

**Araştırma Makalesi**

Gönderilme Tarihi: 29 Kasım 2018; Revize Edilmiş Hali: 07 Aralık 2018; Kabul Tarihi: 07 Aralık 2018  
Çevrimiçi Yayın Tarihi: 17 Temmuz 2019

## DAVRANIŞSAL FİNANSIN PSİKOLOJİK EĞİLİMLERİNİN KAVRAMSAL DEĞERLENDİRMESİ

Selim AREN<sup>1</sup>

### Öz

Karar alma finansal çalışmaların odağında yer alan bir konudur. Neoklasik yaklaşım karar almaya rasyonel çerçeveden bakarken davranışsal finans insan psikolojisi ve eğilimler açısından yaklaşır. Davranışsal finans çalışmalarında finansal karar alma davranışını açıklamak için çok sayıda eğilim kullanılır.. Ülkemizde de son yıllarda bu alanda yapılan çalışmalar hızlı bir artış göstermiştir. Ancak bu çalışmalarda psikolojik eğilimlerin teorik alt yapısına sınırlı yer verildiği görülmektedir. Bu durum modelin tasarımı aşamasında olduğu gibi analizlerin yorumlanması noktasında da yetersizliklere ve hatalara sebep olmaktadır. Bu sebeple yapılan çalışmada davranışsal finans literatüründe kullanılan eğilimlerden demir atma, aşırı güven, doğrulama, bulunabilirlik ve pişmanlıktan kaçınma eğiliminin, teorik alt yapısı, sebep ve sonuçları, finansal kararlara ve risk alma davranışında etkisi geniş bir çerçeveden değerlendirilmiştir.

**Anahtar Sözcükler:** Davranışsal finans, Demir atma, Aşırı güven, Doğrulama, Bulunabilirlik, Pişmanlıktan Kaçınma

**JEL Kodları:** G41, D91, E71

### Theoretical Evaluation Of Psychological Biases In Behavioral Finance

#### Abstract

Decision-making is the focus of financial studies. The neoclassical approach decision-making from a rational perspective, while behavioral finance uses human psychology and biases. In behavioral finance studies, a number of biases are used to explain the financial decision-making behavior. However, the theoretical infrastructure of psychological biases is limited in these studies. This situation causes insufficiencies and errors in the interpretation of the analyzes as in the design phase of the model. For this reason, in this study, anchoring, over confidence, confirmation, availability, regret aversion biases theoretical infrastructure, causes and consequences and effect of financial decisions and risk taking behavior were evaluated in a broad framework.

**Keywords:** Behavioral finance, Anchoring, Over confidence, Confirmation, Availability, Regret aversion.

**JEL Codes:** G41, D91, E71

## GİRİŞ

Finansın tarihi gelişimine bakıldığında üç farklı evre görülür. 1950'lere kadar olan ilk evre, klasik finans dönemi olarak kabul edilir. Bu dönemde finans daha çok ekonominin alt disiplini olarak kabul edilmiştir. Yapılan çalışmalar görece olarak azdır ve mali tablolar analizi çerçevesinde kalmıştır. İkinci evre 1950'lerden itibaren etkin piyasalar hipotezi ve portföy teorileri ile başlayan ve gelişen çok sayıda yayının yapıldığı neoklasik dönemdir. Bu dönem önceki evreye göre daha bütüncül modelleri ve matematiğin daha yaygın kullanımı ile göze çarpar. Post klasik dönem olarak adlandırabileceğimiz 1980 sonrası evre ise matematiğin yanı sıra psikoloji, nöroloji ve psikanalizin de finansa dâhil edildiği, davranışsal finans, nöro finans ve duygusal finans çalışmalarının yapıldığı dönemdir.

Bu üç dönemin finansal karar almaya ve insana bakışı da farklıdır. Klasik finans, iktisat biliminden gelen rasyonel insan kavramını almış ve benimsemiştir. Bu dönemde rasyonellik, rasyonel davranış ve rasyonel seçim kararları matematiksel çalışmalarda bir başlangıç noktası, varsayım ve basitleştirme olarak kabul edilmiştir. Finansın ikinci evresi olan neoklasik dönemde ise gelişen matematiksel modellerle birlikte rasyonelliğe ve rasyonel insana bakış da dönüşüme uğramıştır. Artık rasyonellik, insanın olmazsa olmaz bir özelliği olarak kabul edilmiş, herkesin rasyonel olması, parasal faydasını maksimize edecek kararlar alması beklenmiştir. Bütün insanlar bu şekilde davranırsa toplumun da faydasının en üst seviyeye çıkacağı öngörülmüştür. İdealize edilen bu düşüncede kuşkusuz 19. yy. pozitivist felsefe düşüncesinin de büyük etkisi vardır. Duygular zaaf olarak kabul edilmiş, zayıf ve hatalı kararların yegâne sebebi olarak değerlendirilmiştir. Matematik, yöntem olarak idealize edilmiş, finansal kararlar kapsamında insan davranışları, fiziksel olayların ele alınışı gibi incelenmiştir.

Hâlbuki fiziksel kanunlar, olaylar ve onların gözlenmesi ile sosyal kanunlar, olaylar ve onların gözlenmesi birbirinden teorik ve metodolojik olarak farklıdır. Fiziksel kanunlar, insanlar olmasa da var olan kanunlardır. Bir başka ifade ile fiziksel kanunların varlığı, insanların varlığına ihtiyaç duymaz. Yer çekimi kanunu, suyun kaldırma kuvveti vb. yasalar insan olsa da olmasa da, gözlem yapsa da yapmasa da vardır. İnsanlar gözlem yaparak kanunların varlığını anlar, deney yaparak da doğruluğunu test eder. Gerek gözlem ve gerek deney yapılması, kanunları etkilemez, olması gereken ve beklenen olaylar meydana gelir. Tabii bilimlerde gözlemi, deneyi yapan olayları etkilemez sadece anlamaya çalışır. Oysaki sosyal bilimler farklıdır. İnsan olmasa sosyal bilimlerin olmadığı gibi, hem gözlemi, deneyi yapan kişi olayları etkiler, hem de olaylar onun algı ve düşüncelerini etkiler. Çift taraflı bir etkileşim söz ko-

nusudur. Sosyal sorumluluk üzerine yapılan bir çalışmada denekler kendilerine sorulan sorulara gerçekçi cevap vermektense deneyi yapanın gözünde olumlu intiba bırakacak cevapları tercih edebilirler. Peşi sıra verilen eğilimli cevaplarınsa deneyi yapanı etkilemesi söz konusudur. Bu sosyal bilimler ile tabii bilimler arasındaki net ayrımıdır.

