
Tablo 7. Davranışsal Yönetici Tipi.....	41
Tablo 8. Davranışsal Yönetici Tipi Tanımlayıcı İstatistikler	42
Tablo 9. Davranışsal Yönetici Tipi Cochran Q Test:	42
Tablo 10. Önyargı Tanımlama Testi Tanımlayıcı İstatistikler	43
Tablo 11. Önyargı Tanımlama Testi Cochran Q Test	44
Tablo 12. Aşırı Özgüven Eğilimde olan Katılımcılar.....	46
Tablo 13. Çıpalama Eğilimde Olan Katılımcılar	46
Tablo 14. Kayıptan Kaçınma Eğilimde Olan Katılımcılar	46
Tablo 15. Mental Muhasebe Eğilimde Olan Katılımcılar.....	47

ŞEKİLLER

Şekil 1. Değer Fonksiyonu (Beklenti Teorisi)	18
Şekil 2. Yöntemsel Diagram	36
Şekil 3. MAXQDA Kod Matrix Tarayıcısı	52



KISALTMALAR

BIT	Davranışsal Yatırımcı Tipleri
CAPM	Sermaye Varlık Fiyatlama Modeli
EMH	Etkin Piyasa Hipotezi



GİRİŞ

Ekonomi literatüründe ikinci nesil olarak tanımlanan davranışsal finans, davranışsal ve bilişsel psikolojik teoriyi geleneksel ekonomi ve finans ile birleştirerek, bireylerin ekonomik kararlarına açıklama getirmeyi amaçlayan ve hızla genişleyen bir alandır. Davranışsal finans araştırmalarının büyüme ivmesinin artması, etkin deneyimler çerçevesinde rasyonel yatırımcıların geleneksel beklenen faydanın maksimize edilmesinin pek çok ampirik modeli açıklamakta yetersiz kalması ile olmuştur. Davranışsal finans, bu tutarsızlıkları hem bireysel hem de gruplar halinde insan davranışına dayalı açıklamalar yoluyla çözmeye çalışır. 1980'lerin başında başlayan ilk nesil olan standart klasik iktisat öğretisi, insanların “rasyonel” istekler olarak kabul ettiği kavramını, yüksek getiri ve düşük riskli faydalarıyla sınırlanmış olarak kabul etmiştir. İnsanların normal olarak tanımlandığı ikinci nesil ise, tüm insanların normal isteklerini ve faydalarını (faydacı, etkileyici ve duygusal olarak) normal istekleri hatalardan ayırdığını ve kısayolları kullanma ve normal istekleri yerine getirme yolundaki hataları önleme konusunda rehberlik sağladığını kabul ederek başlamaktadır. İnsanların normal istekleri, bilişsel ve duygusal kısayollarından ve hatalarından bile öte, tasarruf, harcama, portföy oluşturma, varlık fiyatlama ve piyasa verimliliği gibi önemli finans sorularına cevap vermektedir (Statman, 2017).

Davranışsal finans, çeşitli bilimlerin sonucu olup, psikoloji; bilişsel psikoloji alanındaki düşünme süreçlerin insanın fiziksel, ruhsal ve dış ortamından nasıl etkilendiğini davranış süreçleri çerçevesinde analiz eden bir bilim, finans; bir oluşum, dağıtım sistemi ve kaynakların kullanımı; sosyoloji ise sosyal ilişkilerin insanlar üzerindeki etkisine vurgu yapan, insanın sosyal sistem ya da bir grup hakkında tutum ve davranışlarını içeren sistematik bir bilimdir. Yatırım kararı, karar alma süreci ve olgular psikoloji biliminin ve davranışsal finansın ilgi alanına girmektedir. Geleneksel finanstaki risk konusunda oluşturulan analitik modeller fiyat ve olasılık üzerinden oluşturulmuş, tercihlere yer verilmemiştir. Psikoloji bu konuda ortaya çıkmakta ve tercihleri etkileyen faktörleri incelemektedir.

Davranışsal finansın altında yatan bu varsayım, bilgi yapısının ve piyasa katılımcılarının bilişsel özelliklerinin, bireylerin yatırım kararlarını ve piyasa

sonuçlarını sistematik olarak nasıl etkilediğidir. Düşünme süreci bilgisayar gibi çalışmaz. Bunun yerine, insan beyni genellikle kısayolları ve duygusal filtreleri kullanarak bilgiyi işler. Bu süreçler, finansal karar vericileri etkileyerek, insanların genellikle görünüşte irrasyonel bir şekilde hareket etmelerini, geleneksel riskten kaçınma kavramlarını ve tahminlerinde öngörülebilir hatalar yapmalarını sağlar. Bu sorunlar yatırımcı kararlarında, finansal piyasalarda ve kurumsal yönetim davranışlarında yaygın olup, bu durum finansal kararların etkisi, sermaye piyasalarının etkinliği, kişisel servet ve şirketlerin performansı açısından olumsuz etkilere sahip olabilmektedir.

Yöneticilerin düşünce ve hissetme şekilleri, yatırım kararları alırken davranış şeklini etkiledikleri birçok araştırma ile sunulmuştur. Bu davranışların bazıları bilinçsizce geçmiş deneyimlerinden veya kişisel inançlardan akıllı yöneticilerin bile mantık ve sebeplerden sapabileceği ölçüde etkilenmiş, davranışsal önyargı olarak sınıflandırılıp tanımlanabilen bu etkiler, riskin algılanma şeklini ve bir kişinin risk toleransını anlamaya çalışan bir kişi tarafından riskin nasıl yorumlandığını etkilemiştir (Pompian, 2012). Bununla birlikte, finansal piyasadaki finansal ürün sayısının ve karmaşıklığının artması, finansal karar alma sürecini oldukça karmaşık ve çeşitli sezgisel taramalardan ve önyargılardan etkilemektedir. Bu nedenle, finansal karar alıcıların karar mekanizmalarının anlaşılması, özellikle önyargıların rolü açısından önemli bir konudur (Olsen, 2007).

Çalışmanın ilk kısmında, davranışsal finansın evriminden önce, bireylerin belirsizlikle karşı karşıya kaldıklarında nasıl karar verdiklerine dair geleneksel iktisat teorisinin temelini oluşturan bazı temel kavramlar ve teoriler anlatılmaktadır. İkinci bölümde ise, insan psikolojisinin gözlemlenen yönlerini içeren davranışları tanımlamaya yönelik yeni girişim olan davranışsal finansın kısa tarihi ile başlayıp daha sonra önyargılar ele alınacaktır. Çalışmanın üçüncü kısmında, literatürde karşılaşılan finansal karar mekanizmalarında ortaya çıkan aşırı özgüven uygulamalarına yer verilmiştir. Çalışmanın son kısmı olan araştırma bulguları ve tartışma kısmında ise bir karma desenin oluşturulduğu Nic+Nit desenine ait araştırma adımları uygulanmış ve sonuçlar aşırı özgüven eğilimleri çerçevesinde değerlendirilmiştir.

1. FİNANSIN TEMELLERİ

Bireylerin, yöneticilerin ve piyasaların davranışları irrasyonel olarak nitelendirilmekte; ancak bu durumun tam olarak ne anlama geldiğini anlamak için birkaç adım geri atmalı ve bireylerin rasyonel olduğunu savunan klasik iktisat öğretisinin temelleri anlaşılmalıdır.

On sekizinci yüzyılın ortaları, iktisatta klasik dönemin başlangıcı olduğu düşünülmüştür. Bireylerin memnuniyetini iyi veya hizmet tüketerek ölçen fayda kavramı ortaya konmuştur (Bernoulli, 1738). Mill (1844) tarafından karşılaşılan kısıtlamalar göz önüne alarak ekonomik refahını en üst düzeye çıkarmaya çalışan rasyonel ekonomik insan ya da Homo Economicus kavram ortaya konmuştur. Bu durum için üç temel varsayım öngörülmektedir; mükemmel rasyonellik, mükemmel kişisel bilgi ve mükemmel bilgi. Bu varsayımlar, bireylerin marjinal faydalarını en üst düzeye çıkararak denge çözümleri arayan geleneksel finansal çerçevenin temeli haline gelmiştir (Pompian, 2011). Geleneksel iktisat öğretisini beş temel blokta özetlemek mümkündür (Statman, 2017);

1. İnsanlar rasyoneldir
2. İnsanlar ortalama-varyans portföy teorisi ile tanımlandığı şekilde portföyler oluştururlar, insanların portföyü sadece yüksek beklenen getiri ve düşük risk içerir.
3. İnsanlar portföy teorisini tamamlayan standart yaşam döngüsü teorisinde tanımlandığı şekilde çoğunlukla yaşam döngümüzün çalışma yıllarında tasarruf yaparak biriktiririz ve çalışmayan yıllarımızda emeklilikte olduğu gibi de harcayarak azaltırız (Modigliani & Brumberg, 1954).
4. Beklenen yatırım getirileri standart varlık fiyatlandırma teorisi ile muhasebeleştirilir, beklenen getirilerdeki farklılıklar sadece riskteki farklılıklar tarafından belirlenir.
5. Piyasalar, fiyatların kendilerinde eşit değerlere sahip olması ve rakiplerinin zor olması anlamında etkindir.

Gerçek hayattaki finansal sorunlara matematiksel açıklamalar bulmak için standart finans teorileri geliştirilmiştir. Temel varsayımları, insanların rasyonelliğine dayanır

ve rasyonelliğin iki yönlü odağı vardır (Barberis & Thaler, 2003). Bu odak noktalarından ilki, bireyler yeni bilgiler aldığıında, inançlarını Bayes kurallarına göre doğru şekilde güncellemekte, ikinci olarak bireyler beklenen faydalarını en üst seviyeye çıkaracak kararlar almaktadırlar. Tablo 1, bireysel seçim teorisi ile başlayan bu klasik araştırmacıların, yani beklenen fayda teorisinin özetini, ardından Markowitz modern portföy modeli ve sermaye varlık fiyatlandırma modeli olan varlık fiyatlandırma teorilerindeki klasik modellerin özetini sunmakta etkin piyasa hipotezi ile sona ermektedir.

Tablo 1. Geleneksel İktisat Teorileri

Yazar	Yıl	Bulgular
John Stuart Mill	1844	Ekonomik Adam (Homo Economicus)
Bernoulli	1738, 1954	Beklenen Fayda Teorisi
Von Neumann, Morgenstern	1944	
Harry Markowitz	1952	Modern Portföy Teorisi
Treynor, Sharpe and Lintner	1962,1964, 1965	Sermaye Varlık Fiyatlandırma Modeli
Jan Mossin	1966	
Eugene Fama	1970	Etkin Piyasa Hipotezi

Karar vericilerin tercihlerini ve yatırım seçeneklerini nasıl değerlendireceğini belirlemek, herhangi bir geleneksel sermaye varlık fiyatlandırma modeli için bir çıkış noktasıdır. Klasik yaklaşımda, bu sorunlar Bernoulli (1738) tarafından on sekizinci yüzyıla kadar uzansa da, genel olarak Von Neumann ve Morgenstern (1944) tarafından öne sürüldüğüne inanılan beklenen fayda teorisi ile kapsamlı bir şekilde tanımlanmıştır. Bu teori, bireylerin belirsizlik altında karar vermeyle ilgili olarak belirli bir şekilde hareket etmeleri gerektiğini, gelen bilgilerin nasıl yorumlanacağını ve gelecekteki olayların olasılığını bu temelde doğru bir şekilde tahmin edebileceklerini bilirler anlamı ileri sürmektedir. Bu anlamda, teori normatiftir, yani insanların rasyonel olarak nasıl davranmaları gerektiğini açıklar. Bu, insanların gerçekte nasıl davrandıklarını karakterize eden pozitif bir teoriye zıttır.

Beklenen Fayda Teorisi piyasa katılımcılarının mevcut alternatiflerin beklenen fayda değerlerini karşılaştırarak risk altında karar aldıklarını belirtmektedir. Rasyonel yatırımcılar, kendi olasılıkları ile çarpılan fayda değerlerinin ağırlıklı toplamları olarak hesaplanan beklenen faydalarını en üst düzeye çıkarmak için hareket ederler. Karar vericileri riskten korunma, riskten bağımsız olma ve risk seven bireyler olarak kategorilere ayırır. Ayrıca, riskten kaçınan bir yatırımcı için fayda fonksiyonunun içbükey olduğunu açıklar. Bu, beklenen zenginlikteki bir artış için, riskten kaçınan bir kişinin fayda fonksiyonunun azaldığı anlamına gelir. Başka bir deyişle, aynı fayda için bir riskten kaçınan kişi, risk seven bir kişiden daha az risk almak ister. Yatırımcıların risk toleransları ile ilgili davranışları arasındaki farkı açıklamaktadır. Bu teori, sübjektif beklenen fayda teorisi gibi değişkenleriyle birlikte finans literatüründe risk altında karar vermede en çok kabul gören teorilerden biri olmuştur (Savage, 1954).

Neoklasik finans teorisine göre, rasyonel bir karar verici iki genel kurala uymaktadır. Birincisi, riskten kaçınma eğiliminde olduğunu, yalnızca daha fazla faydaya yol açabileceği durumlarda, yani yalnızca bir risk primi ile ödüllendirilme şansına sahip olduğu durumlarda risk almaya istekli olduğunu gösterir (Friedman & Savage, 1948). Riskten kaçınma, derecesi her bir karar vericiye göre değişebilir olsa da genel ve yaygın bir olgudur. İkincisi, karar vericiler, her bir ek fayda biriminin marjinal faydasının olumlu olması koşuluyla, beklenen toplam faydayı en üst seviyeye çıkarmak için her zaman seçim yapmaktadırlar. Riskli kararlar vermek, genel riskten kaçınmayı gösterirken, beklenen toplam faydayı maksimize etmeye çalışacaktır.

Beklenen fayda teorisi belirsizlikle değil, riskle başa çıkmak için kurulmuştur. Riskli bir durum, sonuçların ne olabileceğini bildiğiniz ve her sonuca bir olasılık atayabileceğiniz bir durumdur. Belirsizlik, olasılık atayamayacağınız ya da olası sonuçların bir listesini bulabileceğiniz zamandır. Birçok karar teorisini için belirsizlik, durumun istenmeyen bir özelliğidir, ancak iş dünyasında kar için gerekli bir koşul olarak kabul edilir (Barberis & Thaler, 2003). Olasılıksal teori kullanarak risk altındaki karar verme durumlarında, belirsizlik altında sezgisel modelleri kullanmanın gerçek dünyada karar vermenin nasıl başarılı olduğunu anlayabiliriz. Ekonomist Knight (1921) “risk” altındaki kararları bilinen şans ve “belirsizlik” altındaki kararları ölçülemez olasılık şeklinde arasındaki ayrımı tanımlamıştır.

Bu varsayımların yanı sıra, geleneksel iktisat teorilerinin temelini oluşturan ilgili birkaç teori daha geliştirilmiştir. Markowitz (1952) yatırımcıların iyi çeşitlendirilmiş yatırım portföyleri ile belirli bir getiri düzeyinde riskin minimize edilebileceğini savunan Modern Portföy Teorisini ortaya koymuş, risk kavramını matematiksel olarak bir varlığın getiri oranının standart sapması olduğunu savunmuştur. Birkaç riskli menkul kıymet ve risksiz bir varlık seçerek optimal portföy oluşturma işlemini açıklamaktadır. Portföyün belirli bir risk miktarı için beklenen getirisini en üst düzeye çıkarmak veya belirli bir miktarda beklenen getiri için riski en aza indirmekle ilgilenir. En uygun risk getirisi fırsatına sahip menkul kıymetler seçerek portföyün çeşitlendirilmesine yardımcı olur. Markowitz'e göre rasyonel yatırımcılar belirli bir risk düzeyinde en yüksek getiriyi, belirli bir getiri düzeyinde en düşük riske sahip olan portföyü tercih edeceklerdir.

Bir diğer temel ve geleneksel kavram ise, beklenen risk ile getiri arasındaki ilişkidir. Markowitz'in Modern Portföy Teorisi, Sharpe (1964), Lintner (1965) ve Mossin, (1966) tarafından formüle edilen Sermaye Varlık Fiyatlama Modeline (CAPM) yansıtılmıştır. Genel ve en çok bilinen biçimde bu model, sermaye piyasası üzerindeki risk priminin sistematik risk düzeyi ile doğru orantılı olduğunu ortaya koymaktadır. Riske duyarlı rasyonel piyasa katılımcıları, yüksek riskli yatırımlar için daha yüksek beklenen getiri talep etmektedir. Finans uzmanları, sermaye varlık fiyatlama modeliyle başlayarak, varlık fiyatlandırma modelleriyle bu risk-getiri ilişkisini karakterize etmeye çalışmışlardır. CAPM modeli bir dizi varsayıma dayanarak ortaya atılmıştır. CAPM, bir menkul kıymetin beklenen getirisini risksiz faiz oranı, yatırımın sistematik riski ve pazar portföyünün bir fonksiyonu olarak ifade etmektedir. Bu modelde beklenen getirinin, risksiz faiz oranından ne kadar büyük olacağını belirleyen faktör β (Beta) katsayısıdır.

Beklenen Getiri = Risksiz Faiz Oranı + [$\beta \times (\text{Piyasa Getirisi} - \text{Risksiz faiz Oranı})$]

Yatırımcılar riskten sakınmakta ve tercihlerini Von Neumann ve Morgenstern (1944) teorisine göre şekillendirerek faydayı maksimize etmeye çalışmaktadır. Markowitz (1952) portföy teorisine dayanarak etkin portföyler yaratırlar, bunları sadece beklenen değer ve normal dağılım ile karakterize edilen getiri varyansı açısından değerlendirmektedirler. Tüm piyasa oyuncuları homojendir, yani aynı tek dönem

yatırım bakış açısını benimserler, aynı miktarda bilgiye sahiptirler, gerçekliği aynı şekilde algırlar ve aynı beklentileri barındırırlar. Yatırımcılar mümkün olduğu kadar aynıdır ve menkul kıymetleri aynı şekilde analiz ederler, yani homojen beklentileri vardır. Sermaye ve bilgi akışını engelleyen hiçbir engel yoktur (örneğin, işlem maliyetleri, vergiler). Son olarak, aynı piyasada hiçbir piyasa oyuncusu fiyatları etkileyememeksizin aynı risksiz getiri ile borç alma ve borç verme konusunda sınırsız imkanlar vardır.

Piyasa katılımcılarının bu rasyonalitesi finans alanındaki en önemli ve en çok tartışılan geleneksel iktisat teorilerinden biri olan Etkin Piyasa Hipotezi (EMH) ile beslenir. Fama (1970) tarafından önerilen klasik tanımlamaya göre etkin bir pazar, fiyatların daima mevcut bilgileri tamamen yansıttığı bir pazardır. Piyasa fiyatları, daha önce gerçekleşmiş olaylara dayanan bilgileri ve şu andan itibaren piyasanın gelecekte gerçekleşmesini beklediği olayları içerir. Fiyatlar her zaman bilgileri doğru bir şekilde yansıttığından, bunlar iyi değer sinyalleridir ve en iyi sermayenin tahsis edilmesini teşvik etmektedir. Eğer bir pazar etkin ise, bilgiler fiyatlara tamamen ve anında yansımaktadır.