Dolayısıyla sosyal bilimler duyguları yok farz ederek sadece akılla anlamayacağı gibi tek başına matematiksel modeller ile de değerlendirilemez. Bu sebeple davranışsal finans psikolojisi yöntem olarak kabul etmiş ve çalışmalarında odağında tutmuştur. Post klasik dönemde yer alan davranışsal finans, klasik ve neoklasik dönemin rasyonel insanı yerine normal insanı getirmiştir. Normal insan, ortalama zeka ve anlayışa sahip, parasal faydasını maksimize etmek isteyen ama zaman zaman bundan bir miktar feragat ederek kendini mutlu edecek yahut statü kazandıracak kararları da alabilen kişidir. Bu çerçevede onun tüm bilgiye sahip olması ve sahip olduğu tüm bilgiyi de bilgisayar mükemmelliğinde analiz etmesi beklenmez. Kararları hızlı ve otomatik bir sistemin ürettiği sezgilere (intuitive) dayanır. Bunu gerçekleştirmek için de çeşitli basitleştirici kısa yollardan (shortcut) istifade eder (Folkes, 1988; Kliger ve Kudryavtsev, 2010; Dimara vd., 2014; Meng, 2017). Sezgiler ve kısa yollar pratiktir ve kimi zaman faydalıdır. Ancak zaman zaman da kimi eğilimlere (bias) sebep olur. Eğilimler davranışsal finans literatüründe önemli bir yer tutar ve finansal karar almanın sürecinin vazgeçilmez belirleyicisi kabul edilir.

Türkiye’de her sene artan sayıda davranışsal finans alanında araştırma yapılmakta ve gerek ulusal ve gerekse de uluslararası literatüre katkı sağlanmaktadır. Ancak yapılan bu çalışmalarda kullanılan eğilimlere ilişkin oldukça sınırlı bir literatür desteği vardır. Yapılan değerlendirmeler eğilimin ne olduğundan ziyade ilgili model için etkisi bağlamındadır. Bu elbette gerekli ve önemlidir. Ancak kısa bir tanımdan öteye geçmeyen çalışılan eğilimlerin teorik alt yapısının sınırlı şekilde tartışılması gerek modellerin kurulması ve gerekse de analizlerin yorumlanmasında kendini göstermekte ve çalışmalar için ciddi bir kısıt oluşturmaktadır.

Bu çerçevede literatürde sözü edilen eksikliği gidermek için davranışsal finans çalışmalarında yer verilen kimi eğilimlerin; teorik alt yapısı, sebepleri, sonuçları, finansal kararlardaki rolü, diğer eğilimler ile ilişkisi ve risk alma tercihinine etkisi bağlamında ele alınması amaçlanmıştır. Bu doğrultuda demir atma, aşırı güven, doğrulama, bulunabilirlik ve pişmanlıktan kaçınma eğilimlerini incelenmiştir. Çalışmanın takip eden bölümlerinde her bir eğilimin yukarıda ifade edilen özellikleri ile ayrı ayrı değerlendirilmesine yer verilmiş ve son bölümde sonuç ve genel değerlendirme yapılmıştır.

## 1. DEMİR ATMA

İlk olarak Tversky ve Kahneman (1974) tarafından ifade edilen bu bilişsel eğilime göre insanlar başlangıçtaki değere bağlı kalarak tahminde bulunurlar. Bir başka ifadeyle demir atma eğilimi; bireylerin karar verirken belirli bir değere yeterli dayanaktan yoksun bağlılıklarıdır. İki bileşenden oluşur. Değerlendirmeler için temel alınan değer (referans noktası) ve bu değere olan bağlılık (demir atma). Schinckus (2011) bireylerin karar alırken referans noktalarından faydalandığını belirtir. Ancak referans noktasının varlığı kimi zaman aşırı, kimi zaman da yetersiz ayarlama yapılmasına sebep olur (Furnham ve Boo, 2011).

Bireyler finansal yatırımlarında farkındalık sağlayıcı bir özelliği olan çeşitli değerleri ve/veya özellikleri referans noktası olarak kabul eder (Chapman ve Johnson, 2000). Referans noktasına örnek olarak bireyin serveti (Raines ve Leather, 2011), varlığın alış fiyatı veya belirli bir zamandaki en yüksek değeri (Aren ve Canikli, 2018), son değeri (Mota vd., 2015) yabancı yatırımcılar için hissenin önceki sahibinin de yabancı yatırımcı olması (Li-Chuan vd., 2013) vb. verilebilir.

Farklı bireylerin farklı referans değerlerini kabul etmesi verilen kararların da farklılaşmasına sebep (Costa vd, 2017) olur. Başlangıçta doğru da olabilen ancak zaman içerisinde gerekli düzeltmeler yapılmadığı için doğruluğu kalmayan bu değerlere sadakat, geçmiş kararlara yüksek bağlılığa ve yeni bilgiye düşük tepkiye yol açar (Mitroi ve Stancu, 2014).

Aslında karar alıcının bir tahmin yaptıktan sonra yeni gelişmelere göre ilk tahminini güncellemesi karar alma sürecini hızlandırır ve basitleştirir. Başlangıçta son derece rasyonel ve doğru karar verilmiş olsa bile yeni gelişmeler yaşandıkça yapılan düzeltmelerde ilk karar kimi zaman ağırlığını korur ve ayarlamalar yetersiz kalır. Çünkü yapılan ayarlamalar sadece ulaşılabilen yeni bilgiyle sınırlı kalır (Mota vd., 2015), bu sebeple düzeltme işlemi ilk tahmine yakındır.

Demir atma ile ilgili önemli bir diğer unsur da bilgidir. Sınırlı bilgiye veya sınırlı değerlendirme yeteneğine sahip olmak, hem ayarlamaların olması gereken seviyede yapılmasına engel olur hem de kimi ilgisiz bilgilerin değerlendirmeye alınmasına (Tversky ve Kahneman, 1974) yol açar. Ayrıca referans noktası olarak kabul edilen değer karar vericinin bilgisini doğruladıkça bağlanma güçlenir (Furnham ve Boo, 2011).

Referans noktasının sahip olunan özel bilgi olarak değerlendirildiği durumlarda referans bilgi (information) karar vericinin yetkinliği, bilgeliği (knowledge) ile tutarlı ise daha güçlü bir etki yaratır. Kişinin yetkinliği (knowledge) sınırlı ise bu defa da ilgisiz kimi bilgiler (gürültü, noise) demir

atma etkisi yaratabilir. Kahneman ve Tversky'nin çok bilinen çarkı felek döndürme ve Birleşmiş Milletler'deki Afrikalıların sayısını tahmin etme deneyi yetkin olmayan kişilerdeki ilgisiz değerlerin bağlanma etkisine örnektir.

Strack vd. (1997) ayarlamalardaki bu eksikliği referans noktasının birey tarafından makul ve kabul edilebilir görülme seviyesine bağlar. Başlangıç noktası ne kadar makul kabul edilirse düzeltmelerin o kadar yetersiz kalacağını belirtir. Ayrıca yeni gelen bilgiye demir atmanın etkisini belirleyen üç unsurdan bahseder: Karar vericinin karar konusuyla ilgili detaylı bilgisinin olması, karar vericinin karar konusu ile ilgili genel bilgisinin olması ve hem detaylı hem de genel bilgiden yoksun olması. Yatırımcının yatırım yapmayı düşündüğü hisse senedinin fiyatının ne olması gerektiği ve fiyatı nelerin, nasıl etkileyeceğine ilişkin bilgiye (detaylı bilgi) sahip olması yahut bu tarz bir yetkinliğe sahip olmasa da ilgili hisse senedinin olması gereken fiyatı hakkında genel bir tahmini ve sermaye piyasasını etkileyen değişkenler ve etkileri hakkında genel bir fikrinin olması (genel bilgi) son olarak da hem hisse senedi hem de sermaye piyasası hakkında hiç bir bilgisinin olmaması. Strack vd. (1997) ilk durumda kişilerin yeni gelen bilgiyi zihinsel süreçlerinden geçireceklerini ve ilgisiz ise dikkate almayarak ona demir atmayacaklarını (son değere) öngörür. Genel bilgisi olanlar ise daha sınırlı şekilde yeni bilgiden etkilenip ona demir atarken, hiç bilgisi olmayanların yeni bilgiye demir atacaklarını belirtir.

Bilgiye son gelen bilgi olarak değil de bireyin bilgi seviyesi olarak yaklaşan Smith vd. (2013) bilgi düzeyi ne kadar yüksek olursa, demir atma etkisinin o kadar düşük olacağını belirtir. Bergman vd. (2010) de demir atma etkisinin bilişsel yetenekler arttıkça azaldığını ama ortalama bilişsel yeteneğe sahip kişilerde dahi anlamlı seviyede demir atma davranışı olduğunu ifade eder. Englich ve Soder (2009) ise uzman kişilerin de demir atmanın etkisinden kurtulamadıklarını, uzman olanlarla uzman olmayanlar arasındaki tek farkın uzman olanların yargılarındaki kesinlik olduğuna vurgu yapar.

Demir atma eğilimi ile hissi (affective) faktörlerin ilişkisini kuran çalışmalar da vardır. Bilindiği gibi duygular karar alma sürecinde etkilidir. Kimi zaman bilgi olarak kullanılır kimi zaman da bilgiyi değerlendirme sürecine müdahale eder (Englich ve Soder, 2009). Bu çerçeveden değerlendirildiğinde Furnham ve Boo (2011) üzgün ruh halindeki kişilerde daha güçlü demir atma davranışlarının görülebileceğine işaret eder.

Bilişsel faktörlerin ise demir atma eğilimine etki etmediğine (Furnham ve Boo, 2011) ilişkin bulgular olmakla birlikte arttırdığı yönünde bulgular da (Wegener vd., 2010) vardır. Bireysel farklılıklar bireylerin belirli olaylara ve şartlara karşı istikrarlı şekilde diğer insanlardan farklı tepkiler vermesi ile oluşur. Bireysel farklılıkların en temel yapısı olan kişilik ise kişinin davranış

ve karar alma sürecini etkileyen bireysel özellik olarak tanımlanır (Furnham ve Boo, 2011). En temel kişilik özelliği sınıflaması olan büyük beşliyi (big five) temel alan çalışmalar genel olarak yüksek sorumluluk (conscientiousness), uyumluluk (agreeableness) (Eroğlu ve Croxton, 2010), deneyime açıklık (openness to experience) (McElroy ve Dowd, 2007) ve düşük dışa dönüklük (extraversion) (Eroğlu ve Croxton, 2010) ile demir atma eğilimi arasında yüksek korelasyon tespit etmiştir.

Demir atma eğilimi kendine atfetme (over attribution) (Leyens vd., 1996), geç anlama (hindsight) (Pohl ve Hell, 1996) ve aşırı güven (Raines ve Leather, 2011) eğilimleri ile ilişkilidir.

Mota vd. (2015) demir atma eğiliminin bireylerin finansal faaliyetlerinde kazanım beklentisi ile gerçekleştiğini öngörür. Ancak Li-Chuan vd. (2013) yüksek kazancı garanti etmediğini göstermiştir. Fakat risk ile pozitif ilişkili olduğu da kimi araştırmacılar tarafından tespit edilmiştir (Ayadi vd., 2017; Jetter ve Walker, 2017).

## 2. AŞIRI GÜVEN

Aşırı güven (overconfident) sıkça çalışılan bir eğilim olmakla birlikte sınıflandırması, sebepleri ve etkileri konusunda fikir birliğine ulaşılamamıştır. Ayrıca kimi araştırmacılar bilişsel (cognitive) olarak kabul ederken (Hilary ve Hsu, 2011) kimi araştırmacılar da hem bilişsel hem sezgisel (intuitive) (Pompain, 2012) olarak değerlendirmektedir.

Aşırı güven bireyin bilgi ve yeteneğini olduğundan daha fazla değerlemesidir (Aren ve Canikli, 2018). Bilginin abartılması veya fazla ağırlıklandırılması, bilginin sayısal fazlalığı ile kalitesinin bireyin değerlendirmesinde iç içe geçmesinden kaynaklanır.

Schaefer vd. (2004) kişilerin kararlarının doğruluğunu (accuracy) abartma ve aşırı güvenme eğiliminde olduğunu ve bunun yargısal bir hata oluşturduğunu bildirir. Pek çok araştırmacıya göre aşırı güven; güven ile doğruluk (accuracy) arasındaki farktır (Schaefer vd.; 2004; Michailova vd., 2017).

Shefrin bireylerin kavrayışlarının ortalamasının üzerinde olduğuna inandığına ve bu sebeple hata yaptıklarına işaret eder (Mota vd. 2015). Mesela gereğinden daha fazla risk alan yatırımcı, gerçekte olduğundan daha yetkin olduğuna ve gerçekte bildiğinden daha fazlasını bildiğine inanır. Elbette bu tarz yatırımcılar bilgisiz veya yeteneksiz değildir. Sadece kendi yetenek ve bilgisine aşırı güvenirken piyasaların doğasında var olan belirsizliği göz ardı ederler (Mota vd., 2015).

Peon vd. (2016) aşırı güvenin bireyin kendi durumunu ve belirsiz geleceği

değerlendirme aşamasında ortaya çıktığını söyler. Belirsizlik ortamındaki yatırımcı karar verebilmek için kendi bilgi ve hislerine güvenir. Piyasada çok sayıda bilgi vardır. Ancak bunların hepsini aynı anda değerlendirmek mümkün olmadığı gibi birbiriyle çelişen bilgilerin yatırımcının zihninde ağırlıklandırılması da oldukça karmaşık bir süreci gerektirir. İşte bu noktada aşırı güven devreye girer ve yatırımcının neye dikkat edeceğini, neyi göz ardı edeceğini belirler. Bu çerçeveden bakınca aşırı güven hatalı değerlendirmelere, gerçekçi olmayan beklentilere ve riskli kararlara yol açabilir. Ancak aynı zamanda başarının da temel bileşeni olabilir (Johnson ve Fowler, 2011).

Aşırı güven eğilimi üç alt başlık altında değerlendirilir:

1. Tahmini Abartma (Overestimation) / Hatalı Ayarlama (Miscalibration)
2. Ortalamadan Daha İyi (Better Than Average) Değerlendirmesi / Konumun Abartılması (Overplacement)
3. Kesinliği Abartma (Overprecision)

Moore ve Schatz (2017) aşırı güvenin tek ve üniter bir yapı olmadığını, her formun farklı psikolojik kökenlere sahip olduğunu, farklı şartlar altında oluştuğunu, farklı sebeplere ve farklı sonuçlara yol açtığını dolayısıyla aynı şekilde değerlendirilmemesi gerektiği ifade eder.