Fama (1970), mevcut tüm bilgilerin ne anlama geldiğini netleştirmek için pazar verimliliğinin üç versiyonunu tanımlamıştır. Zayıf form piyasa etkinliği, hisse senedi fiyatlarının geçmiş fiyatları ile ilgili tüm bilgileri yansıttığı durumdur. Yatırımcılar, gelecekteki varlık fiyatlarının yalnızca geçmiş fiyat değişimlerine dayanarak nasıl davranacağını tahmin etmesi önemsizdir. Fiyatlar tesadüfi olarak rassal yürüyüş davranışı içinde olduğundan geçmiş fiyatlara bağlı olmadan değişmektedir. Yarı güçlü form piyasa etkinliği, varlıkları fiyatlandırırken dikkate alınan bilgilerin kapsamını genişletir. Hisse senedi fiyatlarının sadece tarihsel fiyatlardan elde edilebilecek bilgileri değil, aynı zamanda şirketin finansal tabloları veya kazanç tahminleri gibi kamuya açık diğer tüm bilgileri yansıttığını varsaymaktadır. Diğer bir ifade ile, fiyatların kamuya açık tüm bilgileri yansıtıp yansıtmadığı, bilgilerin fiyatlara yansımalarının ne olduğu incelenmektedir. Bu tür piyasalarda içerden öğrenen yatırımcıların öncelikli olarak bilgi sahibi olması ve böylelikle kamunun bilemediği bu bilgileri kullanarak, ortalama piyasa getirisi üzerinde bir kazanç elde edebilmektedir. Son olarak, güçlü form piyasa etkinliği ise; bilginin kamuya açık veya özel, gizli ve küçük bir grup insan için erişilebilir olup olmadığına bakılmaksızın, bütün bilgilerin hisse

senedi fiyatlarına yansıdığı piyasalardır. EMH'nin tanımı, fiyatların tüm bilgileri yansıtmasıdır; öyle ki, bilgi üzerinde hareket etmenin marjinal faydası, bilgi edinmenin marjinal maliyetini aşmamaktadır. Başka bir deyişle, hiçbir yatırımcı sürekli olarak fazla getiri üretemez.

Bu teoriler yatırımcı ve piyasa davranışları için nihai açıklama olarak kabul edilmiş; ancak son zamanlarda araştırmacılar geleneksel teorilerin gerçek piyasa koşullarında önemli ölçüde ihlal edildiğini gözlemlemişlerdir. Bu teorilerin aşırı basitleştirilmiş varsayımlara dayandığını kabul etmeye başlamışlar ve temelleri piyasa katılımcılarının gerçekte nasıl davrandıklarından ziyade nasıl davranması gerektiği üzerine kurmuşlardır. Bu durum, finansal karar alıcıların davranışsal eğilimlerini araştıran davranışsal finansın ortaya çıkmasına neden olmuştur.

2. DAVRANIŞSAL FİNANS TEMELLERİ

2.1 Psikoloji ve Finans

Her ne kadar geleneksel finans paradigması piyasa düzeyinde bir bakış açısı sunmuş olup, insan davranışı üzerine gerçekçi olmayan bir durum yaratmıştır. Geleneksel iktisat teorilerinin özü dört temel blokta ele alınabilir:

- ◇ Yatırımcılar rasyonel
- ◇ Piyasalar etkin
- ◇ Yatırımcıların portföylerini ortalama değişkenlik portföyünün kurallarına göre tasarlamaları gerekir
- ◇ Beklenen getiriler, yalnızca risk ve riskin bir işlevidir.

Davranışsal finans, bu blokların her biri için bir alternatif sunar. Yatırımcıların rasyonel olmadığını, “normal” olduğunu, pazarların yenilmesinin zor olduğu durumlarda bile etkin olmadığını, yatırımcıların portföylerini ortalama-varyans teorisine göre tasarlamadığını ve beklenen getirilerin sadece riskten daha fazlasını ölçtüğünü belirtmiştir (Statman, 2008).

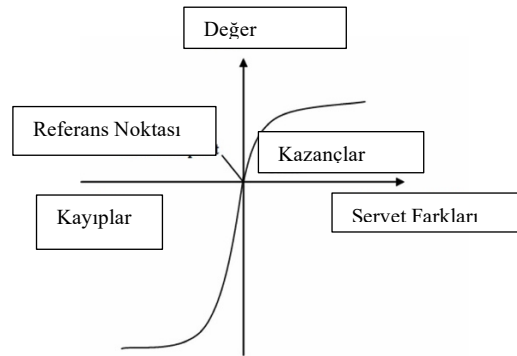
Psikoloji disiplininin kendisinde olduğu gibi, araştırmacılar da birçok davranışsal olayı incelemekte, davranışsal finans, karar almanın insan tarafını yakalayan bir sosyal psikoloji dalı olarak ortaya çıkmıştır. Çeşitli anomaliler veya piyasa etkinliği ile tutarlı görünmeyen ampirik bulgular belgelenmiş, EMH'nin yapısını zayıflatan teorik argümanlar ortaya çıkmış, finansal karar vermenin insan psikolojisi tarafından nasıl şekillendirildiği incelendiği sezgisel araştırmalar yapılarak, bilişsel kaynaklara yönelik birçok önyargı ve sınırlar bulmuşlardır.

Duygusallığın rolü aynı zamanda Keynes (1936) tarafından bireylerin “hayvansal güdüler”i olarak görülmektedir. Keynes, *homo economicus* kavramını eleştirmiş ve beklenen faydanan en üst seviyeye çıkarmak için her insanın her durumdan tamamen haberdar olamayacağını savunmuştur. Psikolojinin finansal karar vermedeki etkisine dikkat çekerek; davranışsal finans kavramı oluşmadan çok önce psikolojinin iktisattaki rolünü vurgulamıştır. Büyük Buhran'ı incelerken, gerçekçi olmayan iyimserliği ya da

karamsarlığı yansıtan düşüncenin patlamalara neden olduğunu savunmuştur. Menkul kıymet fiyatlarının çoğu zaman kendi iç değerlerinden ayrıldığını ve istihdam, gelir ve para gibi bu farklılığın etkilerini araştırdığını belirtmiştir. Slovic (1969) borsa ve yatırımcılar üzerinde çalışmış, Tversky ve Kahneman (1974) belirsizlik altında karar alırken ortaya çıkan sezgisel ve önyargıları detaylandırmış, 2002'de Daniel Kahneman'a Nobel Ekonomi Ödülü'nü kazandırmıştır (Kahneman & Tversky, 1979).

Psikolojinin davranışsal finansın gelişimine yapılan en büyük katkısı muhtemelen, Kahneman ve Tversky (1979) tarafından insanların öznel değerleri (yararları), seçimlerinin objektif sonuçlarına nasıl attığını açıklamak için ortaya koydukları beklenti teorisidir. Beklenti teorisi, dayandığı kısıtlayıcı ve gerçekçi olmayan aksiyomlar nedeniyle literatürde sık sık eleştirildiği halde, klasik ekonomiye hakim olan Von Neumann ve Morgenstern (1944) tarafından standart fayda teorisine karşı çıkmıştır. Finansal kararların alınmasında önemli olan değer fonksiyonunun üç temel özelliği vurgulanmaktadır;

- ◇ Değer fonksiyonu, referans noktasından sapma olarak açıklanabilir.
- ◇ Kazanç bölgesinde iç bükey(konkav) iken, kayıp bölgesinde konvekstir. Bireylerin kazanç alanında riskten kaçtığını, kayıp alanında ise risk almaya istekli olduğunu göstermektedir.
- ◇ Bireyler, kazançlardan daha çok kayıplara karşı daha duyarlıdır. Çünkü bireyler kayıplardan kaçınma eğilimi göstermektedir. Bireyler yatırımlarını kazanç alanında değerlendiriyorsa riskten kaçınan, kayıp bölgesinde değerlendiriyorsa riske alma eğilimi göstermektedir (Şekil 1).



Şekil 1. Değer Fonksiyonu (Beklenti Teorisi)

Kaynak: Kahneman & Tversky, Prospect theory: An analysis of decision under risk, 1979

Beklenti Teorisi, Beklenen Fayda Teorisini dört noktada eleştirmektedir (Abaan, 2002);

- ◇ Beklenen Fayda Teorisi, bireylerin yaptıkları seçimlerinin mevcut durumdan ve başlangıç servetinden bağımsız olduğunu varsaymaktadır.
- ◇ Beklenen Fayda Teorisi, riskten kaçınan bireylerin tercihlerini kesinlik etkisinde yaptığını varsaymaktadır. Çalışmalarda tercihlerin durumlara ve başlangıç servetine göre yapıldığı bulunmuştur.
- ◇ Beklenen Fayda Teorisi, ödül ve olasılığa göre bireylerin seçimlerini yaptığını varsaymaktadır. Ancak faydanın servetteki değişime göre değil, cari servet düzeyi ile birlikte yapılan tercihlerden sonraki servet düzeyine göre algılandığı görülmüştür.
- ◇ Beklenen Fayda Teorisi, beklenen faydayı objektif olasılıkların doğrusal bir fonksiyonu olarak belirtir. Ancak beklenen faydanın objektif olasılıkların doğrusal bir fonksiyonu olmadığı görülmüştür.

Beklenti Teorisine göre; psikolojik unsurlar, insanların rasyonaliteden sapmasına neden olmakta, insan psikolojisini ekonomik model öngörülere daha fazla dahil etmektedir. Beklenen Fayda Teorisi, belirsizlik koşullarında kararların nasıl alınması gerektiği ile ilgilenirken, Beklenti Teorisi, betimleyici yaklaşımla kararların nasıl alındığı ve neler yapıldığı ile ilgilenmektedir. Kahneman ve Tversky, uyguladıkları tercih problemlerinde deneklerin tercihlerinin beklenen fayda maksimizasyonuna uymadığını belirlemişlerdir. Bireylerin kazanç ve kayıplarında farklı olasılık düzeylerinde farklı ağırlık verdikleri ve farklı olasılık durumlarında farklı tercihlerde bulduklarını belirlemişlerdir. Yapılan çalışmalarda bireylerin tercihlerini optimize edemedikleri, rasyonel olarak riskten kaçamadıkları belirlenmiştir. Ayrıca yatırım duyarlılığı, tesadüfi hatalar yerine birçok yatırımcı tarafından yapılan aynı yönde, yaygın ve ortak hatalardan oluşmaktadır (Döm, 2003).

Özetlemek gerekirse, Beklenti Teorisinin en önemli noktalarını sıralamak mümkündür. Birincisi, bir karar verici, her şeyden önce bu tür değişikliklerden kaynaklanan nihai değerlerden ziyade belirli bir referans noktasıyla ilgili değişikliklere odaklanan farklı alternatifleri değerlendirir. Bu nedenle, tercihlerinde kendisine alternatiflerin sunulduğu bağlamda (referans noktası) duyarlıdır. Bağlam değişirse,

tercihler de değişebilir. İkincisi, karar vericiler genellikle kar alanında riskten sakınmakta ve zararlar alanında riske maruz kalmaktadır. Üçüncüsü, insanlar kar istediğinden çok daha fazla kayıptan hoşlanmazlar (kayıptan kaçınma).

2.2 Karar Vermenin Psikolojik Yönleri: Önyargılar

Bu bölüm, bireylerin belirsizlik dünyasında sınırlı zaman ve bilgi ile nasıl karar verdiğine odaklanmaktadır. Finansal piyasalarda ortaya çıkan olayları açıklama arayışı içinde olan davranışsal finans, bu bilim dalının seçilmiş görüşleri ile yatırımcı davranışları çalışmasına uygulayan psikolojik bulgular üzerine birçok araştırma yapılmasına imkan sağlamıştır.

Rasyonel davranıştan sapmanın en basit örneği, Simon (1955) tarafından sunulan sınırlı rasyonellik kavramıdır. Sınırlı rasyonellik, bazı bilişsel engellerin veya bilgi toplama maliyetlerinin karar vericilerin tam olarak en uygun kararları almalarını önlediğini varsaymaktadır. Tamamen az rasyonel yöneticiler, bu karmaşıklık ile başa çıkabilmekte ve sezgisel ve genel kuralı kullanarak bilgi işlemeyle ilgili problemler ortaya çıkarmakta, gerçekliği basitleştirerek, kabul edilebilir, düşük kaliteli performans seviyeleri sağlamayı ummaktadırlar.

“Önyargı” (bias) kelimesini; bazı sonuçları diğerlerine göre sistematik olarak tercih etmenin neden olduğu istatistiksel örnekleme veya test hatası; bir tercih veya bir eğilim, özellikle de tarafsız yargılamayı engelleyen biri; belirli bir bakış açısı, lehine bir eğim veya kişisel ve bazen de mantıksız bir yargı eğilimi olarak tanımlamak mümkündür (Statman, 2008). Önyargıları tanımlamak ve sınıflandırmak için karmaşık bir metodoloji olmasına rağmen, bilişsel yanlış muhakeme ya da duygulardan etkilenen muhakemenin sebep olduğu irrasyonel finansal kararlarla sonuçlanan önyargılar sınıflandırılabilir. Bu sınıflandırma; hatalı bilişsel akıl yürütmeye dayanan bilişsel önyargılar ile duygu ya da duygulardan etkilenen akıl yürütmeye dayalı duygusal önyargılar olarak ayırmak mümkündür.

Bilişsel önyargılar, hatalı muhakeme sonucu temel istatistik, bilgi işleme veya hafıza hatalarından kaynaklandığı düşünülebilir. Duygusal önyargılar ise, dürtüden veya sezgiden kaynaklanmakta ve duygulardan etkilenen muhakeme sonucu ortaya

çıkabilmektedir. Davranışsal önyargılar, kaynaklarına bakılmaksızın, geleneksel iktisat öğretisinin varsayılan rasyonel kararlarından sapmalara yol açmakta, yapılan bu sınıflandırma aynı zamanda çalışmanın daha sonraki bölümünde davranışsal finansal yönetici türlerinin nasıl oluştuğunu anlamak için de yararlı bir çerçeve sunacaktır.

2.2.1 Bilişsel Önyargılar

Bilişsel önyargıları iki kategoride sınıflandırılabilir. İlk kategori algı/inanç dayalı önyargıları içermektedir. Bilişsel önyargılar bağlamında algı/inanç, birinin daha önce tuttuğu ya da yakın zamanda oluşturduğu inançlara irrasyonel ya da mantıksız olarak tutunma eğilimidir. Finansal piyasalarda yer alan finansal piyasa katılımcıları (bireysel yatırımcılar, finansal piyasalarda yer alan finansal hizmetler uzmanları, yöneticiler) kendilerine olan inançlarına, kendi ideallerine veya yeteneklerine olan inançları nedeniyle inancı tutmaya ve haklı göstermeye devam edebilir. İkinci bilişsel önyargı kategorisi, insanların finansal karar vermede mantıksız veya mantıksız olarak bilgileri nasıl işlediğiyle ilgilidir.

Tablo 2. Bilişsel Önyargılar

Bilişsel Önyargılar	
Algı/İnanç Dayalı	Bilgi İşlemeye Dayalı
Muhafazakarlık	Kendine Atfetme
Mental Muhasebe	Kontrol Yanılsaması
Doğrulama	Çıktı Yanılgısı
Ulaşılabilirlik	Geri Görüş
Temsilci	Yakın Zaman Yanılgısı
Bilişsel Çelişki	Çıpalama ve Ayarlama

2.2.1.1. Algı / İnanç Önyargıları

Muhafazakarlık önyargısı, insanların ortaya çıkan yeni bilgiyi yeterince dahil ederek önceki görüşlerini veya tahminlerini sürdürdükleri inanç önyargısıdır. Akademik çalışmalar, muhafazakarlığın bireylerin sonuçlar hakkındaki ilk inançlarını aşmalarına ve yeni bilgilere karşı tepki göstermelerine neden olmalarını sağladığını göstermiştir.

Başka bir deyişle, insanlar genellikle inançlarını ve eylemlerini yeni bilgiler tarafından rasyonel olarak gerekçelendirilebilecek ölçüde değiştiremezler (Barberis & Thaler, 2003).

Thaler (1999) mental muhasebenin çok çeşitli finansal davranışları anlamamıza nasıl yardımcı olabileceğinin bir incelemesini sunmaktadır. İnsanlar akıllarında çeşitli harcamalar veya gelirler için farklı hesaplar yaratırlar. Ayrıca, belirli giriş ve çıkış kategorilerini birbirine bağlarlar. Örnek olarak, insanlar nesnel olarak konuşular da, bir piyangoda kazanılan 1 doların ekonomik değeri, işte kazanılan 1 dolar ile aynı olmasına rağmen, bir piyangoda kazanılan parayı harcamak daha kolay olmakla birlikte, zor kazanılmış tasarruflarıyla daha dikkatli olmaktadır.

Doğrulama önyargısı, insanların inançlarını doğrulayan şeyleri arama ve farketme eğiliminde oldukları ve inançlarına aykırı olanı görmezden gelme veya küçük düşürme eğiliminde olan bir inanç azlığıdır. Bu davranış, seçici algının yönlerini kapsar ve insanların inançlarını destekleyen kanıtlara daha fazla ağırlık vererek ve inançlarıyla çelişen kanıtları görmezden veya değiştirerek kendilerini inanmak istediklerine ikna ettikleri tamamen doğal bir eylemdir. Bu, daha önce benimsenmiş bir hipotezi doğrulayan bilgiyi arama eğiliminde olup, kişinin mevcut görüşleriyle çelişebilecek ya da daha önce geliştirilen bir probleme karşı tutumunu bozabilecek gerçeklerle yüzleşmekten kaçınmaktadır (Wason, 1966).

Bir olayın olasılığını tahmin etmeye çalışan insanlar çoğu zaman hafızalarına güvenir ve geçmişten alakalı bilgileri ararlar. Ancak hafıza seçici olabilir ve bilincimiz en kolay hatırlanabilecek sinyallere cevap verebilir. İnançlarımızı inşa ederken, genellikle medyada kolayca bulunabilen, aşırı ve sıklıkla tekrarlanan bilgilere çok fazla önem veriyoruz. Ayrıca, deneyimlerimizden bildiklerimizi çok fazla önemseriz ve sadece bize veya doğrudan çevremize geldikleri için hafızamızda yaşanan olayları genelleştiririz. Kolaylıkla hatırlayabildiğimiz olasılıkları veya olayların sıklığını abartma eğilimine, ulaşılabilirlik yanlılığı denir (Tversky & Kahneman, 1973).

Temsilci önyargısı, insanların geçmiş deneyimler ve sınıflandırmalar temelinde yeni bilgileri sınıflandırma eğiliminde oldukları önyargıdır. Bu önyargı, deneyimlerinden anlam çıkarmaya çalışan insanların nesnelere ve düşünceleri kişiselleştirilmiş

kategorilere ayırma eğiliminde olmaları nedeniyle oluşur. Yeni bilgilerle karşı karşıya kaldıklarında, yeni bilgiler mutlaka uygun olmasa bile bu kategorileri kullanırlar. Hangi kategorinin yeni bilgiyi anlamak için bir referans çerçevesi sağlaması gerektiğini belirlemek için en uygun yaklaşıma güvenirlir. Bu algısal çerçeve yeni bilgilerin işlenmesi için uygun bir araç olmasına rağmen, istatistiksel ve bilgi işleme hatalarına neden olabilir. Yeni bilgiler yüzeysel olarak zaten sınıflandırılmış tanıdık öğelere benziyor veya bunları temsil ediyor, ancak gerçekte çok farklı olabilmektedir. Bu gibi durumlarda, sınıflandırma refleksi insanları aldatarak, gelecek hakkında düşünmeye devam eden ve sürekli önyargılı eden yanlış bir anlayış üretmektedir (Pompian, 2008).

Yeni edinilen bilgiler önceden var olan anlayışlarla çelişiyorsa, insanlar bilişsel uyumsuzluk/çelişki olarak bilinen psikolojik bir olgudur. Bilişsel uyumsuzluk terimi, insanlar bilişleri uyumlaştırmak ve böylece zihinsel rahatsızlıklarını gidermek için mücadele ettiklerinde ortaya çıkan tepkileri kapsamaktadır. Bu anlamda, bilişsel uyumsuzluk önyargısı, bu konudaki inanç sebat önyargılarının hepsinin temeli, aynı tema üzerinde farklı varyasyonlar oluşturmaktadır (Barberis & Thaler, 2003).

2.2.1.2. Bilgi İşleme Önyargıları

İkinci bilişsel hatalar kategorisi bilgiyi işlemeye dayalı önyargılardır. Bilgi işleme önyargıları bilginin mantıksız veya irrasyonel olarak işlenmesi ve kullanılmasıyla sonuçlanır. Mantıksız bir şekilde kendi inançlarına tutunmanın aksine, bunların bilginin nasıl işlendiğiyle ilgisi vardır.