Tahmini abartma (overestimation); bireyin sahip olduğu bilgileri ve bilgi işleme yeteneğini aşırı değerlemesidir (Chuang ve Lee, 2006; Johnson ve Fowler, 2011). Literatürde sıklıkla aynı yargı hatası için hatalı ölçümleme (miscalibration) ifadesinin de kullanıldığı görülmektedir (Ör: Lambert vd., 2012; Fellner ve Krugel, 2012). Bu eğilimin altında yatan temel unsur Mota vd. (2015), bireylerin gerçekte olduğundan daha iyi tahmin yeteneklerinin olduğuna ve sahip oldukları bilgiler için de gerçekte olduğundan daha doğru olduğuna inanmaları olarak tanımlar. Fellner ve Krugel (2012) bireylerin tahmin yaparken kullandıkları bilgileri üç yoldan elde ettiklerini belirtir: Kamuya açık bilgiler, geçmiş dönem bilgilerinden hareketle (zaman serilerinden) çıkartılan bilgiler ve sahip olunan özel bilgi. Bu karar hatasına sahip kişiler, kamuya açık bilgiye düşük değer verirken, sahip oldukları özel bilgiyi yüksek ağırlıkla değerlendirirler (miscalibration). Bunun altında yatan kavram belirsizliktir (uncertainty). Gerek kamuya açık bilgi, gerekse özel bilgi doğruluğu ve tahmindeki ağırlığı itibari ile belirsizlik içerir. Bireyler çoğunlukla kamuya açık bilgideki belirsizliği hissedip yüksek ağırlıklandırırken (dış dünya belirsizliği), sahip oldukları özel bilgiye ilişkin belirsizliği (iç dünya belirsizliği) düşük algılar veya hiç algılamazlar. Bu sebeple bireylere çeşitli sorular sorulup cevap vermeleri istendikten sonra verdikleri cevaplardaki hata payı ve doğruluk ihtimali nedir diye sorulduğunda hata payını çok düşük,

doğruluk ihtimalini de çok yüksek bildirirler (Fellner ve Krugel, 2012). Moore ve Schatz (2017) ise tahmini abartmanın altında yatanın elde edilecek neticenin arzulanma derecesi olduğuna vurgu yapar. Eğer sonuçlar yüksek oranda istenen, arzu edilen bir neticeyi doğuracak ise kişilerin sahip oldukları bilgiyi ve bunu işleme yeteneklerini abartma eğiliminde olduklarına işaret eder.

Aşırı güvenin ikinci formu ortalamadan daha iyi (better than average) yargı hatasıdır. Ortalamadan daha iyi eğilimi; bireylerin gerçekçi olmayan şekilde kendilerine ilişkin olumlu görüşlere sahip olması, bilgi ve becerilerinin ortalama bir kişiden daha iyi olduğuna inanmasıdır (Benoit ve Dubra, 2011; Fellner ve Kruegel, 2012; Lambert vd., 2012; Broihanne vd., 2014; Costa vd., 2017; Czerwonka, 2017). Bu o kadar yaygın bir eğilimdir ki Moore ve Schatz (2017) bunun evrensel olduğunu belirtir. İnsanlardan kendilerini değerlendirmeleri istendiğinde bilgi ve yeteneklerini çok üstün görmüyor olsalar dahi kendilerini ortalamanın üstünde bir yerde konumlandırır (overplacement). Bu eğilimi doğrulayan çok sayıda çalışma vardır. Şüpheli yaklaşımla kimi araştırmacılar sınırlı örneklem üzerinde yapılan araştırmaların bu eğilimin mutlak doğrulayıcısı olmayacağını iddia ederler. Çünkü ilgili örnekleme denekler bahse konu olan özellik veya bilgi için gerçekten ortalamanın üstünde olabilirler. Ancak Svenson'un (1981) yaptığı bir araştırmada, sınava tabi tutulan ABD'li ve İsveçli sürücülerden elde edilen bulgular bu eleştiriyi de bertaraf etmektedir. Ehliyet almak için sınava giren deneklere sınava katılanlara göre kendi sürüş yeteneklerini değerlendirmeleri istendiğinde ABD'lilerin yaklaşık %93'ü, İsveç'lilerin yaklaşık %69'u kendilerini ortalamadan daha iyi değerlendirmiştir.

Aşırı güvenin sonuncu formu ise kesinliği abartmadır (overprecision). Yani bireyin, düşüncesinin doğruluğuna ilişkin aşırı kesinlikteki inancıdır (Fellner ve Kruegel, 2012; Czerwonka, 2017). Moore ve Schatz (2017) bu eğilimi, bireyin bildiğinden daha fazlasını bildiğine olan inancı olarak tanımlar. İnsanlara bilmeleri mümkün olmayan bir takım sorular sorulduğunda bir cevap verirler. Takip eden ikinci soru ile verdikleri bu cevabın doğru olma olasılığı sorulduğunda ise doğruluk olasılığını abartırlar. Buna ilişkin iki güçlü açıklama vardır. İlki, kişilerin tahminlerinin gerçekleşme ihtimali konusunda hiçbir bilgileri yoktur ve bu sebeple yüksek olasılık atfederler. İkincisi ise verdikleri cevabı kendi kendilerine ikinci bir defa tekrarladıklarında daha olası gelir ve başta yargılarından şüphe duysalar da sonrasında emin olurlar.

Yapılan çalışmalara bakıldığında aşırı güvene sebep olan pek çok değişkenin incelendiği görülür. Ağırlıklı olarak; geçmiş başarıların (Aren ve Canikli, 2018), sahip olunan bilgi miktarının (Menkoff vd. 2013; Mota vd., 2015; Aren ve Canikli, 2018), profesyonelliğin (Broihanne vd., 2014) ve yaşın



(Menkoff vd. 2013) aşırı güveni arttırdığı ifade edilmektedir. Eğitim seviyesi (Mota vd. 2015) ile ilişkisi ise tespit edilememiştir. Uzmanlık ile aşırı güven arasında ise ters yönlü bir ilişkiden bahsedilir (Lambert vd., 2012). Buna karşılık deneyim ile aşırı güven ilişkisi içinse farklı bulgular mevcuttur: Lambert vd. (2012) ile Mota vd. (2015) deneyim ile aşırı güven arasında bir ilişki raporlamazken, Menkoff vd. (2013) ile Broihanne vd. (2014) deneyimin aşırı güveni arttırdığını belirtir.

Aşırı güven kararın zor ve kolay olmasından bağımsızdır (Lambert vd. 2012). Ancak zor, beceri gerektiren durumların aşırı güveni azalttığı, kolay ve beceri gerektirmeyen durumların ise arttırdığı ifade edilmektedir (Benoit ve Dubra, 2011). Bu sebeple üstün bir yatırım beceri gerektirmeyen boğa piyasaları aşırı güveni yükseltir (Chuang ve Lee, 2006). Ayrıca hisse senedi yatırımları özelinde firma adının verdiği güvenin de aşırı güvene sebep olduğu tespit edilmiştir (Lambert vd. 2012). Son olarak büyük beşli kişilik özelliklerinden dışa dönüklüğün de aşırı güveni artırdığı yönünde bulgular mevcuttur (Schaefer vd., 2004).

Literatürde aşırı güvene sebep olan değişkenler incelendiği gibi aşırı güvenin sebep oldukları da çokça araştırılmıştır. Aşırı güvenin, işlem sayısında artışa (Statman vd., 2006; Lambert vd. 2012), piyasa değişkenliğine (Lambert vd. 2012), yetersiz çeşitlendirmeye (Goetzmann ve Kumar, 2008), kamuya açık bilgiye zayıf tepkiye (Daniel vd., 1998; Lambert vd. 2012; Mitroi ve Stancu, 2014), özel bilgiye ise aşırı tepkiye (Daniel vd., 1998; Lambert vd. 2012) yol açtığı belirtilmektedir. Borsaya katılımı arttırmakla birlikte (Xia vd. 2014), servete herhangi bir etkisinin olmadığı (Michailova vd. 2017) hatta düşük performansın sebebi (Lambert vd. 2012) olduğu iddia edilmiştir. Genel olarak yatırım stratejilerini etkilediği (Czerwonka, 2017) ve riskin gerçekçi değerlendirilmesine engel olduğu (Kumar and Goyal 2015) ifade edilmektedir. Ancak risk alma isteğini arttırdığı yönünde güçlü bir mutabakat vardır (Lambert vd. 2012; Broihanne vd., 2014; Mota vd. 2015).

Bunun haricinde değerlendirme sürecinde ilk bilgilere aşırı bağlılık (demir atma, Pompian, 2012; Costa vd., 2017; Czerwonka, 2017; Mota vd. 2015), doğrulama (Pompian, 2012; Costa vd., 2017; Czerwonka, 2017), yeni gelen bilgileri yavaş ve yetersiz değerlendirme (muhafazakarlık, Aren ve Canikli, 2018) ve yeni bilgileri yorumlarken iyimser olma (Broihanne vd., 2014; Moore ve Schatz, 2017) gibi eğilimler de aşırı güven ile birlikte gözlemlenmiştir. Ayrıca sonuçlar olumlu olduğunda kendine atfederek (Hirshleifer, 2001) aşırı güven oluşturma, olumsuz olduğunda ise dış etkenlere bağlayarak (kontrol yanılması, Broihanne vd., 2014; Mota vd. 2015) aşırı güveni zedelememe de sergilenen davranışlardır.

### 3. DOĞRULAMA EĞİLİMİ

Doğrulama eğilimi; bireylerin inançları, beklentileri ve tahminleri ile örtüşen ve destekleyen bilgileri arama, yüksek ağırlıklandırma, yorumlama, kullanma, örtüşmeyen veya desteklemeyen bilgileri ise düşük ağırlıklandırma ve göz ardı etme davranışıdır (Nickerson, 1998; Pompian, 2012; Nelson, 2014; Cipriano ve Gruca, 2014; Charness ve Dave, 2017; Costa vd., 2017).

İnsanların geçmiş yargılarına inanma arzusu vardır ve bu onları bilinçli veya bilinçsiz bir şekilde doğrulama eğilimine götürür (Nickerson, 1998). Bu süreçte bilişsel ve duygusal özellikler etkilidir. Doğrulamak genellikle yanıltılmaktan daha kolaydır, bir olguyu değerlendirirken hem olumlu hem olumsuz yönlerini bir arada değerlendirmek oldukça güçtür, yeni bilgiler sıra dışı olmadıkça genellikle doğrulamak için kullanılır ve kişilerden mevcut görüşlerini gerekçelendirmekten ziyade yeni görüşlerini gerekçelendirmesi istenir (Nickerson, 1998) ki gerekçelendirmek oldukça zordur. Bu sebeple kişiler var olan yargılarını doğrulamaya daha yatkındırlar.

Bu hatalı ve tarafsız davranış bilginin toplanmasında, kullanımında veya her ikisinde de olabilir. Bu sebeple tespiti çok kolay değildir. Bilinçlidir ama sadece bilinçle yapıldığı da söylenemez. Bilgiyi toplarken yapılan, genellikle seçici bilgi edinimidir. Kullanımında ise bilginin eğilimli şekilde yorumlanması ve hak ettiğinden daha fazla ağırlıklandırılması vardır. Christandl vd. (2011) doğrulama eğiliminin algıyı etkilediğini ve kimi zaman kişilerin somut gerçekleri dahi (%1,4 olan fiyat artışını %5 olarak) farklı algıladıklarını göstermiştir. Bu eğilimin varlığı neoklasik finansın öngördüğü davranışlardan uzaklaşılmasına ve hayvansal güdülerin baskın olmasına sebep olur (Charness ve Dave, 2017). Finans alanında yapılan pek çok araştırmada da bu eğilimin etkisi görülür (Nelson, 2014).

Lehman vd. (1992) doğrulama eğiliminin iki temel belirleyicisinden bahseder: Önyargı ve bilgi düzeyi. Kişiler konu hakkında önyargılı ise bu eğilime daha yatkındır. Çünkü yeni gelen bilgileri önyargılarına göre algılar ve değerlendirirler. Bilgili kişiler sahip oldukları bilgi ile güçlü bir inanç oluştururlar ve bu da eğilimden daha fazla etkilenmelerine yol açar. Bilgisiz kişiler ise güçlü inanç oluşturamaz ve daha az etkilenirler. Dolayısıyla önyargısız ve düşük bilgili kişilerde bu eğilim daha az görülür.

Duonga vd. (2014) iyimser ve kötümser yatırımcıların bu eğilim sebebiyle bilgiye yaklaşımlarının ve tepkilerinin farklı olduğunu belirtir. Genel olarak kötümser yatırımcılar olumlu bilgiye, iyimser yatırımcılar ise olumsuz bilgiye zayıf tepki ve düşük ağırlık verir. Ch'ng (2010) da aşırı güveni bu eğilimin önemli bir belirleyici olarak görür. Aşırı güven gerek bilginin seçilmesinde

gerekse ağırlıklandırılmasında kendini gösterir. Aşırı güvenli yatırımcılar inançları ile örtüşmeyen bilgileri kolaylıkla yok farz ederken örtüşenlere yüksek önem atfederler.

Bu çerçevede Nickerson (1998) bireyler tarafından bilgi olarak alınan ve algılananın her zaman gerçek bilgi olmayabileceğini belirtir. Karar verme oldukça karmaşık bilişsel ve duygusal süreçlerden oluşur. Ancak genellikle insanlar verdikleri yargıda ve oluşturdukları inançta duygusal unsurlardan ziyade bilişsel unsurların hâkim olduğuna inanmak ister. Bilişsel süreç bilgi odaklıdır. Bu sebeple bilginin toplanması, değerlendirilmesi, yorumlanması ve kullanılmasını gerektirir. Fakat genellikle nihai karar süreci öncesinde bir inanç vardır ve bu inanca kimi zaman sebepsiz bağlanma ve aşırı güvenme eğilimi de olabilir. Bu hatalı eğilimler bilginin toplanması, yorumlanması ve kullanılmasında da bir takım eğilimlere sebep olurlar. Genel olarak bunları altı başlık altında değerlendirmek mümkündür: Doğrulayıcı bilgi arama, bilgileri taraflı sıralama ve niceliksel değerlendirme, taraflı yorumlama, bilgilere taraflı şekilde farklı ağırlık verme, koşullu olasılığın ihmali, hayali ilişkiler yaratma.