İnsanlar, istatistik verilerden kaynaklanan temel olasılığın önemini açıklayıcı nitelikte bir bilgiye karşı aşırı tepki göstermişlerdir (Kahneman & Tversky, 1973), (Kahneman & Tversky, 1982). Genellikle belirli bir kategorinin tipik bir özelliği olan farklı bir kaliteyi fark eden katılımcılar, ele aldıkları durumun, bu kalitenin temsil ettiği olaylar, nesnelere veya kişiler kategorisine ait olma ihtimalinden çok emindirler. İstatistiksel olarak konuşursak, durumun gerçek hayatta daha sık görülen başka bir kategoriye girme ihtimalinin daha düşük olduğu gerçeğini hafife almaktadırlar.

Kendi kendine atıf önyargısı, bireylerin başarılarını, yetenek veya öngörü gibi doğuştan gelen yönlerle atfetme eğilimi gösterirken, kötü şans gibi dış etkenler üzerindeki başarısızlıkları daha fazla suçlamaktadırlar. Kendi kendine atıf önyargısının dört temel sonucu olarak;

- ◇ Kendine atıfta bulunan yatırımcılar, başarılı bir yatırım döneminden sonra (örneğin bir çeyrek ya da bir yıl), başarılarının kontrollerinin dışındaki faktörlerden ziyade yatırımcı olarak kazandıklarından kaynaklandığına inanabilirler. Bu davranış, yatırımcılar davranışlarında kendinden emin olduklarından çok fazla risk almaya yol açabilmektedir.
- ◇ Kendine atfedilen önyargı çoğu zaman yatırımcıların ihtiyatlı olduğundan çok daha fazla işlem yapmalarına neden olur. Yatırımcılar başarılı yatırımların şansa karşı beceriye atfedildiğine inandıklarından, çok fazla alım satım yapmaya başlamaktadırlar.
- ◇ Kendine atıfta bulunma önyargısı, yatırımcılara duymak istediklerini duymalarını sağlamaktadır. Yani, yatırımcılara yatırım yapmak için verdikleri bir kararı doğrulayan bilgiler sunulduğunda, kendilerine parlaklık kazandıracaklardır. Bu, alım yapmaları veya yapmaması gereken yatırımları elinde bulunduran yatırımcılara yol açabilmektedir.
- ◇ Kendine atıfta bulunma önyargısı, yatırımcıların, özellikle bir şirketin performansının başarısını, şirket yöneticileri, yönetim kurulu üyeleri vb. gibi kendi katkılarına bağlayan yatırımcılar arasında, az gelişmiş portföylere sahip olmalarına neden olabilmektedir (Pompian, 2008).

Kontrol yanılsaması, insanların aslında yapamadıklarında, sonuçları kontrol edebildiklerini veya etkileyebileceklerine inanma eğiliminde oldukları bir önyargıdır. Langer (1975), kontrol yanlılığı yanılsamasını “objektif olasılıktan uygunsuz bir şekilde yüksek olan kişisel başarı olasılığının beklentisi” olarak tanımlamaktadır. İnsanların varsayımsal bir piyango oyununda kendi numaralarını seçmelerine izin verdiklerini, rastgele atanmış numaralarda kumar oynayanlara göre bilet başına daha yüksek bir fiyat ödemeye istekli olduklarını gözlemlemiştir.

Çıktı yanılığı bireylerin bir şeyi yapma kararını verme eğilimini ifade eder. Örneğin, bir yatırım fonuna yatırım yapma, geçmiş olayların son beş yılın sonucuna dayanarak

yapılan olayların sonucuna dayanarak ortaya çıkmıştır. Çıktı yanılığının üç önemli sonucu olarak;

- ◇ Yatırımcılar, yöneticinin sonuçlara ulaşma sürecinden ziyade, yöneticinin performans kaydı gibi önceki bir eylemin sonucuna odaklandıklarından, kullanmaması gereken fonlara yatırım yapabilmektedirler. Bu performansın kaynağı riskli bir strateji ise, yatırımcıların kendilerini aşırı riske maruz bırakmasına neden olabilmektedir.
- ◇ Yatırımcılar, altın veya konut fiyatlarındaki güçlü performans gibi son sonuçlara dayalı olarak aşırı değerli varlık sınıflarına yatırım yapabilir ve söz konusu varlık sınıfının geçmişine veya geçmiş fiyat geçmişine önem vermeyebilir ve böylece varlığın riskine maruz kalabilir (Pompian, 2008).

Geri görüş önyargısı, insanların geçmiş olayları beklenebilecek öngörülebilir ve makul bulduklarında görülmektedir. İnsanlar geleceğe dair kendi tahminlerini gerçekte olduğundan daha doğru hatırlamaya meyillidirler, çünkü gerçekte ne olduğunun bilgisi ile önyargılıdır. Başka bir deyişle, beklenmeyen olaylarla ilişkili rahatsızlığı gidermek için, daha önce yaşanmış olan olayları nispeten kaçınılmaz ve öngörülebilir olarak görme eğilimindedir. İnsanlar geriye dönüp baktığında, mükemmel hafızası yoktur; boşlukları, inanmayı tercih ettikleri şeyle doldurma eğilimindedirler. Bunu yaparken insanlar geçmiş hatalardan ders almayı engelleyebilirler (Pompian, 2012).

Yakın zaman yanılığsı, yakın ya da uzak geçmişte meydana gelenlerden daha yakın zamandaki olayları ve gözlemleri daha belirgin bir şekilde hatırlamalarına ve vurgulamalarına neden olan bilişsel bir yatkınlıktır. Yakın zaman eğiliminin dört ana sonucu olarak;

- ◇ Yakın zaman eğilimi, yatırımcıların kalıpları tahmin etmelerine ve doğruluğunu sağlamak için çok küçük olan geçmiş veri örneklerine dayanarak tahminlerde bulunmalarına neden olabilmektedir. Gelecekteki getirileri sadece çok yakın bir zamanda önceki geri dönüş örneklerine dayanarak tahmin eden yatırımcılar fiyat zirvelerinde alım yapmaya açıktır. Bu yatırımcılar yanlış varlık sınıflarına girme eğilimindedir ve sonuçta zarar görmektedirler.
- ◇ Yakın zaman eğilimi, yatırımcıların temel değeri görmezden gelmelerine ve sadece son zamanlarda yükselen fiyat performansına odaklanmalarına neden

olabilmektedir. Değerleme yerine yalnızca fiyat performansına odaklanarak, yatırımcılar bu yatırımların ortalama veya uzun vadeli ortalamalarına geri döndüklerinde ana zarar riskini almaktadırlar.

Yaygın olarak tartışılan bir başka bilişsel bilgiyi işleme bozukluğu, çıpalama yanlılığıdır. Tversky ve Kahneman (1974) insanların bir parametre veya miktarı tahmin etmeye çalıştıklarında, bazen tamamen keyfi bir değer benimseyerek düşünce süreçlerine başladıklarını belirtmiştir. Daha sonra daha fazla bilgi işlediklerinde ve doğru cevabı aradıklarında, daha sonra yavaş yavaş başlangıçtaki rakamdan uzaklaştıkları görülmüştür.

2.2.2. Duygusal Önyargılar

Duygu kavramının evrensel olarak kabul edilmiş tek bir tanımı yoktur; ancak, bir duygu bilinçli çabadan ziyade kendiliğinden ortaya çıkan zihinsel bir durum olarak düşünülebilir. Duygular, kendilerini hisseden kişilere istenmeyen şekilde olabilmektedir Duygusal önyargılar bilişsel hatalardan ziyade düzeltilmesi daha zordur, çünkü bilinçli hesaplamalar yerine dürtü veya sezgiden kaynaklanmaktadır (Pompian, 2012).

Tablo 3. Duygusal Önyargılar

Duygusal Önyargılar
Kayıptan Kaçınma
Aşırı Özgüven
Self-Kontrol
Statüko Yanılgısı
Donanım Etkisi
Pişmanlıktan Kaçınma
Cazibe Etkisi

Heath ve Tversky (1991) belirsizlikten kaçınma derecesinin, bir karar vericinin olasılığı tahmin etmesi gerektiği alanda ne kadar yetkin hissettiğine bağlı olabileceğini öne sürmektedir. Sahip olduğunu düşündüğü yüksek nitelikler, daha az endişeli ve belirsiz durumu kabullenmeye hazır durum yaratmaktadır. Tersine, eğer birileri belirli

bir alanda beceriksiz hissediyorsa ve oyunun net kurallarını bilmiyorsa (yani olasılık dağılımı), daha fazla uzmanlığa ve daha iyi bir yargıya sahip olan oyuncular tarafından istismara uğramasından endişe duyabilmektedir (Frisch & Baron, 1988). Benzer bir şekilde karar vericilerin yetersizliklerinin farkında olmalarının genellikle belirsizlikten kaçınmanın artacağını göstermektedir (Fox & Tversky, 1995). Yetkinlik eksikliği, belirsiz durumu değerlendirmek için daha iyi yerleştirilmiş diğer insanları işaret ederek veya karar vericiye daha yetkili olduğu diğer alanları göstererek gösterilebilir.

Aşırı özgüven, yatırımcıların, bir güvencenin değeri hakkındaki bilgilerinin kesinliğini abartma eğilimi olarak tanımlanmaktadır (Odean, 1998a). Aşırı güven, çok sayıda ampirik bulguyla en çok araştırılan önyargılardan biri olmuştur. Daniel, Hirshleifer, ve Subrahmanyam (1998) özel sinyallerin kesinliğini fazla abartmış yatırımcıların aşırı güvenilirliğini temel alan bir model geliştirmekte ve aşırı güvenin fiyatlarda negatif seri korelasyona yol açtığını göstermektedir (fiyatların tersine çevrilmesi). Odean (1999), Barber ve Odean (2000) aşırı özgüven teorisini ampirik olarak test etmektedir. Aşırı özgüvenin finansal piyasalarda daha fazla işlem hacmine, daha yüksek işlemlerin daha düşük beklenen faydaya veya düşük portföy performansına yol açtığına dair kanıtlar sunmaktadır.

Bu araştırmaların çoğu, aşırı özgüvenin, yatırımcıların geçmiş başarılarından güçlenen üstün bir bilgi yanılsaması olduğunu ortaya koymaktadır. Bu eğilim, olumlu sonuçlardan emin olduklarında daha fazla ticaret yapmalarını sağlamaktadır. Ancak alım satım hacmindeki artış, portföy performansına zarar verdiğini kanıtlayan alım satım maliyeti ile birlikte gelmektedir. Aşırı özgüven, genellikle aşırı iyimserlik ve gerçekçi olmayan arzulu düşünceyle yakından ilişkilidir. Aynı zamanda bilişsel önyargıdan ziyade kişisel bir özellik olan narsisizm ile de ilgilidir (Barberis & Thaler, 2003).

Birçok kanıt, karar vericilerin genellikle aşırı güvende olduklarını göstermekte, üç temel yolla ortaya çıkabilmektedir; ortalamanın üzerinde etki, kalibrasyon etkisi ve kontrol yanılsaması. Birincisi, insanlar değerlendirme yaparken ve gerçeklik hakkındaki inançları oluştururken, bilgi ve becerilerinin ortalamanın üzerinde olduğunu düşünürler. Kendilerini ortalama insandan daha iyi derecelendirmektedirler (Weinstein, 1980), (Svenson, 1981), (Barberis & Thaler, 2003).

Aşırı özgüven kalibrasyon etkisi olarak da belirgindir (Lichtenstein, Fischhoff, & Phillips, 1982), (Yates, 1990). Kesin olmayan ancak belirli bir güven aralığında tahmin etmeden bilgi sağlaması veya bir tahmin yapması istendiğinde, insanlar genellikle bilgilerinin kesinliğinden çok emin olduklarını belirten cevaplar verirler. Alpert ve Raiffa (1982), yüzde 98 kesinlikte olduğu iddia edilen katılımcılar tarafından verilen cevapların sadece vakaların sadece yüzde 60'ında doğru çıktığını göstermiştir. Fischhoff, Slovic, ve Lichtenstein (1977) yanıt verenlerin kesinlikle gerçekleştiğini iddia ettiği olayların ortalama olarak vakaların sadece yüzde 80'inde gerçekleştiğini, imkansız olarak sınıflandırılan olayların ise yüzde 20'sinde gerçekleştiğini göstermiştir. De Bondt (1998) ise borsa yatırımcıları arasındaki kalibrasyon hatasının varlığını doğrulamıştır.

Bazı durumlarda, uzmanlık veya deneyim doğru kalibrasyon için faydalı olabilmektedir (Oskamp, 1962), (Sieber, 1974). Bununla birlikte, belirli bir alandaki bilgi birikimlerinin farkında olan uzmanlar, uzman olmayanlardan çok daha fazla ölçüde aşırı özgüven tuzağına düşebilmektedir (Lichtenstein & Fischhoff, 1977). Aşırı özgüven, hekimler de dahil olmak üzere sayısız meslek temsilcilerinin bir özelliğidir (Christensen-Szalanski & Bushyhead, 1981); psikologlar (Taft, 1955); (Oskamp, 1982), mühendisler (Kidd, 1970), finansal analistler (Stael von Holstein, 1972), (Barber & Odean, 2002) yatırımcılar, (March & Shapira, 1987) ve (Ben-David, Graham, & Harvey, 2007) şirket yöneticileri arasındaki aşırı özgüvene dair kanıtlar sunmaktadır.

Aşırı güven, görevlerin zorluk derecesi ile birlikte büyür ve çevreden gelen hızlı bir sinyal yoksa, önceki bilgileri onaylar veya olumsuzlar ya da daha önce verilen kararları olumsuzlamaktadır. Lichtenstein ve Fischhoff (1977) paradoksal olarak, insanların çok kolay işlerde aşırı özgüven sergilemediklerini göstermektedir. De Bondt (1998) yatırımcıların uzun vadeli tahminler talep edildiğinde kısa vadeli tahminlere göre daha fazla aşırı özgüven duyduğunu belirtmektedir. Cinsiyet aynı zamanda insanların aşırı özgüvenlerini de etkileyen bir faktördür. Genellikle erkekler kadınlardan daha fazla aşırı özgüvende olsalar da, bu açıdan farklılıklar belirli bir görevin bir erkeğin veya kadının alanı olarak algılanmasına da bağlıdır (Deaux & Emswiller, 1974); (Lenney, 1977), (Lundenberg, Fox, & Puncchohar, 1994).

Aşırı özgüven, kontrol yanılması ise, insanlar eylemlerinin tamamen rastgele sonuçları olumlu yönde etkileyebileceğine inanmaktadırlar. Strickland, Lewicki ve Katz (1966) kontrol yanılması karar vericilerin daha yüksek riskli payları kabul etmeye meyilli olabileceğini göstermektedir.

Aşırı özgüven aynı zamanda, aşırı iyimserlik ve gerçekçi olmayan arzulu düşünceyle de ilgilidir; olumsuz faktörlerin hafife alınması ve olumlu sonuçların fazla tahmin edilmesi nedeniyle çeşitli planlama hataları ortaya çıkmaktadır. Son teslim tarihine uymamak, genellikle planlanan bütçeyi aşma konusunda ek bir sorunla sonuçlanmaktadır. Statman ve Tyebjee (1985) askeri donanım, kimyasal araştırmalar ve diğer geliştirme projelerinin tasarımında, maliyet ve satış tahmininde iyimser önyargıların oldukça yaygın olduğu sonucuna varmışlardır. Doğru planlama ile ilgili sorunlar yalnızca belirli bir proje veya görevin zaman veya maliyetinin yanlış tahmin edilmesiyle değil, aynı zamanda daha genel ekonomik rakamların öngörülmesi ile de ilgili olabilmektedir. Montgomery (1997), yıllarca çeşitli uzmanlar tarafından tahmin edilen enflasyon, gayri safi yurtiçi hasıla artışı, işsizlik ve benzeri hakkında makroekonomik tahminler toplamış, daha sonra tahminlerin gerçekte gözlemlenen değerlerle bir karşılaştırmasını yaparak, olumsuz etkilerin (örneğin, enflasyon, işsizlik) tahminlerinin sistematik olarak göz ardı edildiği, olumlu etkilerin tahminlerinin ise genellikle göz ardı edildiği ortaya çıkmıştır.

Narsisizm, aşırı özgüven ile ilişkili, ancak birbirinden ayrı kişisel bir özelliktir. Narsisizmin ana fikri, bireylerin yalnızca üstünlükleri konusunda ikna olmadıkları, aynı zamanda ego savunması yüksek riskli faaliyetlere katılarak olumlu bir benlik duygusu koruma gereksinimine sahip olmalarıdır. (Campbell, Goodie, ve Foster, 2004), narsistlerin daha fazla aşırı güven ve daha fazla bahis oynama istekliliği gösterdiğini deneysel çalışmalarda belgelemektedir.

Aşırı özgüven; kötü başarı, başkaları tarafından yapılan hatalar, vb. gibi bağımsız faktörlerin başarısızlıklarını açıklarken, kendilerine ve yeteneklerine başarılarını (hatta rastgele olanları) bağlayan insanların oluşturduğu kendine atfetme önyargısı ile desteklenmektedir (Langer & Roth, 1975), (Miller & Ross, 1975), (Taylor & Brown, 1988). Başarıların ve başarısızlıkların değerlendirilmesinde nesnellik eksikliği, birinin

kendi hatalarından öğrenme yeteneğini sınırlar ve aşırı güvenmenin sürekliliğini desteklemektedir.

Aşırı güven ile ilgili diğer bir paradoks, insanların beklenmedik bir olayın tahmin edilebileceği konusunda yanlış ikna edilmelerine neden olan geri görüş önyargısıdır. Rastgele olayların olasılığı ve önemi sistematik olarak hafife alınmaktadır (Fischhoff, 1982). Örneğin, tamamen beklenmedik bir olayı takip eden, tüm sürprizleri doğru bir şekilde tahmin edebilme ve değerlendirebilme yeteneklerine olan inancını artıran birçok insan şöyle demektedir: “Hiç sürpriz olmadı, bunu daha önce biliyordum” (Hawkins & Hastie, 1990).

Self-kontrol önyargısı, insanların öz-disiplin eksikliğinden ötürü uzun vadeli, genel hedeflerine uygun hareket etmemeleri için bir önyargıdır. Kısa vadeli memnuniyet ve bazı uzun vadeli hedeflere ulaşma arasında içsel bir çatışma vardır. İnsanlar emeklilik için biriktirmeleri gerekebileceğini biliyor olabilirler; ancak çoğu zaman insanların şimdiki gelecekteki daha büyük getirilere kıyasla küçük getirileri tercih etme eğilimi nedeniyle mevcut tüketimi feda etmekte zorlanmakta, yarın için tasarruf yerine bugün harcamaktadırlar (Pompian, 2008).

Samuelson ve Zeckhauser (1988) tarafından statüko önyargısı, bir değişiklik yapmak yerine insanların hiçbir şey yapmadığı, statükoyu koruduğu duygusal bir önyargıdır. Mevcut durum hakkında herhangi bir bilgi olmadan aynı seçimleri yapmamız halinde tercihlerimiz tamamen farklı olsa da statükoyu korumamız konusunda önyargılı olabilmekteyiz. Statüko önyargısı, insanların sahip oldukları haklara sahip olduklarından daha çok bir varlığa değer verdikleri sahip olma etkisi ile ilgilidir. Halihazırda sahip oldukları şeyler sahip olmadıkları şeylere daha fazla değer katan insanlardan oluşmaktadır (Thaler, 1980). Bir şeyin sahibinin satmaya istekli olacağı satış fiyatı ile aynı şey için ödemeye hazır olduğu alış fiyatı arasında ciddi bir tutarsızlık olduğunu göstermiştir. Yapay piyasada işlem maliyeti olmadan yapılan deneylerinden birinde, Kahneman, Knetsch, ve Thaler (1990) gerekli satış fiyatının kabul edilebilir alım fiyatından iki kat daha yüksek olabileceğini göstermiştir. Bu büyüklükteki farkın, önerilen alım fiyatının düşürülmesinden dolayı değil, mal sahiplerinin satış fiyatını şişirmesi nedeniyle gerçekleştiği belgelenmiştir. Benzer şekilde, Loewenstein ve Kahneman (1991) sahip olma etkisinin, verilen bir şeyi

özellikle çekici olarak değerlendirmekten kaynaklanmadığını, ancak her şeyden önce, zaten aldığımız bir şeyden ayrılmayla ilgili rahatsızlıktan kaynaklandığını iddia etmektedir.