Doğrulayıcı bilgi arama; çok sayıda çalışma tarafından kabul edilmiştir (Klayman, 1995; Nickerson, 1998; Ch'ng, 2010; Christandl vd., 2011; Cipriano ve Gruca, 2014; Charness ve Dave, 2017). Yatırımcıların, yatırım kararlarını destekleyen bilgileri ararken bilerek veya bilmeyerek sıkça düştükleri bir hatadır. Doğrulayıcı bilgi güven verir ve geleceğe umutla bakılmasına sebep olur. Ayrıca karara ilişkin şüpheden kaynaklanan duygusal huzursuzluk ve kaybetme korkusunu da bertaraf eder. Bu sebeple bireyler bilgi kaynağını seçerken dahi taraflı davranırlar. Bilgiler karmaşık hale geldikçe ve analizi güçleştikçe bu eğilim daha da aktif olur.

Bilgileri taraflı sıralama ve niceliksel değerlendirme; Klayman (1995) ve Nickerson (1998) bireylerin yargılarını destekleyen bilgileri önce sunduklarını ve sayıca fazla olmalarına göre değerlendirdiklerini belirtir. Bir önceki süreç ile yakından ilgilidir. Yatırımcılar yatırım kararlarına ilişkin salt destekleyici bilgi arayışında olmasa da kimi zaman topladıkları bilgileri gerek zihinlerinde değerlendirirken ve gerekse çevrelerindekiyle sunarken öncelikli olarak destekleyici olanlara, sonrasında desteklemeyenlere yer verirler. Çoğu zaman destekleyenlerin sayısı desteklemeyenlere göre oldukça fazladır. Ayrıca kimi zaman bilginin gücü ile güvenilirliğini de karıştırırlar ve hatalı şekilde güvenilirlik yerine güce önem verirler. Mesela bir yatırımcı aldığı hisseye ilişkin şirketin büyüme potansiyelini, kârlılık oranlarını ve başka finansal göstergeleri sayar en sonunda ise yaklaşan seçimlerin belirsizlik yarattığından ve firmayı olumsuz etkileme ihtimalinin olduğundan bahseder. Bu durum firma özelinde büyük

bir kayıp oluşmasına sebep olabilir. Ancak yatırımcı bunu her firmayı etkileyecek temel bir gösterge olarak kendine ve çevresindekilere sunarak kararının doğruluğunu zedelemeyeceğini düşünür.

Tarafli yorumlama; çoğu zaman bilgiler yukarıda da belirtildiği gibi karmaşık yapıdadır. Karmaşıklık kimi zaman değerlendirilmenin zorluğundan kimi zaman da hem olumlu hem de olumsuz işaretler barındırmasından kaynaklanır. Bu durumda bireyler tarafli bir şekilde bilgilerin kendi yargılarını desteklediği yorumuna varırlar (Klayman, 1995; Nickerson, 1998; Cipriano ve Gruca, 2014; Charness ve Dave, 2017). Ekonomide çoğu zaman bilgilerin farklı yorumlanması mümkündür. Bir firmanın cari oranının düşüklüğü kısa vadeli borçlarının azlığından kaynaklandığında, kısa vadeli ödeme yükümlülüğünün düşük olduğu dolayısıyla iyi olarak değerlendirilebileceği gibi borçlanma yeteneğinin zayıflığının işareti olarak kabul edilerek kötü olarak da yorumlanabilir. Dolayısıyla aynı verilere bakan farklı yatırımcılar farklı yorumlarda bulunabilir.

Bilgilere tarafli şekilde farklı ağırlık verme; doğrulayıcı bilgi arama kadar sık yapılan bu eğilimli davranışta çok sayıdaki bilgiyi değerlendirirken olumlu bilgilerin yüksek ağırlıkla olumsuz bilgilerin düşük ağırlıkla hesaba katılmasıdır (Nickerson, 1998; Ch'ng, 2010; Christandl vd., 2011; Cipriano ve Gruca, 2014; Charness ve Dave, 2017). Yatırımcının yatırımını belirli bir yönde etkileme imkânı olan ABD Fed başkanının ve aksi yönde etkileme potansiyeli olan kendi ülkesindeki merkez bankası başkanının açıklamaları yatırımcı tarafından sübjektif şekilde değerlendirilir. Kendi yatırımını destekleyen açıklamaya daha yüksek ağırlık ve önem verirken desteklemeyen açıklamaya daha düşük ağırlık ve önem verir. Bu şekilde yargının objektivitesi bozulur ve doğrulama eğilimi meydana gelir.

Koşullu olasılığın ihmali; kimi zaman bir olayın gerçekleşme ihtimali bir başka olayın sonucuna göre değişir. Mesela ekonominin istikrarlı büyüme göstereceği bir dönemde hissenin yüksek getiri sağlama ihtimali %80 ise yatırımcı ekonomiye ilişkin riski göz ardı eder ve %80 olasılığı tek başına değerlendirir. Bu koşullu olasılığın ihmali hatasıdır. Olumlu ekonomik ortamda yatırımın yüksek getiri sağlama ihtimali %80'dir ama ekonomik durumun iyi olması %50 ihtimal ise aslında hissenin yüksek getiri sağlaması  $0,50 \times 0,80 = 0,40$  ihtimaldir. Yatırımcı bu gerçeği göz ardı eder ve %80 olasılığı kendi kararını yüksek oranda destekler bir bilgi olarak kabul eder. Doğrulama eğilimi altında yapılan bu eğilim Nickerson (1998) ve Ch'ng (2010) tarafından da vurgulanmıştır.

Hayali ilişkiler yaratma; yatırımcılar kimi zaman da kendi yargılarını desteklemek için hayali ilişkiler yaratabilir veya varlığını kabul edebilirler. Ch'ng (2010) bu tarz hayali ilişkiler ile doğrulama eğiliminin bağlantısını kurmuştur.

Ekonomik göstergelere belirli bir kesitten bakınca bir takım sahte ilişkiler bulmak olasıdır. Özellikle bu ilişkiler yargıyı destekliyorsa daha da cazip hale gelir. Tarih boyunca bu tarz hayali ilişkiler yaratılmıştır. Hatta kadınların etek boyu ile ekonominin yönü dahi tahmin edilmiştir. Yahut Bangladeş'teki tereyağı üretimi ile S&P endeksinin tahmin edilmesi buna örnektir. Doğrulama kaygısını yoğun yaşayan yatırımcılar hem yatırım kararlarını desteklemek hem kendilerini hem de çevrelerini ikna etmek için zaman zaman bu tarz hayali ilişkiler yaratabilirler.

Sonuç olarak doğrulama eğilimine iki farklı cepheden bakmak mümkündür: Bilişsel ve psikolojik doğrulama. Bilişsel doğrulama ile psikolojik doğrulama farklı olgulardır. Bu sebeple farklı iki yargıya sahip kişiler farklı kaynaklardan farklı bilgiler toplayarak kendi hipotezini doğrulayabilir. Yahut aynı bilgileri dahi değerlendirdiklerinde farklı sonuçlar elde edebilirler. Bu tarz uygulamalar psikolojik doğrulamaya hizmet eder. Bilişsel doğrulama ise her bilginin olması gereken ağırlıkta dikkate alınması ile gerçekleşir. Ancak bu çok mümkün olmadığından yapılan psikolojik doğrulamaya yardımcı olacak davranışlardır.

Doğrulama eğiliminin aşırı güven eğilimi ile ilişkilendirilmesi oldukça yaygın olmakla birlikte aslında pek çok davranış ve eğilimle de ilişkisi vardır. Daha önce de vurgulandığı gibi delilin gücü ve geçerliliği farklıdır. İnsanı eğilim daha yaygın olarak güce odaklanmaktadır ama asıl olan güvenilirliktir. Yüksek güvenilirlik düşük güç, bireylerde herhangi bir etki yaratmaz iken yüksek güç düşük güvenilirlik, genellikle aşırı güvene sebep olur (Nickerson, 1998). Aşırı güven de doğrulama eğilimine sebep olur (Klayman, 1995; Daniel vd., 1998). Ancak bu ilişki çift taraflıdır, doğrulama eğilimi de aşırı güvene sebep olabilir (Ch'ng, 2010; Duonga vd., 2014). Dolayısıyla aşırı güvenin doğrulama çabalarına yön verdiği ve doğrulayan sonuçların da bireylerde aşırı güvene yol açtığını söylemek mümkündür.

Charness ve Dave (2017) yargı oluştuktan sonra gelen yeni bilgilerin düşük ağırlıklandırılması sebebiyle muhafazakârlık eğilimi ile de ilişkili olduğuna işaret eder. Nickerson (1998) da aynı görüşü destekler. Yine belirli bir yargıyı temsil eden bilgilerin aşırı ağırlıklandırılması sebebiyle temsil etme eğilimi ile de ilişkilendirilir (Charness ve Dave, 2017).

Nelson (2014) bir klişenin (stereotype) topluluğun tüm üyeleri tarafından inanıldığı (sürü davranışının oluştuğu) durumlarda doğrulama eğiliminin görülmesinin muhtemel olduğuna işaret eder. Nickerson (1998) da doğrulama eğilimi ile sürü davranışının ilişkili olduğunu belirtir. Diğer taraftan Cipriano ve Gruca (2014) doğrulama eğiliminin analistlerin tahmin sürecini ve yatırımcıların analist tahminlerine dayanarak belirlediği piyasa fiyatlarını da etkileyebileceğini belirtir. Aşırı güvene benzer şekilde sürü davranışı da hem doğrulama eğiliminin sebebi hem de sonucu olarak değerlendirilebilir.

Lehman vd. (1992) doğrulama eğiliminin kendini geliştirme (self enhancement) ve kendini koruma (self protection) gibi motivasyonlarla yapıldığını belirtirken Costa vd. (2017) de bilişsel uyumsuzluktan (dissonance) kaçınma isteğinin etkisinden de bahseder.

Kimi zaman profesyonel işinde çok başarılı, çok doğru kararlar veren kişiler çok başarılı yatırım kararları da verebileceklerini düşünürler. Çeşitli deliller toplayarak bu inançlarını kuvvetlendirmeye çalışırlar. Hâlbuki finansal yatırım başarısı kendi kararlarının doğruluğundan değil dış etkenlerden kaynaklanır. Kontrol yanılması olarak bilinen bu eğilim bireylerin başarılarını kendi yetenek ve bilgilerine, başarısızlıklarını da kötü şansa bağlamalarıdır ve Nickerson (1998) tarafından doğrulama eğilimi ile ilişkili kabul edilmektedir.

Ayrıca kimi zaman kişiler çok düşünmeden verdikleri yargılara dahi bağlanırlar (statükoyu koruma eğilimi) ve bunu destekleyecek kanıtları aramaya ve bulmaya gayret ederler (Klayman, 1995; Nickerson, 1998). Cipriano ve Gruca (2014) bu süreçte iyimserlik eğiliminin de görülebileceğinden bahseder.

Kimi zaman da kişi zaman içinde edindiği bilgilere dayanarak sonuç çıkarır. Sonuç çıkarma aşamasında elde ettiği bilgilere ise genellikle daha sonra elde edeceği bilgilerden fazla değer verir ve sürekli ilk bilgileri ve yargısı çerçevesinde değerlendirir (referans noktası demir atma eğilimi). Bir inanç ya da fikir oluştuktan sonra, oldukça zorlayıcı deliller karşısında bile değişime karşı çok dirençli olabilir (Nickerson, 1998).

Doğrulama eğilimi ile risk isteği arasındaki ilişkiye bakıldığında ise ilgi çekici bir durum görülür. Nickerson (1998) ve Poletiek ve Berndsen (2000) riskten kaçınmanın doğrulama eğilimine sebep olacağına vurgu yapar. Nickerson (1998) ise doğrulama eğiliminin olumsuz sonuçların göz ardı edilmesi veya reddedilmesine ve olumlu sonucun gerçekleşme olasılığına odaklanıp gerçekleşmeme olasılığının göz ardı edilmesine sebep olacağına işaret eder. Bu davranışın da ödüle odaklanıp risk almaya sebep olması beklenir. Dolayısıyla riskten kaçınmanın doğrulama eğilimine, doğrulama eğiliminin de risk isteğine sebep olacağını öngörmek mümkündür.

#### **4. BULUNABİLİRLİK**

Bulunabilirlik eğilimi bir olayın meydana gelme olasılığının hatırlanabilme kolaylığına göre tahmin edilmesidir (Tversky ve Kahneman, 1973; Tversky ve Kahneman, 1974; Shams, 2002; Cohen, 2016; Kliger ve Kudryavtsev, 2010; Javed vd., 2017; Chen vd., 2017; Kudryavtsev, 2018). Farklı araştırmacılar bilişsel (Cohen, 2016; Chen vd., 2017) ve sezgisel (Tversky ve Kahneman, 1973; Javed vd., 2017) olduğuna ilişkin atıfta bulunmuşlardır.

Bilişsel veya sezgisel olsun oldukça yaygındır. İnsanlar çoğu zaman karmaşık veri kümeleri içinden ilgili bilgiyi bularak hızlı ve rahatlatıcı kararlar almak ister. Yargıya ilişkin şüphe rahatsız edicidir. Bu sebeple değerlendirme süreci hızlı olmalı, gerekçelendirilmeli ve içsel tutarlılığa sahip olmalıdır.

Bu çerçevede bireyler bir probleme ilişkin çözüm üretmeleri gerektiğinde, problemin benzerlerini hatırlamaya, hatırlayamazlarsa hayal etmeye çalışırlar. Kolay hatırlayabildikleri, hayal edebildikleri veya yakın zamanda meydana gelen olayları yüksek gerçekleşme ihtimali ile değerlendirirler ve sıkça karşılaştıklarına inanırlar.

Son yıllarda yapılan çalışmalar bu eğilimin finansal piyasalar ve yatırımcılar üzerinde de yaygın görüldüğünü göstermektedir (Kliger ve Kudryavtsev, 2010; Chen vd., 2017; Meng, 2017; Kudryavtsev, 2018). Bütün dünyayı ve bilhassa ABD'yi derin şekilde etkileyen 2008 krizi de bulunabilirlik eğilimine sebep olmuştur. ABD'de yapılan yatırımcı güven anketinde deneklere bir önceki yılki (2009) borsa performansı sorulduğunda, %26,5 yükselmesine rağmen, %66'sı düştüğünü yahut yatay bir seyir takip ettiğini beyan etmiştir (Cohen, 2016). Bu ancak bulunabilirlik eğilimi ile açıklanabilir ve tamamen bilinçsiz bir şekilde (Kliger ve Kudryavtsev, 2010; Dimara vd., 2014) işler.