Pişmanlıktan kaçınma önyargısı, insanların kararın kötü sonuçlanacağı korkusuyla harekete geçecek kararlar almaktan kaçınma eğiliminde oldukları duygusal bir önyargıdır. Basitçe söylemek gerekirse, insanlar kötü kararlarla ilgili pişmanlık açısından kaçınmaya çalışırlar. Bu eğilim özellikle yatırım kararlarında yaygın olup, finansal katılımcıların pozisyonlarını çok uzun tutmasına neden olabilir. Satış yapmak konusunda isteksizler çünkü pozisyonun değerinin artacağından korkuyorlar ve sonra sattıklarına pişman olmaktadır (Bell, 1982).

Pişmanlık hissi, daha önce yanlış karar vermek yerine reddedilen bir alternatifin istenen sonuçları getireceği sonucuna vardığında özellikle güçlü olacaktır. Örneğin, düşündüğümüz Y hisse senetlerine yapılan alternatif yatırım aynı zamanda bir zarar vermişse, fiyatı düşmüş olan X şirketi hisse senetlerine yapılan yatırımdan daha az pişman olacağız. Bununla birlikte, piyasadaki yükseliş sırasında X hisse senetlerinin fiyatı düşerse, pişmanlığımız çok daha keskin olacaktır (Nofsinger, 2001).

Pişmanlığa yakın ancak genellikle karar verme sürecinde daha az etkisi olan bir duygu hayal kırıklığıdır. Daha önce, pişmanlık hissini kararın sonucunun karar vericinin dezavantajlı olması durumunda ortaya çıktığını, yani reddettiği bir alternatifi seçtiği takdirde zararının ya da kaybının kararın gerçekleşmemesi halinde ortaya çıkmakta iken, bir seçimin sonuçları karar vericinin beklentilerinin altında kaldığında hayal kırıklığı yaşanmaktadır. Pişmanlık durumunda olduğu gibi, karar vericiler genellikle alternatifleri değerlendirdikleri ve seçim yaptıkları faktörlerden biri olarak göz önünde bulundurarak hayal kırıklığından kaçınmaya çalışmışlardır (Bell, 1985). Hayal kırıklığına uğramaktan kaçınmak, bazen beklenen beklenti seviyesine bağlı olarak irrasyonel değerlerin alternatiflere eklenmesine yol açabilir. Örneğin, 32 dolar kar beklediğinde bir karar vericinin 8 dolar kazancından 32 dolar kaybetmesini beklediğinde 8 dolarlık bir kayıptan daha memnun olabilir (Mellers, Schwartz, & Cooke, 1998).

Cazibe önyargısı, bir bireyin belirli bir ürün veya hizmetin değerlerini nasıl yansıtacağına inandığına dayanarak irrasyonel olarak ekonomik olmayan tüketici seçimleri yapma veya yatırım kararları verme eğilimini ifade eder. Bu fikir, ürünün veya hizmetin gerçekte birileri için faydalarından değil, bir ürünün etkileyici faydalarına odaklanır. Bu davranış, ürünü veya hizmeti üreten şirketin kötü yönetilmesi veya finansal veya işle ilgili sorunlarının olması durumunda düşük yatırım sonuçlarına yol açabilir (Pompian, 2011). Cazibe önyargısının dört temel sonucu:

- ◇ Cazibe eğilimine maruz kalan yatırımcılar, beğendikleri veya hizmet veren şirketlere yatırım yapabilirler, ancak bu şirketlerin yatırım özelliklerinin sağlamlığını yeterince dikkatle incelemeyebilirler.
- ◇ Cazibe eğilimine maruz kalan yatırımcılar, çevresel, sosyal veya yönetim değerlerini yansıtan şirketlere yatırım yapabilir ancak bu şirketlerin yatırım özelliklerinin sağlamlığını dikkatlice incelememektedir.
- ◇ Cazibe eğilimine maruz kalan yatırımcılar, kendi ülkelerindeki önyargı nedeniyle, yabancı ülkelerdeki yatırım pahasına kendi ülkelerine yatırım yapabilirler.
- ◇ Cazibe eğilimine maruz kalan yatırımcılar bazen statü kazandıran sofistike yatırım ürünlerine yatırım yapabilir, sadece anlamadıkları bir şeye yatırım yaptıklarını bulmak için servetlerini tehlikeye atabilirler (Pompian, 2008).

3. FİNANSAL KARARLAR VE AŞIRI ÖZGÜVEN UYGULAMALARI

Psikoloji literatürü karar vericilerin önyargıları ve standart dışı tercihleri hakkında geniş kanıtlar sunmuştur. Davranışsal finans bu bulguları öncelikle yatırımcıların davranışına uygulamıştır ancak; diğer piyasa katılımcıları grubu, şirket yöneticileri, aynı zamanda insanları da kapsamaktadır. Aşırı özgüven, insanların bilgilerini, yeteneklerini ve bilgilerinin hassasiyetini fazla abartma eğilimi veya geleceğin aşırı derecede güvende olma eğilimi ve bunu kontrol etme yetenekleridir (Camerer & Lovallo, 1999).

Bir araştırma ortamında, aşırı güven çeşitli şekillerde ölçülebilir. Yanlış kalibrasyon, insanların bilgisinin hassasiyetini abartma eğilimidir (Lichtenstein, Fischhoff, & Phillips, 1982). Bir kalibrasyon testi olarak, kontrollü bir ortamda, bireylerden şu anda (veya yakında) bilinir büyüklükler (Everest Dağı'nın yükseklik seviyesi gibi) için yüzde 90 güven aralığı oluşturmaları istenir. Tipik olarak yanlış kalibre edilmiş oldukları görülür, bu da aralıklarının çok dar olduğu anlamına gelir. Eğer insanlara çok sayıda örneğin yüzde x güven aralığı sorusu sorulursa, örnekleme hatası yeterince fazla sayıda soru sorularak azaltılırsa, uygun kalibrasyon, güven aralıklarının yaklaşık yüzde x'inin doğru cevaplar içermesi gerektiği anlamına gelmektedir veya çok sayıda katılımcıdan sorulan özel bir soruya odaklanmak, eğer grubun tamamı uygun şekilde kalibre edilmişse, bu bireylerin yüzde x'inin doğru cevabı desteklemekte kendine güvenmesi gerekir.

Aşırı özgüven, bilginin hatalı olmasının yanı sıra başka şekillerde de kendini göstermektedir. Birçok insan, gerçek dışı olarak, yeteneklerinin ve bilgisinin ortalamasının üzerinde olduğunu düşünmeye meyillidir. Kontrol yanılması, insanların olaylar üzerinde kontrol sahibi olma konusunda daha mantıklı olmadıklarına inanmalarına neden olur. Aşırı iyimserlik, olayların nesnel analizin önerdiğinden daha açık olacağı hissini yansıtmaktadır.

Kararların oldukça karmaşık ve kendine özgü olduğu ve çok sayıda bilgi sinyalinin sürekli akış halinde olduğu kurumsal finans, sınırlı rasyonellik, temsilci önyargılar, aşırı güven sorunları için elverişli bir ortam sağlar. Yönetici önyargılarının bir firmanın politikası üzerinde bir etkisi olması için, kurumsal yönetimin, yöneticileri sadece

rasyonel kararlar alma konusunda kısıtlama kabiliyeti bakımından sınırlı olması gerekir. Etkin kurumsal yönetim potansiyel olarak yönetimsel önyargılara karşı bir koruma sağlar, aynı şekilde teorik olarak bazı yatırımcıların mantıksızlığını düzeltmek için bir mekanizma görevi görür. Bu nedenle, etkin olmayan bir kurumsal yönetim, her iki mekanizmadaki başarısızlıkların gerçek hayattaki psikolojik önyargıları ortaya çıkarmasından dolayı sınırlı tahkim ile aynıdır.

3.1 Finansal Kararlar

Yöneticilerin, işletme risklerini etkin bir şekilde yönetme ve denetleme de dahil olmak üzere, kurumsal yönetim ve gözetim konusundaki sorumluluklarını yerine getirirken sağlam karar verme mekanizmalarına sahip olmaları gerekmektedir. Yükümlülüklerini yerine getirirken, yöneticiler genellikle diğer işletmelerin satın alınması, varlıkların satışı ve işlerin genişletilmesi gibi konularda yargılama gerektiren çeşitli zor sorularla karşı karşıya kalmaktadır. Yöneticilerin rolünü tanımlamanın bir yolu, faaliyetlerini aşağıdaki kategorilerde sınıflandırmak mümkündür;

- **Stratejik yönetim.** Bu, bir işletme için hedefler geliştirmeyi ve daha sonra bunları elde etmek için bir strateji (uzun vadeli plan) oluşturmayı içerir. Uygun bir stratejiye karar vermek, mevcut çeşitli seçeneklerin belirlenmesini ve değerlendirilmesini içerecektir. Seçilen seçenek, geliştirilen hedeflere ulaşmak için en büyük potansiyeli sunan seçenek olmalıdır.
- **Operasyon yönetimi.** İşlerin plana göre gitmesini sağlamak için, yöneticiler çeşitli işletme fonksiyonları üzerinde günlük kontrol uygulamalıdır. Olayların daha önceki planlara uygun olmadığı durumlarda uygun kararlar ve eylemler alınmalıdır.
- **Risk yönetimi.** Bir işletmenin karşılaştığı riskler tespit edilmeli ve uygun şekilde yönetilmelidir. Çok ve çeşitli olabilen bu riskler, ticari faaliyetlerin doğasından ve işletmenin finanse edilme biçiminden kaynaklanmaktadır.

Bu üç yönetim faaliyeti ayrı ve belirgin değildir; ilişkilidirler ve aralarında örtüşmeler ortaya çıkar. Belirli bir strateji göz önüne alındığında, örneğin, yöneticiler de dahil olan risklerin ve bu risklerin nasıl yönetilebileceği konusunda dikkatli bir değerlendirme yapmalıdır. Benzer şekilde, operasyonel kararlar alırken, yöneticiler

formüle edilen stratejik (uzun vadeli) plana uymalarını sağlamaya çalışmalıdırlar (Brealey & Myers, 1991). Finans fonksiyonu, belirlenen üç alanın her birinde yöneticilere yardım eder ve aşağıda açıklanan çeşitli kilit görevleri üstlenerek gerçekleştirilir (Atrill, 2014);

■ **Finansal planlama:** Yöneticilerin, tekliflerin gelecekteki finansal performans ve pozisyon üzerindeki potansiyel etkisini değerlendirmesi hayati öneme sahiptir. Öngörülen mali tablolarla (öngörülen nakit akış tabloları ve öngörülen gelir tabloları gibi) ve diğer finansal sonuç tahminleriyle sağlanmış olmaları durumunda kararlarının sonuçlarını daha kolay değerlendirebilirler.

■ **Yatırım projesi değerlendirmesi:** Yeni uzun vadeli projelere yatırım yapmak, bir işletmenin gelecekteki beklentileri üzerinde derin bir etkiye sahip olabilir. Yatırım projesi tekliflerinin kârlılığı ve riskli olduğu değerlendirmelerini yaparak yöneticiler bunları kabul edip etmeme konusunda reddetmiş olabilirler. Finansal değerlendirmeler, kabul edilmiş olan yatırım projelerinin önceliklendirilmesine de yardımcı olabilir.

■ **Finansman kararları:** Yatırım projeleri ve diğer ticari faaliyetlerin finanse edilmesi gerekir. Her biri kendi özelliklerine ve maliyetlerine sahip, tanımlanması ve değerlendirilmesi gereken çeşitli finansman kaynakları mevcuttur. Uygun bir kaynak seçerken, bir işletmenin genel finansal yapısına dikkat edilmelidir. Uzun vadeli ve kısa vadeli finansman kaynakları arasında ve hissedarların ve borç verenlerin finansman katkısı arasında uygun bir denge kurulmalıdır. Gerekli olan finansmanın tamamı dış kaynaklardan gelmeyebilir: bazıları dahili olarak üretilebilir. İçsel olarak oluşturulmuş finansmanın önemli bir kaynağı kârdır ve bunların mülklere dağıtılmak yerine bir işletme tarafından yeniden yatırılma derecesi dikkatli bir şekilde ele alınmasını gerektirir.

■ **Sermaye piyasası işlemleri:** Borsa veya bankalar gibi sermaye piyasaları yoluyla yeni finansman artırılabilir. Yöneticiler bu pazarlar aracılığıyla finansmanın nasıl geliştirilebileceği, menkul kıymetlerin (hisse senetleri ve kredi sermayesi) nasıl fiyatlandırılacağı ve piyasaların önerilen yatırım ve finansman planlarına nasıl tepki gösterebileceği konusunda tavsiyeye ihtiyaç duymaktadır.

■ Mali kontrol: Planlar uygulandıktan sonra yöneticiler işlerin yolunda kalmasını sağlamalıdır. Yatırım projelerinin karlılığı, işletme sermayesi seviyeleri ve nakit akışları gibi gerçek sonuçlarla ilgili bilgilerin düzenli olarak raporlanması, performansın izlenmesinde ve gerektiğinde düzeltici önlemlerin alınmasında temel teşkil eder.

Daha önce tanımlanmış olan yöneticilerin görevleri ile finans fonksiyonunun görevleri arasındaki bağlantılar çok ve çeşitlidir. Örneğin stratejik yönetim kararları, finansal planlama, yatırım projelerinin değerlendirilmesi, finansman ve sermaye piyasası işlemleri ile ilgili konularda finans fonksiyonundan bir girdi gerektirebilir. Operasyon yönetimi, finansal planlama, yatırım projesi değerlendirmesi, finansman ve finansal kontrol ile ilgili konularda girdi gerektirebilir. Risk yönetimi, yukarıda belirtilen görevlerin tümü ile ilgili konularda finansman işlevinden bir girdi gerektirebilir (Brealey & Myers, 1991).

3.1.1 Sermaye Bütçeleme Kararları

Genel olarak, aşırı güven ve aşırı iyimserlik, riskin küçümsemesine yol açmakta, önyargılı yöneticilerin finansal sıkıntı yaşamaları, dolayısıyla, firmalarını finanse etmek için, özkaynaktan daha fazla borç kullanma eğiliminde olmuşlardır. Çok fazla finansal risk üstlenmek, hissedar servetine zarar verebilmekte, yeni bir yatırım projesini finanse etmeyi düşünürken, kendine güvenen bir yönetici, başarısızlık riskini küçümserken, aşırı iyimserlik onu yatırımın getirebileceği potansiyel gelirleri fazla tahmin etmesine yol açmaktadır. Her iki önyargı ortaklaşa finanse edilmesi gereken projenin gerekçesinden daha yüksek beklenen değere katkıda bulunmaktadır. Mevcut hissedarların çıkarına en iyi şekilde davrandığına ikna olmuş olan yönetici, çok iyi olduğunu düşündüğü projedeki hisselerini hafifletmek istememekte, bu nedenle, yeni sermaye çıkarma fikrine şiddetle karşı çıkmaktadır (Heaton, 2002).

Gider ve Hackbarth (2010) Heaton'ın yönetsel aşırı güvenirliliğin analizine yaklaşımını genişletmiştir. Bununla birlikte, aşırı güvenirliliği, özellikle iyi ve kötü senaryolarda projenin değeri hakkındaki inançların önyargısı olarak tanımlamışlar. Başka bir deyişle, yaklaşımlarında, yöneticiler olumsuz senaryoda projenin değerini abartma ve iyi gelişme durumunda bunu küçümseme eğilimindedir. Geçmişteki olumsuz

deneyim, finansal risk alma istekliliğini güçlü bir şekilde etkileyebilir ve bazen genel aşırı güven ve aşırı iyimserliği geçersiz kılabilir. Donaldson (1961) Büyük Buhran'ı genç yaşta deneyimleyen yöneticilerin, gelecek yıllarda borç finansmanını kullanmak konusunda özellikle isteksiz görüldüğünü iddia etmektedir. Malmendier, Tate ve Yan (2011), askeri tecrübeye sahip yöneticilerin yüksek kaldıraç dahil olmak üzere daha agresif politikalar izlediklerini tespit etmektedir. Bu kadar kendine güvenen ve aşırı çalışan yöneticiler daha az dış finansman kullanmakta ve dış sermayeye erişimleri koşuluyla, emsallerinden daha az eşitlik vermektedirler. Oliver'e (2005) göre kendine güvenen daha çok sayıda yönetici, şirketlerinde daha yüksek düzeyde borç kullanma eğilimindedir. Ben-David, Graham, ve Harvey (2007) dar kalibre edilmiş yöneticilerin daha fazla borç, özellikle de uzun vadeli borç kullandıklarını, temettü ödemelerinin daha az ve hisse satın alma olasılıklarının daha yüksek olduğunu göstermektedir.

Loughran ve Ritter (2002), halka arzda düşük fiyatlandırmayı açıklamak için zihinsel muhasebe ile birleştirilen referans bağımlılığına işaret etmektedir. Düşük fiyatlandırma; halka açık halka arzın piyasa değerinin altında listelenmesidir. Bir hisse senedinin teklif fiyatı ilk alım satım fiyatından düşük olduğunda, hisse senedinin düşük olduğu kabul edilir. Genellikle, bir hisse senedi geçici olarak düşük fiyatlandırılır; çünkü talep sonunda onu gerçek değerine doğru çekmektedir.

3.1.2. Borçlanma Kararları

Aşırı güven ve aşırı iyimserlik daha kısa vadeli finansmanın teşvik edilmesinde borç vade yapısını etkileyebilir. Kendine aşırı güvenen ve iyimser yöneticiler daha fazla riske izin verir ve borcunu daha hızlı geri ödemenin veya kolay bir yeniden finansman elde etmenin mümkün olacağına inanma eğilimindedir. Graham ve Harvey (2001), faiz oranlarının borç politikası kararlarında en çok belirtilen faktör olduğunu, CFO'ların, oranların özellikle düşük olduğunu düşündüklerinde borç verdikleri saptanmıştır. Kısa vadeli borç, kısa vadeli oranların uzun vadeli oranlara göre düşük olduğu durumlarda ve uzun vadeli piyasa faiz oranlarının düşmesini beklerken tercih edilmektedir.

3.1.3 Yatırım Kararları

Yatırım kararlarında yöneticiler, yatırımcıların kendileri olurlar, bu nedenle sermaye piyasasında tipik bireysel yatırımcılar gibi benzer önyargıları ve eğilimleri sergilemeye eğilimli olduklarını varsayılmaktadır. Aşırı güven ve aşırı iyimserliğin iş yatırımını etkilediğine, genellikle aşırı yatırım ve kaynak israfına yol açtığına dair kanıtlar artmaktadır. Bununla birlikte, özel koşullar altında, aşırı güvenmenin, riskten kaçınmanın üstesinden gelmeye ve aksi takdirde reddedilecek bazı değerli projeleri (start-up, Ar-Ge) üstlenmesine izin verdiği için de faydalı olarak düşünülmektedir. Start-up projeleri için büyük riskler konusunda ortak bir anlaşma ve birçok başarısızlığın kanıtlarına rağmen, bu tür projeler yürüten yöneticiler çok fazla güven ve iyimserlik gösterme eğilimindedir. Busenitz ve Barney (1997) istisnai derecede yüksek bir aşırı güven düzeyinin, küçük girişimcileri büyük şirketlerdeki yöneticilerden ayıran önemli bir özellik olduğunu belgelemektedir. Cooper, Woo ve Dunkelberg (1988), girişimcilerin yüzde 68'inin girişimlerinin, karşılaştırdıkları işletmelerden daha başarılı olacağını düşündüğünü, ancak yüzde 5'inin şanslarının daha kötü olduğuna inandığını ve girişimcilerin üçte birinden fazlasının başarısını garanti ettiklerini göstermişlerdir. Çok uluslu bir girişimci araştırmasında (Koellinger, Minniti ve Schade (2007), girişimcilerin yüksek derecede aşırı güvenceye sahip olduğu ülkelerin daha fazla start-up faaliyeti yaşadıklarını; ancak aynı zamanda daha yüksek başarısızlık oranlarına sahip olduklarını ortaya koymaktadır.

Lovallo ve Kahneman (2003), maliyet tahmininde ve satış tahmininde iyimser önyargıların oldukça yaygın olduğu sonucuna varmaktadır. Kendine aşırı güvenen ve iyimser yöneticiler başlangıçta yatırım projelerini çok olumlu değerlendirmekte, bu yüzden rasyonel beklentiler altında makul olacağından daha fazla yatırım yapma eğilimindedir. Çoğu durumda, bu durum varlıkların optimal olmayan şekilde dağıtılmasına ve kaynak israfına yol açabilmektedir. Ben-David, Graham ve Harvey (2007), altı yıl boyunca üst düzey finans yöneticilerinin hisse senedi piyasasına ilişkin olasılık tahminlerine ilişkin yaklaşık yedi bin gözlem panelinden oluşan sonuçlara göre, yöneticilerin aslında aşırı derecede yanlış kalibre edilmiş olduklarını, aşırı güven ölçütlerini kullanarak, kendine güvenen CFO'lara sahip şirketlerin nakit akışlarını değerlendirmek için düşük iskonto oranları kullandıklarını ve daha fazla yatırım yaptıklarını göstermişlerdir.

3.1.4. Risk Yönetimi

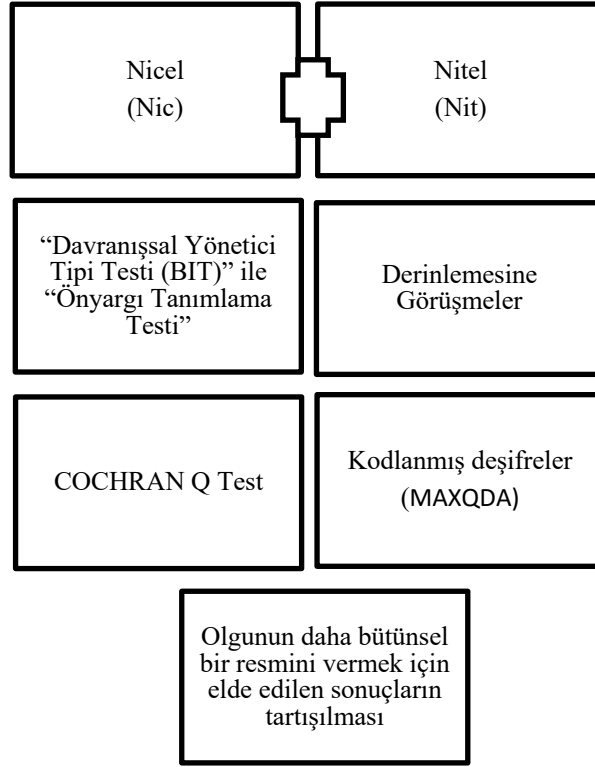
Birçok yöneticinin piyasa görüşlerini kurumsal risk yönetimi programlarına sistematik olarak dahil ettiğini gösteren kanıtlar oluşmuştur. Stulz (1996) şirketin özel piyasa bilgisine sahip olması durumunda, hedging uygulamasının ekonomik olarak gerekçeli olabileceğini savunmaktadır. Ancak, bazı firmaların, piyasaya göre bilgilerinin üstünlüğünü fazla tahmin ederek riskten korunma ile meşgul olmaları tehlikesini de vurgulamaktadır. Şirketlerin ortalama olarak, riskten korunmadan kaynaklanan pozitif nakit akışı yaratmadığına dair son ampirik kanıtlar, yönetsel aşırı güvenin risk yönetimi alanındaki kurumsal kararları bozabileceği teorisi ile tutarlıdır (Barberis & Thaler, 2003).

Beber ve Fabbri (2012), MBA derecesine sahip daha genç ve daha az çalışma tecrübesi olan yönetici firmalarının daha fazla spekülasyona girdiğini göstermektedir. Yöneticilerin türev portföyleri pozitif nakit akışı sağladığında spekülatif faaliyetlerini arttırdığını, ancak portföy zarar verdiğinde böyle bir etkinliği azaltmadığını göstermektedir. Yöneticiler, göreceli bilgi avantajına sahip olduklarına dair yanlış düşünceye dayanarak daha agresif bir şekilde ticaret yapmaktadırlar.

4. ARAŞTIRMA BULGULARI VE TARTIŞMA

Davranışsal araştırmalar temel olarak davranış, düşünce veya duygu kalıplarını tanımlamaya odaklanmaktadır. Davranışsal araştırmalar; tanımlayıcı, ilişkisel, deneysel ve yarı deneysel yaklaşımları yansıtan dört metodolojik kategoride sınıflandırılabilir (Leary, 2012). Bu çalışma, ilişkisel araştırma kapsamında belirli bir birey grubunun davranışlarını, düşüncelerini veya duygularını tanımlamaktadır. Bu şemanın özü, en temel düzeyde, davranışsal araştırmaların davranışsal değişkenlikle ilgili soruları cevaplamaya, yani davranışın durumlar arasında nasıl ve neden değiştiği, bireyler arasında farklılık gösterdiği ve eğilimlerin hangi doğrultuda olduğunu açıklamaya çalışmaktadır.

Araştırma, her adımın tamamlanmasının bir sonraki aşamaya temel teşkil etmesi için sistematik bir şekilde yapılmaya çalışılmıştır. Bu anlamda nicel ve nitel yöntemlerin bütünleştirilmesi, nicel veya nitel yöntemlerin tek başına kullanılmasından daha savunulabilir ve daha kapsamlı çalışma sonuçlarına ulaşılmasına yardımcı olabilmektedir (Greene & Caracelli, 1997). Karma yöntemler araştırması bir araştırma amacını en iyi şekilde anlayabilmek için nicel ve nitel yöntemler ile veri toplama ve analiz süreçlerini bütünleştiren bir araştırma sürecidir (Creswell & Plano, 2011). Belirli bir karma yöntemler deseni, bu yöntemlerin bütünleştirilmesi, nicel ve nitel verilerin nasıl toplanıp analiz edildiğini yansıtan temel bir mantığa sahiptir. Karma yöntemler desen mantığı, araştırmacının bir çalışmada kullanılan karma yöntemler araştırma sürecini tasarlarken izlemeleri gereken temel kararlar setini kapsamaktadır. Bu çalışmada daha eksiksiz ve geçerli sonuçlar üretmek için nicel ve nitel sonuçlarını birleştirme veya karşılaştırma amacıyla birbirinden bağımsız olarak veya aynı anda nicel ve nitel aşamaların uygulandığı karma yöntemler desenlerinden biri olan eş zamanlı Nic+Nit desen kullanılmıştır. Küçük harfler, bir çalışmada nicel veya nitel yöntemlerden herhangi birinin daha az öncelikli olduğunu, + işareti ise; bir çalışmada nicel ve nitel aşamaların eşzamanlı olarak uygulandığını göstermektedir (Morse, 2003).



Şekil 2. Yöntemsel Diagram

Kaynak: (Morse, 2003)

Pompian (2012), davranışsal yatırımcı tipleri ve davranışsal önyargılar arasındaki ilişkiyi Davranışsal Yatırımcı Tipleri (BIT) olarak adlandırılan bir modelde sunmuştur. BIT'ler, danışmanlara ve yatırımcılara, bir yatırım planı önermeden önce ne tür bir yatırımcı ile ilgilendiklerini hızlı ve anlayışlı değerlendirmeleri yapmalarına yardımcı olmak üzere tasarlanmıştır. Davranışsal finansı uygulamak için geliştirilen bu yöntemde, danışmanların davranışsal önyargıları teşhis etmeleri ve müşteri için özelleştirilmiş bir yatırım planı oluşturmak için önyargı bilgilerini kullanabilmeden önce tüm davranışsal önyargıları test etmeleri gerektiği anlamına gelmektedir. Bir danışmanın ne tür bir yatırımcı ile başa çıkılabileceğini tanımlamanın faydası, pazar kargaşası sonucu portföyünü değiştirmek isteyen bir müşterini davranışsal sürprizlerini azaltmak açısından kolay olmaktadır. Bununla birlikte, BIT'lerin mutlak olmaları amaçlanmamıştır, örneğin, bir danışman bir müşteriyi belirli bir BIT olarak doğru bir şekilde sınıflandırdığını bulabilir, daha sonra müşterinin bir başkasının özelliklerine (önyargılarına) sahip olduğunu fark etmiştir. Pompian (2012) kişilik ve BIT'lerle ilişkilerine ilişkin dört kilit noktayı birleştirmektedir;

- ◇ **Tutarlılık:** Genel olarak davranışlarda tanınabilir bir düzen ve düzen vardır. Temel olarak, insanlar çeşitli durumlarda aynı şekilde veya benzer şekilde hareket etmektedir. BIT'ler ile bu da doğrudur. Buradaki fikir, finansal kişilikleri yerine getirilirken, insanların benzer şekilde tekrar edilebilir şekillerde davranacaklarıdır.
- ◇ **Psikolojik ve fizyolojik özellikler:** Kişilik psikolojik bir yapıdır; ancak araştırmalar biyolojik süreç ve ihtiyaçlardan da etkilendiğini göstermektedir. Finansal alanda tam olarak anlaşılmasına rağmen, biyolojik finansal davranış üzerinde etkili olabilmektedir. Örneğin, yiyecek, giyecek ve diğer temel ihtiyaçlar gibi öğelere duyulan ihtiyaç, bir kişinin ihtiyacı olan kaynaklara yönelik tutumunu etkileyebilmektedir. BIT'ler bu temel biyolojik fikirleri birleştirir ancak doğrudan onlarla ilgilenmez.
- ◇ **Davranış ve eylemleri etkilemek:** Kişilik, sadece çevremizde nasıl hareket ettiğimizi ve tepki verdiğimizizi etkilemez; ayrıca belirli şekillerde hareket etmemize neden olmaktadır. Bu fikir, BIT'lerin neden yaratıldığının temelini oluşturmaktadır. Finansal kişiliğe ilişkin olarak gerçekten önemli olan tek şey, bir kişinin parayla ilgili olarak nasıl davrandığıdır.
- ◇ **Çoklu ifadeler:** Kişilik, davranıştan daha fazlasıyla gösterilmektedir. Ayrıca düşüncelerimizde, duygularımızda, yakın ilişkilerimizde ve diğer sosyal etkileşimlerimizde de görülebilmektedir. BIT'lerin, her bireyin yatırımcı kişiliğinin açık ve kesin tanımları olması amaçlanmamıştır. İnsanların davranışları sadece çok fazla faktörden etkilenmektedir.

Bu çalışmanın odak noktası olan finansal karar alıcıların yönelimini belirlemek amacı ile katılımcılara ilk olarak Pompian (2012) tarafından önerilen yatırımcı türlerini belirlemeye yönelik olan 10 sorudan oluşan “Davranışsal Yönetici Tipi Testi” uygulanmıştır. 10 sorudan oluşan “Davranışsal Yönetici Tipi Testi” bir yöneticinin;

- (A) yanıtlarının bir üstünlüğü Koruyucu,
- (B) yanıtlarının bir üstünlüğü Toplayıcı,
- (C) yanıtlarının bir üstünlüğü Bağımsız,

(D) yanıtlarının bir üstünlüğü, Takipçi yönelimini göstermektedir.

Bu uygulamada her ne kadar sorular tekrarlayıcı görünse de, katılımcıları belli bir yöne yönlendirmede çok açık görünse de, bu ilk tanımlamayı yapmak ve baskın yönelimin öncelikli hesaba katılması gerektiği anlamına gelmektedir. Amaç, müşterinin para yönetimindeki ana rolü doğrultusunda finansal motivasyonlarının ve önyargılarının kapsamlı bir resmini oluşturmaktır.

Bir yönelim tespit edildikten sonra, belirli bir yönelim ile ilişkili olan önyargıları araştırmak için 5’li likert tipi sorulardan oluşan (“Kesinlikle Katılıyorum”, “Katılıyorum”, “Nötr”, “Katılmıyorum”, Kesinlikle katılmıyorum”) ikinci test olan “Önyargı Tanımlama Testi” katılımcılara uygulanmıştır.

Tablo 4. Davranışsal Yönetici Tipi Önyargı Sınıflandırması

Davranışsal Yönetici Tipi	Koruyucu	Takip eden	Bağımsız	Toplayıcı
Önyargılar	Sahiplik Etkisi	Geri Görüş	Muhafazakarlık	Aşırı özgüven
	Kayıptan Kaçınma	Çerçeveleme	Uygunluk	Öz-kontrol
	Statüko Yanılgısı	Bilişsel Uyumsuzluk	Doğrulayıcı	Kontrol Yanılsaması
	Çıpalama	Yakınlık	Temsilci	Cazibe etkisi
	Mental Muhasebe	Pişmanlık	Kendine Atfetme	Sonuç Odaklılık

Pompian (2012) tarafından önerilen model bazı önemli durumları ortaya çıkarmak için son derece karmaşık bir gerçekliği basite indirgemmiştir; ancak bireylerin karar verme davranışının anlaşılması açısından bu çalışmada, gerçek karar vericilere inanç ve tercihleri sorulduğunda daha anlayışlı olacağı düşünülmüştür. Bu amaç göz önünde bulundurularak, bir kişinin finansal kararlarını etkileyen bu inanç ve tercihlerin ne olduğunu bulmak için kullanılan Nic+Nit desenli karma yönteminin nitel kısmı için bir keşif çalışması yapılmıştır. Finansal yöneticilerin davranışlarını gerçek yaşam

bağlamında derinlemesine bilgi toplamak ve teori oluşturmak için nitel bir kişisel görüşme yaklaşımı benimsenmiştir.

Derinlemesine araştırma görüşmelerinde, katılımcılar konuşma ortağı veya bilgi kaynağıdır ve anket görüşmelerinde olduğu gibi yanıt vermemektedirler (Rubin & Rubin, 1995), (Kvale, 2007). Derinlemesine görüşmenin yürütülmesi, bireylerin çevrelerindeki dünyaya şekil verme ve anlam vermedeki rolünü vurgulayan, koşullar, anlam ve eylem arasındaki ilişkileri vurgulayan nitel bir araştırma deseni olanı temel yapılandırma yaklaşımından ilham alınmıştır (Strauss & Corbin, 1990). Finansal kararların altında yatan davranışları anlama bağlamında görüşme yöntemini kullanılmasını nedenleri olarak;

- ◇ İnsanlar, mahremiyetlerini istila eden, gizli ve hassas olduğu konularda, örneğin; kişisel finans veya finansal durum, inanç, tercihleri tartışan sorulara doğru cevaplar vermek istememektedirler (Malhotra, 2005). Bire bir yapılan derinlemesine görüşmeler, bireylerin kişisel görüşlerini, inançlarını ve değerlerini araştırmak, çok zengin bilgi derinliği sağlamak ve gizli konulara soruşturmaya izin vermek için mevcut en iyi yöntemlerden biridir.
- ◇ İnsanlar bazen bilinçsizliğine dokunan bazı finansal yatırım ürünlerinin tercih edilmesine yol açan değerler, duygusal dürtüler ve motivasyonlar gibi sorulara doğru cevaplar vermemektedirler (Churchill, 2001), (Malhotra, 2005). Derinlemesine görüşmeler, katılımcıların belirli bir görüşe uyması için herhangi bir sosyal baskı oluşturmamasına sebebiyet vermemektedir.

Yukarıdaki düşünceler göz önüne alındığında, derinlemesine görüşme, bu araştırma çalışması için doğrudan nitel bir araştırma prosedürü için kullanılmıştır. Nitel teknikler, görüşmelerin insanların kendilerini tanımladıkları ve yeteneklerini değerlendirip geleceklerini planladıkları zaman doğal koşullar altında ne yaptıklarını temsil ettiği görüşmesi olacağı için bireylerin önyargılarını anlamada yararlı olmaktadır (Cummins & Nistico, 2002). Dolayısıyla, yatırımcıların yatırım kararlarını gerçek dünya ortamlarında nasıl aldıklarının açıklayıcı bir görüşünü alarak, yatırımcının davranışını yönlendiren inanç ve tercihleri araştırılmaktadır (Kvale, 2007). Araştırmanın sorusu; “Yüksek ölçüde karmaşıklık ve belirsiz durumlarda,

geleneksel araçlara bağlı kalmaksızın finansal kararlarınızı etkileyen önyargılarınız neler olduğunu düşünüyorsunuz? Birkaç örnek ile anlatabilir misiniz?” olarak belirlenmiştir.

4.1 Veri Örnekleme

Analitik genellemelere ulaşmaya yardımcı olmak için yeterli veri sağlayacak uygun bir örneklem büyüklüğü elde etmek önemlidir (Miles & Huberman, 1994). Bu nedenle, çalışmanın amacına başarılı bir şekilde ulaşmak için bilgi bakımından zengin temsili bir örnek gerekmektedir. Bu araştırmada, olasılığa dayalı olmayan örnekleme yöntemlerinden biri olan kasti (kararsal) örnekleme yöntemi kullanılmıştır. Kasti örneklem tekniğinde, örnekleme oluşturan katılımcılar araştırmacının araştırma problemlerine cevap bulacağına inandığı kişilerden oluşmuştur. Başka bir deyişle, katılımcıların belirlenmesindeki ölçüt, araştırmacının yargısıdır (Altunışık, Coşkun, & Bayraktaroğlu, 2012). Stratejik kararlar ile doğrudan bağlantısı olan kişilerin örnekleme dahil edilmesi tercih edilmiştir. Rekabetçi endüstrilerde faaliyet gösteren işletmelerde işletme sahibi, yönetici, finans müdürü gibi unvanları olan ve stratejik kararlara doğrudan etkisi olan yöneticiler ile görüşmeler yapılmıştır. Araştırmaya dahil edilen 5’i kadın yöneticiler, 10’u erkek yöneticilerin sektörel bazlı seçimlerinde çeşitlilik sağlanması hedeflenmiş; sektör, pozisyon, yaş ve yöneticilik tecrübelerine göre kategorilere ayrılmıştır. (Tablo 5).

Tablo 5. Araştırmaya Dahil Edilen Yönetici Örneklem Karakteristiği

Katılımcı (K)	Sektör	Pozisyon	Yaş	Yöneticilik Tecrübesi
K1	Finans	Yönetici	60/65	>10 yıl
K2	Gıda	İşletme Sahibi	45/50	>10 yıl
K3	Hizmet	İşletme Sahibi	35/40	5/10 yıl
K4	Finans	Orta Düzey Yönetici	25/30	2/5 yıl
K5	Finans	Orta Düzey Yönetici	45/50	5/10 yıl
K6	Ticaret (Satış-Pazarlama)	İşletme Sahibi	40/45	5/10 yıl

K7	İnşaat	Yönetici	40/45	>10 yıl
K8	Ulaştırma, Lojistik ve Haberleşme	İşletme Sahibi	30/35	5/10 yıl
K9	Finans	Yönetici	30/35	5/10 yıl
K10	Finans	Finans Müdürü	35/40	5/10 yıl
K11	Finans	Risk Yönetimi Direktörü	35/40	5/10 yıl
K12	Tekstil, Hazır Giyim, Deri	İşletme Sahibi	45/50	>10 yıl
K13	Otomotiv	Direktör (Finansal Hizmetler)	35/40	5/10 yıl
K14	Finans	Şube Müdürü	45/50	>10 yıl
K15	Finans	Denetçi Yardımcısı	25/30	2/5 yıl

Not: Katılımcıların sektör verileri T.C Mesleki Yeterlilik Kurumu tarafından belirlenen sektör listesine göre kategori edilmiştir.

4.2 Veri Analizi Tekniği

Çalışmada kullanılan yöntemsel diagramda da belirtildiği gibi, çalışmanın nicel kısmında uygulanan veriler parametrik olmayan testlerden biri olan Cochran Q testi uygulanmıştır. Parametrik olmayan prosedürler, varsayımların farklı olmasına rağmen, parametrik prosedürlerde olduğu gibi, bazı varsayımları yerine getirmelidir. Parametrik olmayan analizler için verilerin normalde parametrik veya klasik istatistiksel prosedürler için gerektiği şekilde dağıtılması gerekmez. Parametrik istatistikler için, dağılımın normal olduğunu, ortalama sıfır ve eşit varyanslarla olduğunu kabul edilmektedir. Parametrik olmayan prosedürler, küçük veri kümeleri için uygun alternatiflerdir (Kraska-Miller, 2013).

Cochran Q testi, k- bağımlı ikili değer alan (dichotomous) değişkenlerin aynı popülasyondan geldikleri varsayımını test etmeye yarar (Cochran, 1951). Mc Nemar testinin iki ya da daha fazla bağımlı setin frekanslarının/oranlarının birbirlerinden

önemli farklılık gösterip göstermediğini test etmek için genişletilmiş halidir. Cochran'ın Q değeri, $k = 2$ veya daha fazla eşleşen kümeyi test etmek için kullanılmakta; burada her bir katılımcı davranışsal yönetici tipi test sonuçlarına göre, eğilim gösterdikleri her bir tip için ikili yanıt (0 veya 1) olarak kaydedilmiştir. Cochran'ın Q'sı, "araştırılan olgunun" oranının tüm gruplarda aynı olduğu, neyin gruplardan en az birinde farklı olduğu alternatifine ilişkin sıfır hipotezini test etmektedir. Cochran'ın Q testi, bu gibi bağımlı oranlar durumunda yapılan işlemlerin etkisinin eşitliğini iddia eden sıfır hipotezini test edecek bir prosedür geliştirmiştir (Başar & Oktay, 2007)

Tablo 6. Cochran Q Test Prosedür

Bloklar	İşlemler					Blok Toplamları
	1	2	3	...	c	
1	$X_{1,1}$	$X_{1,2}$	$X_{1,3}$	...	2	R_1
2	$X_{2,1}$	$X_{2,2}$	$X_{2,3}$	...	1	R_2
3	$X_{3,1}$	$X_{3,2}$	$X_{3,3}$	...	1	R_3
.	.	.		...	1	.
.	.	.		...	1	.
r	$X_{r,1}$	$X_{r,2}$	$X_{r,3}$		1	R_r
İşlem Toplamları	C_1	C_2	C_3	...	C_c	N = Genel Toplam

$$Q = \frac{c(c-1) \sum_{j=1}^c C_j^2 - (c-1)N^2}{cN - \sum_{i=1}^r R_i^2}$$

Veriler r bloktan elde edilir. c adet işlem, verilen bir bloktaki deneklere birbirinden bağımsız olarak uygulanır. Başarı durumunda sağlanan ölçüm 1 ve başarısızlık durumunda elde edilen ölçüm 0'dır. Sonuçlar, $X_{i,j}$ değerlerinin, 0 veya 1'lerle ifade edilir. Bloklar, mümkün bütün bloklar anakütlesinden tesadüfi olarak seçilmektedir. Hipotezler;

H_0 : İşlemler eşit etkilidir.

H_A : İşlemlerin eşit etkiye sahip değildir.

Sıfır hipotezi doğru iken, her bir işlemin eşit sayıda başarı içinde bulundurulması beklenmekte, denemeler toplamlarıyla denemeler arasındaki farkın anlamlı olup olmadığını ortaya koymaktadır. r değerleri büyüdükçe Q değerlerine ait limit dağılımı, $(c - 1)$ serbestlik dereceli tablo ki-kare dağılımına yaklaşmaktadır.

Bu çalışmanın nicel araştırma kapsamında kullanılan iki tip test için aşağıdaki hipotezler test edilmiştir.

“Davranışsal Yönetici Tipi Testi” için;

H₀: Davranışsal yönetici tipleri birbiriyle aynıdır.

H_A: Davranışsal yönetici tipleri farklıdır.

“Önyargı Tanımlama Testi” için;

H₀: Davranışsal önyargı tipleri birbiriyle aynıdır.

H_A: Davranışsal önyargı tipleri farklıdır.

Yöntemsel diagramda da belirtildiği gibi, çalışmanın nitel kısmında ise katılımcılarla yapılan görüşmelerden toplanan veriler “açık analiz” adı verilen bir teknik kullanılarak analiz edilmiştir (McKeone, 1995). Bir içerik analizi biçimi olan bu teknikte, metin içindeki baskın mesajlar ve konu tanımlanmıştır. Görüşme metninin analizi için açık analizde izlenen süreç, Strauss ve Corbin (1990) tarafından hazırlanan açık kodlamada takip edilene benzerdir. Çalışmanın veri örnekleme içinde yer alan katılımcılar ile yapılan derinlemesine görüşmeler, bu nitel metinleri sistematik olarak değerlendirmesi ve yorumlaması için yardım eden ve hiyerarşik bir kod sistemi kullanan bir bilgisayar yazılım programı olan MAXQDA kullanılmıştır.

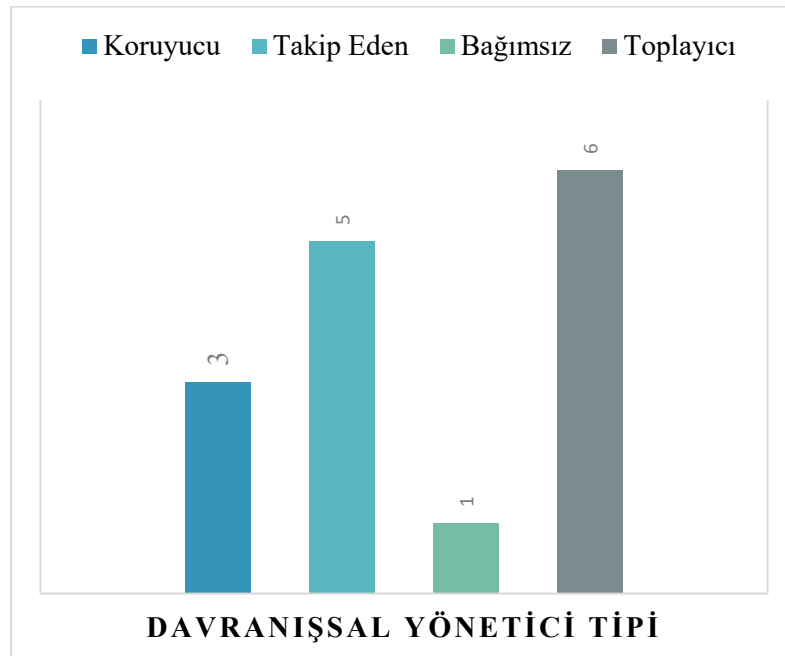
MAXQDA kodlama sistemi çerçevesinde bilişsel ve duygusal önyargılar kategorisinde yer alan toplam 20 adet önyargı çeşidi bir kod etiketi atanmıştır. Bu nedenle karma yöntem araştırmalarında da tercih edilen bir programdır. Her bir katılımcı ile yapılan görüşmelerin söylemleri doğrultusunda kod etiketlerine atamalar açık kodlama ile yapılmıştır.

Açık kodlama, verilerin analitik olarak parçalandığı yorumlayıcı süreçtir. Amacı, verilere yansıyan fenomenleri düşünmek veya yorumlamak için standart yollardan geçerek yeni bilgiler sunmaktır. Açık kodlamada, olaylar, eylemler, etkileşimler benzerlikler ve farklılıklar açısından diğerleriyle karşılaştırılır. Ayrıca kavramsal etiketler verilir. Bu şekilde, kavramsal olarak benzer olaylar, eylemler ve etkileşimler, kategorileri ve alt kategorileri oluşturmak için gruplandırılmıştır. Belirli bir fenomen tanımlandıktan sonra görüşme metninin açık analizi, röportaj metni satır satır satır okunarak ve sonra örnekleri dikkate alarak yapılmıştır. Bu nitel içerik analizi yöntemi, metin materyallerini kendilerine etiket veya kategori atayarak özetler ve sınıflandırmaktadır (Creswell & Plano, 2011).

4.3 Araştırma Bulguları

Araştırmaya dahil olan katılımcılara uygulanan “Davranışsal Yönetici Tipi Testi” sonuçlarına göre; 3 katılımcı Koruyucu, 5 katılımcı Takip Eden, 1 katılımcı Bağımsız, 6 katılımcı Toplayıcı nitelikte davranışsal yönetici tipi kategorisine girmiştir.

Tablo 7. Davranışsal Yönetici Tipi



Davranışsal Yönetici Tipi testine uygulanan Cochran Q test uygulama sonuçlarına göre;

Tablo 8. Davranışsal Yönetici Tipi Tanımlayıcı İstatistikler

Tanımlayıcı İstatistikler					
	N	Mean	Std. Deviation	Minimum	Maximum
Koruyucu	15	.20	.414	0	1
Takip_eden	15	.40	.507	0	1
Bağımsız	① 15	.13	.352	0	1
Toplayıcı	15	.27	.458	0	1

① $N = \sum R_i = \sum C_j = 15$ tanımlayıcılar açısından eksik değer olmadığını doğrulamaktadır.

Tablo 9. Davranışsal Yönetici Tipi Cochran Q Test:

Frequencies		
	Value	
	0	1
Koruyucu	12	3
Takip_eden	9	6
Bağımsız	13	2
Toplayıcı	11	4

Test Statistics	
N	15
Cochran's Q	2.333 ^a
df	3
Asymp. Sig.	② .506
a. 1 is treated as a success.	

Test İstatistikleri tablosu, anlamlılık testinin sonucunu sunar;

② P değeri (“Asymp. Sig.”) .506; dört işlem (koruyucu, takip eden, bağımsız, toplayıcı) uygulanmış örnekleme gerçekten eşit derecede etkiye sahipse, bu örnekte gözlemlendiğimiz farkları bulmada hala %50.6 şans bulunmaktadır. Bu şans %5'ten büyük olduğu için, davranışsal yönetici tipleri eşit derecede olduğu konusundaki;

“ H_0 : Davranışsal yönetici tipleri birbiriyle aynıdır” kabul edilir.

Tablodan da anlaşılacağı üzere, örnekleme oluşturan davranışsal yöneticiler arasında davranışsal yönetici tipleri arasında anlamlı bir farklılık bulunup bulunmadığını test etmek için yapılan Non-Parametrik Cochran Q testi sonucunda davranışsal yönetici tipleri arasında istatistiksel olarak $p < .506$ düzeyinde anlamlı bulunmamıştır. Söz konusu farklılık aleyhine gerçekleşmiştir.

Önyargı Tanımlama Testine uygulanan Cochran Q test uygulama sonuçlarına göre;

Tablo 10. Önyargı Tanımlama Testi Tanımlayıcı İstatistikler

Tanımlayıcı İstatistikler					
	① N	Mean	Std. Deviation	Minimum	Maximum
Sahiplik_Etkisi	15	.20	.414	0	1
Kayıptan_Kaçınma	15	.47	.516	0	1
Statüko_Yanılgısı	15	.13	.352	0	1
Çıpalama	15	.27	.458	0	1
Mental_Muhasebe	15	.13	.352	0	1
Geri_Görüş	15	.07	.258	0	1
Çerçeveleme	15	.13	.352	0	1
Bilişsel_Uyumsuzluk	15	.13	.352	0	1
Pişmanlık	15	.07	.258	0	1
Yakınlık	15	.00	.000	0	0

Muhafazakarlık	15	.07	.258	0	1
Uygunluk	15	.00	.000	0	0
Doğrulamayı	15	.00	.000	0	0
Temsilci	15	.07	.258	0	1
Aşırı_Özgüven	15	.20	.414	0	1
Kendine_Atfetme	15	.00	.000	0	0
Öz_Kontrol	15	.00	.000	0	0
Cazibe_Etkisi	15	.00	.000	0	0
Kontrol_Yanılsaması	15	.13	.352	0	1
Sonuç_Odaklılık	15	.07	.258	0	1

① N = 15, tanımlayıcılar eksik değer olmadığını doğrulamaktadır.

Tablo 11. Önyargı Tanımlama Testi Cochran Q Test

Frequencies		
	Value	
	0	1
Sahiplik_Etkisi	12	3
Kayıptan_Kaçınma	8	7
Statüko_Yanılgısı	13	2
Çıpalama	11	4
Mental_Muhasebe	13	2
Geri_Görüş	14	1
Çerçeveleme	13	2
Bilişsel_Uyumsuzluk	13	2
Pişmanlık	14	1
Yakınlık	15	0
Muhafazakarlık	14	1
Uygunluk	15	0

Doğrulayıcı	15	0
Temsilci	14	1
Aşırı_Özgüven	12	3
Kendine_Atfetme	15	0
Öz_Kontrol	15	0
Cazibe_Etkisi	15	0
Kontrol_Yanılsaması	13	2
Sonuç_Odaklılık	14	1

Test Statistics	
N	15
Cochran's Q	38.134 ^a
df	19
Asymp. Sig.	.006

Test İstatistikleri tablosu, anlamlılık testinin sonucunu sunar;

① P-value (“Asymp. Sig.”) is .006; 20 işlem (önyargı/eğilim) uygulanmış örnekleme gerçekten eşit derecede etkiye sahip ise, bu örnekte gözlemlediğimiz farkları bulmada hala %0.6 şans vardır. Bu şans % 5'ten büyük olduğu için, davranışsal önyargı tipleri eşit derecede olduğu konusundaki;

H₀: Davranışsal önyargı tipleri birbiriyle aynıdır hipotezi reddedilerek,

H_A: Davranışsal önyargı tipleri farklıdır, önyargı eğilimlerinin birbirinden farklı olduğu kabul edilir.

MAXQDA programı kod sistemi çerçevesinde ise, sütunlar kodlanmış her bir önyargı eğilimi konusunda katılımcılar her katılımcı farklı belgeleri listelemekte; bu çalışmada görüşülen kişileri göstermektedir (Şekil 3.). MAXQDA Kod Matrix Tarayıcısı verilerine göre; statüko yanılgısı, geri görüş, yakınlık, uygunluk, temsilci yaklaşım, öz kontrol, kontrol yanılsaması, cazibe etkisi ve sonuç odaklılık duygularına değinilmediği görülmüştür (toplam 0). Katılımcıların ifadelerinden analiz edilen

sonuçlara göre ise; eğilimlerin çoktan aza sıranmış hali ile; aşırı özgüven, çıpalama, kayıptan kaçınma, mental muhasebe önyargısı eğiliminde olabilecekleri görülmüştür. Bu eğilimler arasında aşırı özgüven K1, K3, K5, K7, K8, K10, K12 ve K13 arasında tespit edilmiş, ağırlığının en fazla olduğu K5 ve K7 katılımcı profillerinin baskın önyargı eğilimde olduğu görülmüştür.

Tablo 12. Aşırı Özgüven Eğilimde olan Katılımcılar

Katılımcı (K)	Sektör	Pozisyon	Yaş	Yöneticilik Tecrübesi
K5	Finans	Orta Düzey Yönetici	45/50	5/10 yıl
K7	İnşaat	Yönetici	40/45	>10 yıl

Tablo 13. Çıpalama Eğilimde Olan Katılımcılar

Katılımcı (K)	Sektör	Pozisyon	Yaş	Yöneticilik Tecrübesi
K6	Ticaret (Satış-Pazarlama)	İşletme Sahibi	40/45	5/10 yıl
K9	Finans	Yönetici	30/35	5/10 yıl

Tablo 14. Kayıptan Kaçınma Eğilimde Olan Katılımcılar

Katılımcı (K)	Sektör	Pozisyon	Yaş	Yöneticilik Tecrübesi
K1	Finans	Yönetici	60/65	>10 yıl
K2	Gıda	İşletme Sahibi	45/50	>10 yıl
K3	Hizmet	İşletme Sahibi	35/40	5/10 yıl
K6	Ticaret (Satış-Pazarlama)	İşletme Sahibi	40/45	5/10 yıl
K10	Finans	Finans Müdürü	35/40	5/10 yıl
K11	Finans	Risk Yönetimi Direktörü	35/40	5/10 yıl

Tablo 15. Mental Muhasebe Eğilimde Olan Katılımcılar

Katılımcı (K)	Sektör	Pozisyon	Yaş	Yöneticilik Tecrübesi
K2	Gıda	İşletme Sahibi	45/50	>10 yıl
K8	Ulaştırma, Lojistik ve Haberleşme	İşletme Sahibi	30/35	5/10 yıl
K9	Finans	Yönetici	30/35	5/10 yıl
K12	Tekstil, Hazır Giyim, Deri	İşletme Sahibi	45/50	>10 yıl

Çalışmadan elde edilen bulgulara göre davranışsal yönetici kategorisine ait yönetici özelliklerine ait eğilimlerin açıklamasını yapmak mümkündür.

◇ **Davranışsal Yönetici Türü: Koruyucu**

Koruyucu davranışsal yönetici tipi, serveti büyütme riskleri almak yerine finansal güvenlik ve serveti korumaya büyük önem veren bir yatırımcıyı anlatmaktadır (Pompian, 2008).

Baskın önyargı çeşitleri: Duygusal önyargı, kayıptan/zarardan kaçınma

Etkileyici Önyargılar: Statüko yanlılığı, çıpalama

Koruyucular genellikle kararlarında bilinçlidir ve bazen yanlış karar verebileceklerinden endişe duydukları için yatırımları ile harekete geçmekte zorluk çekmektedir. Bunun yerine riskten kaçınmayı ve statükoya sadık kalmayı tercih edebilirler. Koruyucular, genellikle kısa vadeli performansa ve kayıplara takıntılıdır ve ayrıca daha önce kazandıklarını kaybetme konusunda endişe etme eğilimindedirler. Bu davranış, koruyucuların çalışmalarına ve kişisel yaşamlarına kasıtlı ve temkinli bir şekilde nasıl yaklaştığı ile tutarlı olmaktadır.

◇ **Davranışsal Yönetici Türü: Takipçi**

Genel olarak paraya ve yatırımlara ilgi eksikliği ve finansal kararlar verirken genellikle yön talep eder (Pompian, 2008).

Baskın Önyargı Türü: Bilişsel önyargı, pişmanlık

Etkileyici Önyargılar: Çerçeveleme, bilişsel uyumsuzluk, geri görüş eğilimi

Takipçi yönetici stiline olan katılımcıların yatırım yapma konusunda kendi fikirleri yoktur. Aksine, yatırım kararlarını almak için arkadaşlarının ve meslektaşlarının liderliğini ya da genel olarak ne gibi yatırımlar olursa olsun bunu takip edebilmektedir. Genellikle karar alma süreçleri uzun vadeli bir plana bağlı değildir. Bazen bir yatırım kararı verildiğinde yatırım riskinde akıllıca veya yetenekli olduklarını düşünerek kendilerini kandırırlar; bu da istenmeyen risk arama davranışına yol açabilmektedir.

◇ **Davranışçı Yönetici Türü: Bağımsız**

Bağımsız bir Davranışsal Yatırımcı Tipi, yatırım konusunda özgün fikirleri olan ve yatırım sürecine dahil olmak isteyen yatırımcıları tanımlar (Pompian, 2008).

Baskın Önyargı Türü: Bilişsel, baskın önyargı gözlemlenmemiştir.

Etkileyici Önyargılar: Doğrulayıcı ve uygunluk önyargısı

Takipçilerden farklı olarak bağımsız davranışsal yönetici türündekiler, yatırım yapmaya ilgi duymamakta ve finansal piyasalara oldukça bağlı olup, yatırım konusunda sıra dışı görüşlere sahip olabilmektedirler.

◇ **Davranışsal Yönetici Türü: Toplayıcı**

Toplayıcı davranışsal yatırımcı türü, servet biriktirmek isteyen ve yapabileceklerinden emin olan yatırımcıları tanımlamaktadır (Pompian, 2008).

Baskın Önyargı Çeşitleri: Duygusal, aşırı özgüvenli, cazibe etkisi

Etkileyici Önyargılar: Kontrol yanılması

Bazı toplayıcı yöneticiler ve başarılı olacaklarına yeterince inanmakta, bu nedenle, portföy tahsislerini ve varlıklarını piyasa koşullarına göre ayarlamayıp, yapılandırılmış bir planı takip etmek istememektedirler. Karar verme mekanizmaları içinde danışmanın rolünü potansiyel olarak azaltabilecek olan karar alma sürecini kontrol etmek istemektedirler. Toplayıcılar risk alan kişiler olup seçtikleri yolun doğru olanı olduğuna inanmaktadırlar. Koruyucuların aksine, kazanmak ve büyük kazanmak için

yarışmaktadırlar. Takipçilerin aksine, kendilerine güvenmekte ve gemiyi yönlendiren kişiler olmak istemektedirler. Yeteneklerine çok güvenmeleri ve aşırı güven bazen de finansal karar sürecinin sonucunu kontrol edebileceklerini düşünmelerini sağlamaktadır. Yatırım sonuçlarının genellikle rastgele ve bilinmeyen risklerle dolu olduğu gerçeğini yoksayabilmektedirler.

Toplayıcılar ancak işler para kaybettiklerinde rahatsızlıkları çok yüksek olabilmekte, bu rahatsızlık sadece maddi zararlardan değil aynı zamanda kendi güvenleri ve yatırımların sonuçlarını kontrol edemedikleri gerçeğinden kaynaklanan darbelerden de kaynaklanabilmektedir. Bazı toplayıcılar danışmanlar ile yakın ilişkiler kurma konusunda oldukça zorlanmakta; çünkü danışmanlarının tavsiyelerine ve danışmanlarına güvenmek yerine kendi kararlarını vermeye çalışmaktadırlar.

Şekil 3. MAXQDA Kod Matrix Tarayıcısı

Kod Sistemi	K1	K2	K3	K4	K5	K6	K7	K8	K9	K10	K11	K12	K13	K14	K15	TOPL...
Donanım Etkisi				■												1
Kayıptan Kaçınma	■	■	■			■				■	■					6
Statüko Yanılgısı																0
Çıpalama	■				■	■			■						■	7
Mental Muhasebe		■						■	■			■				5
Geri Görüş																0
Çerçeveleme											■	■				2
Bilişsel Uyumsuzluk					■	■			■							3
Yakınlık																0
Pişmanlık										■						1
Muhafazakarlık	■													■		2
Uygunluk																0
Doğrulayıcı															■	1
Temsilci																0
Kendine Atfetme	■														■	2
Aşırı özgüven	■		■		■		■	■	■	■		■	■			12
Öz-kontrol																0
Kontrol Yanılsaması																0
Cazibe etkisi																0
Sonuç Odaklılık																0
Σ TOPLAM	5	2	2	1	5	4	3	3	4	3	2	3	1	1	3	42

4.4 Tartışma

Nicel ve nitel yöntemlerin bütünleştirilmesi, nicel veya nitel yöntemlerin tek başına kullanılmasından daha savunulabilir ve daha kapsamlı çalışma sonuçlarına ulaşılmasına yardımcı olabilmektedir. Bu başlangıç noktası ile oluşturulan yöntemsel diagram çerçevesi ile, Davranışsal Yatırımcı Tipi (BIT) ve Önyargı Tanımlama Testi örnekleme dahil olan katılımcıların finansal karar alma tercihleri çerçevesinde elde edilen bulgular Cochran Q test uygulama sonuçları ve sonrasında örneklemin keşif sürecinde davranışsal yönetici türleri içerisinde hangi eğilimlerin baskın olduğunu açıklamak mümkün olmuştur.

Davranışsal Yönetici Tipi Testi Cochran Q test uygulama sonuçlarına göre davranışsal yönetici tipleri aynıdır olgusu ortaya çıkmış olup, bir katılımcının belli bir Davranışsal Yönetici Tipi olarak tanımlanması, başka türlerde niteliklere sahip olmayacakları anlamına gelmediği anlamına gelmektedir. Pompian tarafından önerilen modelin dört kilit noktalarından biri olan kişisel özellikler ve BIT'ler arasındaki ilişkiyi açıkladığı finansal kişilikleri yerine getirilirken, insanların benzer şekilde tekrar edilebilir şekillerde davranacaklarını öngören tutarlılık ve BIT'lerin, her bireyin finansal kişiliğinin açık ve kesin tanımları olması amaçlanmadığı, davranışların çok fazla faktörden etkilendiğini öngören kişisel özellikler noktası ile uyumaktadır.

Önyargı Tanımlama Testi çerçevesinde Cochran Q test uygulama sonuçları daha önceki bölümlerde sunulan model kapsamında her bir eğilim ile ilişkilendirilen belirli önyargıların birbirinden farklı davranışsal önyargı tipleri olduğu olgusu ortaya çıkmıştır. Test sonucu ortaya çıkan yönelimlerin mutlak olarak alınmadığı anlamına gelmekte; pozitif uzun vadeli finansal sonuçlara ulaşmak için bilgi ve tavsiyelerle düzeltilebilecek önemli davranışsal eğilimlerin teşhisine yardımcı olmaları amaçlanmaktadır. İnsanların neden bu önyargıları geliştirdiklerini ve karar alma talepleriyle başa çıkmalarına nasıl yardımcı olduğunu anlamak önemlidir. Bu araştırma, finansal karar alıcı önyargısının, finansal kararlar davranışının doğal bir parçası olduğunun kanıtı olabilmektedir.

Çalışmanın amaçlarına hizmet etmesine rağmen, bazı sınırlamaları mevcuttur. Finansal karar alıcıların daha büyük ölçekli bir ankete dayanarak bu çalışmanın bulgularına destek verecek daha ileri araştırmalar yapılabilir. Ayrıca, yöneticilerin finansal karar almalarını etkileyen daha fazla önyargısı olabilir. Ek olarak, toplanan veriler diğer ülkeler arası boyutta daha ileri çalışmalar yapılabilir. Çalışmanın nitel bir araştırma yöntemine sahip olması, doğrulayıcı veya yanlılayıcı bir katkı sağlama çabası yerine yerel anlamı keşfedici bir yaklaşımla ortaya koyma çabasını açıklamaktadır. Ancak, araştırmaya dâhil edilen yönetici sayısının kısıtlı olması, görüşme yapılan bazı yöneticilerin ses kaydına izin vermemesi nedeniyle yazı ile kayda alınan görüşmelerde veri kaybının olası olması çalışmanın kısıtları arasındadır. Gelecek çalışmalarda, yüksek belirsizlik ile karakterize edilen tek bir sektör yöneticilerinin örnekleme dâhil edilmesi ile yapılacak araştırmaların sektörel bir bakış açısı sunması yönüyle, aynı sektörlerde ve farklı kültürlerde bulunan yöneticilerin araştırmaya dâhil edilmesi ile ise kültürel farklılıklar yönüyle katkı sağlayıcı bir bakış açısı edinilmesinin mümkün olacağı düşünülmektedir.

SONUÇ

Psikoloji ve diğer davranış bilimleri ile ilgili teorik ve metodolojik gelişmeler, sadece davranış anlayışımızı geliştirmekle kalmayıp aynı zamanda insan yaşam kalitesini de iyileştiren önemli keşiflere yol açmıştır. Davranışsal finans, insanların neden makul olmayan finansal kararlar aldıklarına ilişkin açıklamalar sağlamak için davranışsal ve bilişsel psikolojik teoriyi geleneksel ekonomi ve finans ile birleştirmeyi amaçlayan nispeten yeni bir yönetim alanıdır. Davranışsal finans alanında yer alan psikolojik faktörler, yatırımcıların daha iyi yatırım kararları almaları için finansal piyasa davranışını ve kapsamını daha iyi anlama beklentisini ortaya koymaktadır.

Yüksek oranda belirsizlik arz eden durumlar için kullanılabilir çok çeşitli araçlar mevcut olması; vaka temelli karar analizi, kalitatif senaryo analizi, bilgi piyasaları gibi ancak; hangi aracın ya da araçların hangi durumlarda kullanılması gerektiğine dair açık bir kılavuz yokken, bu çeşitliliğin kendisi de bu çalışmanın yapılandırılması için başlangıç noktası olmuştur.

Bu çalışma ile, finansal karar verme tercihleri üzerindeki sınırlandırıcılığı ortaya konmuş olan bilişsel süreçlerin etkilerinin hangi bağlamda ve hangi koşullar altında görüldüğünü anlamak amaçlanmıştır. Bu çalışmanın bulguları, bireylerin finansal yatırım karar davranışları konusunda farklı algı ve inançlara sahip olduğunu göstermektedir. Bazıları duygusal açıdan, bazıları ise mantıklı bir bakış açısıyla gelen bu algılamalar ve inançlar birlikte bireyi belirli bir harekete geçmeye yöneltebilir.

Yöneticilerin karar süreçlerinde rasyonelitesinin önüne geçen bilişsel süreçler hakkında bilgi sahibi olması, gelecek karar durumlarında yönlendirici işlev görebilir. Diğer taraftan çalışma, doğrulama çabası gütmeksizin bilişsel kestirme yollar ve yanlılıkların hangi süreçler ile hangi durumlarda kullanıldığını ve diğer bilişsel süreçler ile ne gibi bir etkileşimde bulunduğunu, finansal yatırım karar davranışları konusunda yöneticilerin hangi çeşitli algı ve inançlara sahip olduğunu keşif amaçlıdır.

Yatırımcıların karar alma sürecini yönlendiren sistematik davranışlar olmasına rağmen; finansal yatırım kararları söz konusu olduğunda, her yatırım kararı seçiminde belirli bir belirsizlik ve risk derecesinin var olduğu ve geleceğin kendisiyle ilgili belirli

bir belirsizlik düzeyi olduğu gerçeği göz önüne alındığında finansal kararları dikkate alındığında davranışların önyargılı olması beklenmektedir. İnsanların neden bu önyargıları geliştirdiklerini ve karar alma talepleriyle başa çıkmalarına nasıl yardımcı olduğunu anlamak önemlidir. Bu araştırma, yönetici önyargısının, finansal yatırım davranışının doğal bir parçası olduğunun kanıtı olabileceği ve finansal hizmet sağlayıcıların, finansal tüketiciyi daha iyi anlamak için yatırımcı önyargısı gibi psikografik değişkenleri kullanarak faydalanacağı düşünülmektedir.



KAYNAKÇA

- Abaan, E. D. (2002). *Fayda Teorisi ve Rasyonel Seçimler*. Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü.
- Alpert, M., & Raiffa, H. (1982). *A Progress Report on the Training of Probability Assessors, in Kahneman, D., Slovic, P., Tversky, A. (eds.), Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*. New York: Cambridge University Press.
- Altunışık, R., Coşkun, R., & Bayraktaroğlu, S. (2012). *Sosyal Bilimlerde Araştırma Yöntemleri*. Sakarya: Sakarya Yayıncılık.
- Atrill, P. (2014). *Financial Management for Decision Makers*. United Kingdom: Pearson Education Limited.
- Başar, A., & Oktay, E. (2007). *Uygulamalı İstatistik 2: Kısa Teorik Bilgiler ve Çözülmüş Problemler (Cilt 4)*. İstanbul: Aktif Yayınevi.
- Barber, B., & Odean, T. (2000). Trading is hazardous to your wealth: The common stock investment performance of individual investors. *The Journal of Finance*, 55(2), 773–806.
- Barber, B., & Odean, T. (2002). Online Investors: Do the Slow Die First? *Review of Financial Studies*, 15(2), 455–487.
- Barberis, N., & Thaler, R. (2003). A Survey of Behavioral Finance, in Constantinescu, G., Harris, M., Stulz, R. (eds.). *Handbook of the Economics of Finance: Financial Markets and Asset Pricing, 1B*, 1051–1121.
- Beber, A., & Fabbri, D. (2012). Who Times the Foreign Exchange Market? Corporate Speculation and CEO Characteristics. *Journal of Corporate Finance*, 18, 1065–1087.
- Bell, D. (1982). Regret in Decision Making under Uncertainty. *Operations Research*, 30, 961–981.
- Bell, D. (1985). Disappointment in Decision Making under Uncertainty. *Operations Research*, 33, 1–27.

- Ben-David, I., Graham, J., & Harvey, C. (2007). *Managerial Overconfidence and Corporate Policies*. NBER Working Paper No. w13711, SSRN Electronic Paper Collection: <http://ssrn.com/abstract=1079308> adresinden alındı
- Bernoulli, D. (1738). Exposition of a New Theory on the Measurement of Risk. *Econometrica*, 22(1), 23–36.
- Brealey, R. A., & Myers, S. C. (1991). *Principles of Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill.
- Busenitz, L., & Barney, J. (1997). Differences between Entrepreneurs and Managers in Large Organizations: Biases and Heuristics in Strategic Decision-Making. *Journal of Business Venturing*, 12(6), 9–30.
- Camerer, C. F., & Lovallo, D. (1999). Overconfidence and excess entry: An experimental approach. *American Economic Review*, 89, 306–318.
- Campbell, J., Goodie, A., & Foster, J. (2004). Narcissism, Confidence, and Risk Attitude. *Journal of Behavioral Decision Making*, 20, 297–311.
- Christensen-Szalanski, J., & Bushyhead, J. (1981). Physicians' Use of Probabilistic Information in Real Clinical Setting. *Journal of Experimental Psychology: Human Perception and Performance*, 7, 928–935.
- Churchill, G. A. (2001). *Basic marketing research (4th ed)*. Fort Worth Dryden Press.
- Cochran, W. G. (1951). Testing a linear relation among variances. *Biometrics*, 17–32.
- Cooper, A., Woo, C., & Dunkelberg, W. (1988). Entrepreneurs' Perceived Chances for Success. *Journal of Business Venturing*, 3(2), 97–108.
- Creswell, J. W., & Plano, C. V. (2011). *Designing and Conducting Mixed Methods Research*. Los Angeles: SAGE.
- Cummins, R. A., & Nistico, H. (2002). Maintaining Life Satisfaction: The Role of Positive Cognitive Bias. *Journal of Happiness Studies*, 3, 37–69.
- Döm, S. (2003). *Yatırımcı Psikolojisi*. İstanbul: Değişim Yayınları.

- Daniel, K., Hirshleifer, D., & Subrahmanyam, A. (1998). Investor psychology and security market under-and over- reactions. *The Journal of Finance*, 1839–1886.
- De Bondt, W. (1998). A Portrait of the Individual Investor. *European Economic Review*, 42(3-5), 831–844.
- Deaux, K., & Emswiller, T. (1974). Explanations for Successful Performance on Sex-Linked Tasks: What Is Skill for the Male is Luck for the Female. *Journal of Personality and Social Psychology*, 29, 80–85.
- Donaldson, G. (1961). Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity. *Division of Research*.
- Fama, E. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 31(1), 383–417.
- Fischhoff, B. (1982). For Those Condemned to Study the Past: Heuristics and Biases in Hindsight, in Kahneman, D., Slovic, P., Tversky, A. (eds.). *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases* (s. 80–98). içinde Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Fischhoff, B., Slovic, P., & Lichtenstein, S. (1977). Knowing with Certainty: The Appropriateness of Extreme Confidence. *Journal of Experimental Psychology*, 3, 552–564.
- Friedman, M., & Savage, L. (1948). The Utility Analysis of Choices Involving Risk. *Journal of Political Economy*, 56(4), 279–304.
- Frisch, D., & Baron, J. (1988). Ambiguity and Rationality. *Journal of Behavioral Decision Making*, 1(3), 149–157.
- Fox, C., & Tversky, A. (1995). Ambiguity Aversion and Comparative Ignorance. *Quarterly Journal of Economics*, 110(3), 585–603.
- Gider, J., & Hackbarth, D. (2010). Financing Decisions. K. N. Baker içinde, *Behavioral Finance. Investors, Corporations, and Markets* (s. 393–412). New York:: John Wiley & Sons.

- Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60, 187–243.
- Greene, J. C., & Caracelli, V. J. (1997). Defining and describing the paradigm issue in mixed-method evaluation. *New Directions for Evaluation*, 1997(74), 5-17. (s. 5-17). içinde San Francisco: Jossey-Bass.
- Hawkins, S., & Hastie, R. (1990). Hindsight: Biased Judgments of Past Events After Outcomes Are Known. *Psychological Bulletin*, 107, 311–327.
- Heath, F., & Tversky, A. (1991). Preference and Belief: Ambiguity and Competence in Choice Under Uncertainty. *Journal of Risk and Uncertainty*, 4, 5–28.
- Heaton, J. (2002). Managerial Optimism and Corporate Finance. *Financial Management Association*, 31(2), 33–45.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1973). On the Psychology of Prediction. *Psychological Review*, 80, 237–251.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47(2), 263–291.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1982). Evidential Impact of Base Rates, Kahneman, D., Slovic, P., Tversky, A. (eds.). *Judgment under uncertainty: Heuristics and biases*. içinde Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Kahneman, D., Knetsch, J. L., & Thaler, R. (1990). Experimental Tests of the Endowment Effect and the Coase Theorem. *Journal of Political Economy*, 98(6), 1325–1248.
- Keynes, J. M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Macmillan.
- Kidd, J. (1970). The Utilization of Subjective Probabilities un Production Planning. *Acta Psychologica*, 34, 338–347.
- Knight, F. (1921). *Risk, Uncertainty, and Profit*. Boston: Houghton Mifflin Company.

- Koellinger, P., Minniti, M., & Schade, C. (2007). I Think I Can, I Think I Can: Overconfidence and Entrepreneurial Behavior. *Journal of Economic Psychology*, 28(4), 502–527.
- Kraska-Miller, M. (2013). *Nonparametric Statistics for Social and Behavioral Sciences*. United States: Taylor & Francis Inc.
- Kvale, S. (2007). *Doing Interviews*. London, England: Sage Publications.
- Langer, E. (1975). Illusion of Control. *Journal of Personality and Social Psychology*, 32, 311–328.
- Langer, E., & Roth, J. (1975). Heads I Win Tails It's Chance: The Illusion of Control as a Function. *Journal of Personality and Social Psychology*, 32, 951–955.
- Leary, M. R. (2012). *Introduction to Behavioral Research Methods*. Boston: Pearson Education, Inc.
- Lenney, E. (1977). Women's Self-Confidence in Achievement Settings. *Psychological Bulletin*, 84, 1–13.
- Lichtenstein, S., & Fischhoff, B. (1977). Do Those Who Know More Also Know More about How Much They Know? *Organizational Behavior and Human Performance*, 20, 159–183.
- Lichtenstein, S., Fischhoff, B., & Phillips, L. (1982). *Calibration of Probabilities: The State of the Art to 1980*, in Kahneman, D., Slovic, P., Tversky, A. (eds.), *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*. New York: Cambridge University Press.
- Lintner, J. (1965). Security Prices, Risk, and Maximal Gains from Diversification. *Journal of Finance*, 20, 587–615.
- Loewenstein, G., & Kahneman, D. (1991). *Explaining the Endowment Effect*. Pittsburgh, PA: Carnegie Mellon University.
- Loughran, T., & Ritter, J. (2002). Why Don't Issuers Get Upset about Leaving Money on the Table in IPOs? *Review of Financial Studies*, 15, 413–443.

- Lovall, D., & Kahneman, D. (2003). Delusions of Success: How Optimism Undermines Executives' Decisions. *Harvard Business Review*, 81(7), 56–63.
- Lundenberg, M., Fox, P., & Puncochar, J. (1994). Highly Confident but Wrong: Gender Differences and Similarities in Confidence Judgments. *Journal of Educational Psychology*, 86, 114–121.
- Malhotra, N. (2005). *Marketing Research: An Applied Orientation*. New Delhi, India: Prentice Hall India.
- Malmendier, U., Tate, G., & Yan, J. (2011). Overconfidence and Early-life Experiences: The Effect of Managerial Traits on Corporate Financial Policies. *Journal of Finance*, 66(5), 1687–1733.
- March, G., & Shapira, Z. (1987). Managerial Perspectives on Risk and Risk Taking. *Management Science*, 33(11), 1404–1418.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *Journal of Finance*, 7(1), 77–91.
- McKeone, D. H. (1995). *Measuring Your Media Profile*. London, England: Gower Press.
- Mellers, B., Schwartz, A., & Cooke, A. (1998). Judgment and Decision Making. *Annual Review of Psychology*, 49, 447–477.
- Miles, M. B., & Huberman, A. M. (1994). *Qualitative Data Analysis*. Thousand Oaks, CA: Sage Publications.
- Mill, J. S. (1844). *Essays on some unsettled questions of political economy*. London: John W. Parker.
- Miller, D., & Ross, M. (1975). Self-Serving Bias in Attribution of Causality: Fact or Fiction? *Psychological Bulletin*, 82, 213–225.
- Modigliani, F., & Brumberg, R. (1954). Utility Analysis and the Consumption Function: An Interpretation of Cross-Section Data. *Post Keynesian Economics* (s. 388–436). içinde New Brunswick, NJ: Rutgers University Press.

- Montgomery, H. (1997). Naturalistic Decision Making. *Proceedings of the Subjective Probability, Utility and Decision Making conference*. Germany: University of Mannheim.
- Morse, J. M. (2003). Principles of mixed methods and multimethod research design. A. Tashakkori, & C. Teddlie içinde, *Handbook of mixed methods in social & behavioral research* (s. 189-208). Thousand Oaks, CA: Sage.
- Mossin, J. (1966). Equilibrium in a Capital Asset Market. *The Econometric Society*, 34, 768–783.
- Nofsinger, J. (2001). *Investment Madness: How Psychology Affects Your Investing*. London: Prentice Hall.
- Odean, T. (1998a). Volume, volatility, price and profit when all traders are above average. *The Journal of Finance*, 53(6), 1887–1934.
- Odean, T. (1999). Do investors trade too much? *The American Economic Review*, 89(5), 1279–1298.
- Oliver, B. (2005). *The Impact of Managerial Confidence on Capital Structure*. Australian National University Working Paper, SSRN Electronic Paper Collection:: <http://ssrn.com/abstract=791924> adresinden alındı
- Olsen, R. (2007). Investors' Predisposition for Annuities: A Psychological Perspective. *Journal of Financial Service Professionals*.
- Oskamp, S. (1962). The Relationship of Clinical Experience and Training Methods to Several Criteria of Clinical Prediction. *Psychological Monographs*, 76(547), 1–27.
- Oskamp, S. (1982). *Overconfidence in Case-Study Judgments*, in Kahneman, D., Slovic, P., Tversky, A., *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*. Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Pompian, M. (2008). Using Behavioural Investor Types to Build Better Relationships with Your Clients. *Journal of Financial Planning*, 64–76.

- Pompian, M. (2011). *Behavioral Finance and Wealth Management: How to Build Optimal Portfolios That Account for Investor Biases*. New Jersey: Wiley Finance Publications.
- Pompian, M. (2012). *Behavioral Finance and Investor Types : Managing Behavior to Make Better Investment Decisions*. New Jersey: USA: John Wiley & Sons Inc.
- Rubin, H., & Rubin, I. (1995). *Qualitative Interviewing: The Art of Hearing Data*. Thousand Oaks, CA: Sage Publications.
- Samuelson, W., & Zeckhauser, R. (1988). Status Quo Bias in Decision Making. *Journal of Risk and Uncertainty*, 1, 7–59.
- Savage, L. J. (1954). *The Foundations of Statistics*. New York: John Wiley & Sons
- Sharpe, W. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *Journal of Finance*, 19(3), 425–442.
- Sieber, J. (1974). Effects on Decision Importance on Ability to Generate Warranted Subjective Uncertainty. *Journal of Personality and Social Psychology*, 30(5), 688–694.
- Simon, H. (1955). A Behavioral Model of Rational Choice. *Quarterly Journal of Economics*, 69, 99–118.
- Slovic, P. (1969). Analyzing the expert judge: A study of a stockbroker's decision process. *Journal of Applied Psychology*, 53(1), 255–263.
- Stael von Holstein, C. S. (1972). Probability Forecasting: An Experiment Related to the Stock Market. *Organizational Behavior and Human Performance*, 8, 139–158.
- Statman, M. (2008). What is behavioral finance? F. J. Fabozzi içinde, *Handbook of Finance* (Cilt 2). New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Statman, M. (2017). *Finance for Normal People : How Investors and Markets Behave*. New York City: Oxford University Press.
- Statman, M., & Tyebjee, T. (1985). Optimistic Capital Budgeting Forecasts: An Experiment, *Financial Management*. 14, 27–33.

- Strauss, A., & Corbin, J. (1990). *Basics of Qualitative Research: Grounded Theory Procedures and Techniques*. Newbury Park, CA: Sage Publications.
- Strickland, L., Lewicki, R., & Katz, A. (1966). Temporal Orientation and Perceived Control as Determinants of Risk-Taking. *Journal of Experimental Social Psychology*, 2, 143–151.
- Stulz, R. (1996). Rethinking Risk Management. *Journal of Applied Corporate Finance*, 9, 8–24.
- Svenson, O. (1981). Are We All Less Risky and More Skillful than Our Fellow Drivers? *Acta Psychologica*, 47, 143–148.
- Taft, R. (1955). The Ability to Judge People. *Psychological Bulletin*, 52, 1–23.
- Taylor, S., & Brown, J. (1988). Illusion and Well-Being: A Social Psychological Perspective on Mental Health. *Psychological Bulletin*, 103, 193–210.
- Thaler, R. (1980). Toward a Positive Theory of Consumer Choice. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 39, 36–90.
- Thaler, R. (1999). Mental Accounting Matters. *Journal of Behavioural Decision Making*, 12, 183–206.
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1973). Availability: A Heuristic for Judging Frequency and Probability. *Cognitive Psychology*, 5, 207–232.
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1974). Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. *Science*, 185(4157), 1124–1131.
- Von Neumann, J., & Morgenstern, O. (1944). *Theory of Games and Economic Behavior*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Wason, P. (1966). *New Horizons in Psychology*. Harmondsworth: Penguin.
- Weinstein, N. (1980). Unrealistic Optimism about Future Life Events. *Journal of Personality and Social Psychology*, 39, 806–820.
- Yates, J. F. (1990). *Judgment and Decision Making*. Englewood, NJ: Prentice Hall.

EKLER

EK 1. DAVRANIŞSAL YÖNETİCİ TİPİ TESTİ

1. Paramı yönetmedeki temel rolüm:
 - a) Riskli yatırımlar yaparak servetimin koruyucusu olmak
 - b) Aktif olarak servet biriktirmek için hesabımı takas etmek
 - c) Yatırım kararlarından önce araştırma yapmak
 - d) Para yönetimi konusunda tavsiyeler için başkalarını dinlemek

2. Finansal meseleler söz konusu olduğunda, en çok hangi ifadeye katılıyorsunuz?
 - a) Para kaybetmek mümkün olan en kötü sonuçtur
 - b) Para kazanma fırsatları üzerinde hızlı hareket etmeliyim
 - c) Bunu yapmam için fırsatları kaçırsam da yapmayı düşündüğüm bir yatırımı anlamak için zaman harcadığımdan memnun olmam gerekiyor
 - d) Paramı denetlemekten sorumlu olmamalıyım

3. Bir yatırıma karar verirken aşağıdaki tavsiyelere güvenirim:
 - a) Kendi öz disiplinim.
 - b) İçgüdülerim
 - c) Kendi araştırmam.
 - d) Benden başka biri

4. Piyasalar yükselirken, ben:
 - a) Rahat hissederim
 - b) Heyecanlı olurum
 - c) Sakin ve rasyonel olurum
 - d) Birisinin tavsiyesine uyduğuma sevinirim

5. Finansal alanda sizi en iyi tanımlayan kelime hangisi?
 - a) Gardiyan
 - b) Tüccar
 - c) Araştırmacı

d) Tavsiye Alıcı

6. Parayı yönetmek için bir plan izlemek söz konusu olunca, hangi düşünceniz en iyi tarif eder?

- a) Bir planı takip etmek, varlıklarımı korumaya yardımcı olacaksa, o planı uygulayım.
- b) Bir planı takip etmek o kadar önemli değildir.
- c) Bir plan yapmak iyidir, ancak yatırım kararları benim düşüncemi içermelidir.
- d) Başkalarının tavsiyelerine uyma eğilimindeyim; bu yüzden eğer bana bir plan önerilirse onu izlerim veya başkalarının fikirlerini dinlerim.

7. Aşağıdaki durumlarda param konusunda kendinden emin hissediyorum:

- a) Geceleri, varlıklarımın güvenle yatırım yapıldığını bilerek uyuyabilirim.
- b) Takdir potansiyeli yüksek olan varlıklara yatırım yapıyorum.
- c) Kendi yatırım kararlarımı veririm
- d) Başkalarının yatırım yaptığı şeylere yatırım yapıyorum.

8. Bir arkadaş “kesin bir şey” yatırım fikri önerdiğinde, normalde cevabım:

- a) Genellikle bu tür fikirlerden kaçınıyorum.
- b) Böyle şeyleri severim ve gerekirse hemen harekete geçebilirim.
- c) Kendi araştırmamı yapar, sonra ne yapacağına karar vereceğim
- d) Bir karar vermeden önce başka birine danışmam gerekir.

9. Portföyümdeki kısa vadeli dalgalanmalar beni şöyle yapar:

- a) Panik, hemen satmayı düşünürüm
- b) Fırsat duygusu, satın alma hakkında düşünürüm
- c) Kontrolde hissetmek, potansiyel olarak hiçbir şey yapmam
- d) Paramın ne durumda olduğunu görmek için birini aramak isterim

10. Kendinizi bir spor etkinliğinde hayal edin. Hangi rolü oynamalısınız?

- a) Bir savunma oyuncusu
- b) Saldırgan bir oyuncu

- c) Stratejist / Koç
- d) Fan

10 sorudan oluşan bu test, bir yöneticinin temel yönelimini belirleyebilir;

(A) yanıtlarının bir üstünlüğü Koruyucu bir yönelim gösterir.

(B) yanıtlarının bir üstünlüğü Toplayıcı yönelimini gösterir.

(C) yanıtlarının bir üstünlüğü Bağımsız bir yönelimi belirtir.

(D) yanıtlarının bir üstünlüğü, Takipçi yönelimini gösterir.

Not: Michael Pompian Davranışsal Yatırımcı Tipleri (BIT)'ten uyarlanmıştır
(Pompian, 2008)

EK 2. ÖNYARGI TANIMLAMA TESTİ

1. Bir yatırımını satmayı düşünürken, ödediğim fiyat, herhangi bir işlem yapmadan önce göz önünde bulundurduğum büyük bir faktördür.
 - a) Kesinlikle katılıyorum
 - b) Katılıyorum
 - c) Nötr
 - d) Katılmıyorum
 - e) Kesinlikle katılmıyorum

Cevap: Bu ifade ile “Katılıyorum” ya da “Kesinlikle Katılıyorum” büyük olasılıkla çıpalama önyargısına yatkın olmaları muhtemeldir (Koruyucu)

2. Finansal zararın acısı, finansal kazancın zevkenden en az iki kat daha güçlüdür.
 - a) Kesinlikle katılıyorum
 - b) Katılıyorum
 - c) Nötr
 - d) Katılmıyorum
 - e) Kesinlikle katılmıyorum

Cevap: Bu ifade ile “Katılıyorum ya da “Kesinlikle Katılıyorum”, kayıptan/zarardan kaçınma eğilimlerine karşı duyarlı olmaları olasıdır. (Koruyucu)

3. En iyi finansal tercih olmasalar da istediğim şeyleri satın alacağım.
 - a. Kesinlikle katılıyorum
 - b. Katılıyorum
 - c. Nötr
 - d. Katılmıyorum
 - e. Kesinlikle katılmıyorum

Cevap: Bu ifade ile “Katılıyorum” ya da “Kesinlikle Katılıyorum” öz-kontrol önyargısına duyarlı olmaları muhtemeldir. (Toplayıcı)

4. Kötü geçmiş mali kararlar mevcut yatırım kararlarımı değiştirmeme neden oldu.
 - a. Kesinlikle katılıyorum
 - b. Katılıyorum
 - c. Nötr

- d. Katılmıyorum
- e. Kesinlikle katılmıyorum

“Cevap: Bu ifade ile “Katılıyorum” ya da “Kesinlikle Katılıyorum” pişmanlık önyargısı eğilimli olmaları muhtemeldir. (Takipçi)

5. Bazen yatırımlarımın bir kısmına bağlanırım ve bu da üzerinde işlem yapmama neden olabilir.
- a. Kesinlikle katılıyorum
 - b. Katılıyorum
 - c. Nötr
 - d. Katılmıyorum
 - e. Kesinlikle katılmıyorum

Cevap: Bu ifade ile “Katılıyorum” ya da “Kesinlikle Katılıyorum” donanım önyargısına karşı duyarlı olmaları muhtemeldir. (Koruyucu)

6. Bana hemen mantıklı geliyorsa, derhal yeni bir yatırım için harekete geçiyorum.
- a. Kesinlikle katılıyorum
 - b. Katılıyorum
 - c. Nötr
 - d. Katılmıyorum
 - e. Kesinlikle katılmıyorum

Cevap: Bu ifade ile “Katılıyorum” veya “Kesinlikle Katılıyorum” uygunluk yanlılığına duyarlı olmaları muhtemeldir (Bağımsız).

7. Başarılı yatırımlarımın çoğunun kararlarımı atfedilebildiğini ve işe yaramayanların ise başkalarının yönlendirmesine dayandığını sık sık biliyorum.
- a. Kesinlikle katılıyorum
 - b. Katılıyorum
 - c. Nötr
 - d. Katılmıyorum
 - e. Kesinlikle katılmıyorum

Cevap: Bu ifade ile “Katılıyorum” veya “Kesinlikle Katılıyorum” kendine atfetme önyargısına duyarlı olmaları muhtemeldir. (Bağımsız)

8. Portfolyoyu deęiřtirmeyi dūřünürken, zaman zaman seçenekler hakkında dūřünmeye harcıyorum ama çoęu zaman çok az veya bazen hiçbir řeyi deęiřtirmeyeceęim.

- a. Kesinlikle katılıyorum
- b. Katılıyorum
- c. Nötr
- d. Katılmıyorum
- e. Kesinlikle katılmıyorum

Cevap: Bu ifade ile “Katılıyorum” ya da “Kesinlikle Katılıyorum” statüko yanılığı önyargısına duyarlı olmaları muhtemeldir. (Koruyucu)

9. Yatırım bilgimin ortalamanın üstünde olduğundan eminim.

- a. Kesinlikle katılıyorum
- b. Katılıyorum
- c. Nötr
- d. Katılmıyorum
- e. Kesinlikle katılmıyorum

Cevap: Bu ifade ile “Katılıyorum” ya da “Kesinlikle Katılıyorum”, aşırı özgüvene duyarlı olmaları muhtemeldir (Toplayıcı).

10. Ulusal olarak reklamı yapılan firmalardan gelen yatırım konusundaki tavsiyelere, yerel firmalardan daha fazla güveniyorum.

- a. Kesinlikle katılıyorum
- b. Katılıyorum
- c. Nötr
- d. Katılmıyorum
- e. Kesinlikle katılmıyorum

Cevap: Bu ifade ile “Katılıyorum” ya da “Kesinlikle Katılıyorum”, çerçeveleme yanılığına eğilimli olmaları muhtemeldir (Takipçi)

11. Yatırımlarla ilgili görüşlerimi yaptıktan sonra kolayca değiştiremiyorum.

- a. Kesinlikle katılıyorum
- b. Katılıyorum
- c. Nötr
- d. Katılmıyorum
- e. Kesinlikle katılmıyorum

Cevap: Bu ifade ile “Katılıyorum” ya da “Kesinlikle Katılıyorum” muhafazakarlık önyargısına duyarlı olmaları muhtemeldir. (Bağımsız)

- 12.** Beğendiğim ürünleri veya kişisel değerlerimi yansıtan şirketlere yatırım yapıyorum.
- Kesinlikle katılıyorum
 - Katılıyorum
 - Nötr
 - Katılmıyorum
 - Kesinlikle katılmıyorum

Cevap: Bu ifade ile “Katılıyorum” ya da “Kesinlikle Katılıyorum”, yakınlık eğilimine duyarlı olmaları muhtemeldir. (Toplayıcı)

- 13.** Yatırımlarımı eğlence, fatura ödeme, eğitim fonları gibi çeşitli hesaplara ayırma eğilimindeyim.
- Kesinlikle katılıyorum
 - Katılıyorum
 - Nötr
 - Katılmıyorum
 - Kesinlikle katılmıyorum

Cevap: Bu ifade ile “Katılıyorum” ya da “Kesinlikle Katılıyorum” zihinsel muhasebe yanlılığına duyarlı olmaları olasıdır. (Koruyucu)

- 14.** Geçmiş yatırım hatalarıma baktığımda, kolayca önlenebileceğini görüyorum.
- Kesinlikle katılıyorum
 - Katılıyorum
 - Nötr
 - Katılmıyorum
 - Kesinlikle katılmıyorum

Cevap: Bu ifade ile “Katılıyorum” ya da “Kesinlikle Katılıyorum”, geri görüş açısı önyargısına duyarlı olmaları muhtemeldir. (Takipçi)

- 15.** Yaptığım birçok yatırım tercihi geçmiş yatırımların ne kadar benzer performans gösterdiğine dair bilgime dayanıyor.
- Kesinlikle katılıyorum
 - Katılıyorum

- c. Nötr
- d. Katılmıyorum
- e. Kesinlikle katılmıyorum

Cevap: Bu ifade ile “Katılıyorum” ya da “Kesinlikle Katılıyorum”, Temsilcilik yanlılığına duyarlı olmaları muhtemeldir. (Bağımsız)

- 16.** En önemlisi, yatırımlarımın para kazanması; Yapısal bir planı takip etmekle pek ilgilenmiyorum.
- a. Kesinlikle katılıyorum
 - b. Katılıyorum
 - c. Nötr
 - d. Katılmıyorum
 - e. Kesinlikle katılmıyorum

Cevap: Bu ifade ile “Katılıyorum” ya da “Kesinlikle Katılıyorum”, sonuç yanlılığına karşı duyarlı olmaları muhtemeldir (Toplayıcı)

- 17.** Yatırım kararları verirken, yatırımda neyin yanlış gidebileceğinden ziyade, yatırımın olumlu yönüne odaklanma eğilimindeyim.
- a. Kesinlikle katılıyorum
 - b. Katılıyorum
 - c. Nötr
 - d. Katılmıyorum
 - e. Kesinlikle katılmıyorum

Cevap: Bu ifade ile Katılıyorum ya da Kesinlikle Katılıyorum bilişsel uyumsuzluk önyargısına duyarlı olmaları muhtemeldir. (Takipçi)

- 18.** Başkalarına güvenmek yerine kendi yatırım seçimlerimi yaparsam daha iyi bir sonuç alma ihtimalim daha yüksektir.
- a. Kesinlikle katılıyorum
 - b. Katılıyorum
 - c. Nötr
 - d. Katılmıyorum
 - e. Kesinlikle katılmıyorum

Cevap: Bu ifade ile “Katılıyorum” ya da “Kesinlikle Katılıyorum”, kontrol yanlılığı yanılışmasına duyarlı olmaları muhtemeldir. (Toplayıcı)

19. Bir yatırım iyi gitmediğinde, genellikle doğru karar verdiğimi doğrulayan bilgiler ararım.

- a. Kesinlikle katılıyorum
- b. Katılıyorum
- c. Nötr
- d. Katılmıyorum
- e. Kesinlikle katılmıyorum

Cevap: Bu ifade ile “Katılıyorum” ya da “Kesinlikle Katılıyorum” doğrulayıcı/onay yanlılığına duyarlı olmaları muhtemeldir. (Bağımsız)

20. Bir yatırımın sicili dikkate alındığında, tarihsel olarak nasıl yaptığına değil, son zamanlarda nasıl gerçekleştiğine daha fazla ağırlık verdim.

- a. Kesinlikle katılıyorum
- b. Katılıyorum
- c. Nötr
- d. Katılmıyorum
- e. Kesinlikle katılmıyorum

Cevap: Bu ifade ile “Katılıyorum” ya da “Kesinlikle Katılıyorum” yakınlık yanlılığına karşı yatkın olacaktırlar. (Takipçi)

Not: Michael Pompian Önyargı Tanımlama Testinden uyarlanmıştır (Pompian, 2008).