Agans ve Shaffer (1994) de bireylerin zihninde yargı oluştuğunda daha fazla bilgi aramaya ihtiyaç duymadıklarını ifade eder. Çoğu zaman probleme ilişkin ilgili veya ilgisiz bir takım olaylar hatırlanır ve bunlar yargıyı etkiler. Bir olayın sık sık ve pek çok olayla birlikte hatırlanması bulunabilirlik eğilimini daha da artırır. Bu hatıralar piyasanın geneli tarafından paylaşıldığında ise “bulunabilirlik çağlayanı” oluşur (Kliger ve Kudryavtsev, 2010).

Yapılan araştırmalar bulunabilirlik eğilimine sebep olan veya etkisini arttıran çeşitli faktörlerin varlığından bahseder. Bunlardan biri hatırlanabilir olmaktır. Hatırlanabilirlik kolay ve hızlı şekilde hatırlanan olayların meydana gelme sıklığını ve olasılığını fazla ağırlıklandırmaktır (Tversky ve Kahneman, 1973; Folkes, 1988; Shams, 2002; Keller vd., 2006; Kliger ve Kudryavtsev, 2010; Dimara vd., 2014; Cohen, 2016; Meng, 2017; Kudryavtsev, 2018). Çok sayıda bilgiye sahip yatırımcılar karar almak zorunda kaldığında kompleksliği azaltmak için çeşitli kısa yollara başvurur. Bazı bilgilerin seçilmesi ve yüksek ağırlıklandırılması kolaylık sağlar. Bu süreç bilinçli olacağı gibi tamamen bilinçsiz bir şekilde de gelişebilir. Yatırımcı çok sayıda veri içinde boğulduğunda strese girer. Stres genellikle eylemsizliğe sebep olur. İşlem yapmak isteyen yatırımcı bunu kırabilmek için veriyi azaltmaya çalışır. Azaltmanın pratik bir yolu veriyi önemli ve önemsiz şeklinde ayırmak ve sadece önemli olanları analiz etmektir. Bu süreç rasyonel işlediğinde bir problem yoktur. Ancak hangi bilginin ne kadar önemli olduğunu bilmeyen yatırımcı, hafızasından

kolay çağırabildiği olayların sıkça meydana geldiğini ve bu sebeple de olma ihtimalinin fazla olduğunu düşünür. Akılda tutulması kolay (Shams, 2002) yahut ilk veya son (Kliger ve Kudryavtsev, 2010) meydana gelen olaylar daha kolay hafızadan çağrılır. Bu sebeple hissenin borsa kodunun kolay ve akılda kalıcı olması, yatırım danışmanının ilk veya son alternatif olarak yatırım aracını teklif etmesi dâhil pek çok şey yatırımcının yargısını etkileyebilir.

Reklam ve haberler de yatırımcıların kararını etkiler. Yatırımcılar çokça haber yapılan şirketlerin hisselerine ve finansal varlıklara daha fazla yatırım yapma eğilimindedir. Bu tarz enformasyon bombardımanları varlığa karşı aşinalık oluşturur. Kliger ve Kudryavtsev (2010) varlığın özelliklerinin vurgulanmasının dahi aşinalığa sebep olduğuna ve hatırlama kolaylığı sağladığına işaret eder. Aşinalık bir süre sonra yatırımcının hakkında hiç fikir sahibi olmadığı varlığı bile düşük riskli ve yüksek getirili değerlendirmesine yol açar.

Dimara vd. (2014) tarafından ifade edilen bir başka faktör yakın zamanda meydana gelen olaylar veya bilgilerdir. Bunlar da bulunabilirlik eğilimini arttırır. Yakın zamanda borsa krizi yaşayan yatırımcılar krizlerin yaşanma sıklığını olduğundan fazla değerlendirir. Yahut yakın tarihte döviz kurlarındaki oynaklığa şahit olan yatırımcılar tarafından bu oldukça yüksek olasılıklı bir risk olarak kabul edilir.

Canlılık da bulunabilirlik eğilimini etkiler (Kliger ve Kudryavtsev, 2010; Chen vd., 2017; Kudryavtsev, 2018). Olayların veya bilgilerin canlı, etkileyici ve duygu yüklü sunulması hafızada kalıcı olur. Hafızadan geri çağırılmak istendiğinde canlı bilgiler soluk yaşanan veya kodlanan olaylara göre daha hızlı gelir, gerçekleşme sıklığı ve ihtimali daha fazla değerlendirilir. Yatırımcı internet veya ekonomi sayfalarından “renksiz, soluk” şekilde aldığı bilgilerden arkadaş veya meslektaşlarının canlı ve etkili şekilde verdiği haberlere daha çok itibar eder. Arkadaşının yaşadığı döviz kurlarına ilişkin bir anısı yatırımcı üzerinde tesirli olabilir. Olayın olumlu veya olumsuz gelişmesinden (Folkes, 1988) bağımsız olarak canlı sunumu hafızada daha kalıcıdır. İhtiyaç duyulduğunda hatırlanır ve gerçekleşme ihtimali olduğundan fazla değerlendirilir.

Bu çerçevede duygular da son derece önemlidir. Keller vd. (2006), Kliger ve Kudryavtsev (2010), Cohen (2016) ve Kudryavtsev (2018) duygu ile ilişkilendirilmiş bilgilerin bulunabilirliği arttırdığını ifade eder. Seçtiği bir finansal varlık sebebiyle ciddi kayıplar yaşayan ve almak istediği evi alamayan yahut çocuğunun eğitim gideri veya evliliği için nakde ihtiyaç duyduğu anda hızlı şekilde değerinden paraya çevrilen varlık yatırımcının zihninde kalıcı olur. Bu varlığın bulunabilirliğini arttırır ve yatırımcı tarafından daha yüksek ağırlıkla değerlendirilir.



Duygularla ilişkili olarak olayların sonuçlarının da olumlu veya olumsuz olması bulunabilirliği etkiler (Dimara vd., 2014). Eğer olumsuzluk içeriyor ise yatırımcı tarafından yok farz edilecek ve geri çağrılmayacaktır. Her şeye rağmen hatırlansa da olasılığı düşük değerlendirilecektir. Çünkü insanlar kendilerine acı ve sıkıntı veren bilgi ve olayları hatırlamak veya kendi başına geleceğine inanmak istemez.

Agans ve Shaffer (1994) sansasyonel olayların sık görülen olaylardan daha belirgin olduğunu belirtmekle birlikte Tversky ve Kahneman (1973) ise olağan dışı olaylara nazaran olağan olayların bulunabilirliği arttırdığına işaret eder. Buna göre finansal varlıkların getiri eğrisi beklendik şekilde ilerlediğinde yatırımcılar bu trende daha fazla ağırlık verirler. Olağan dışı gelişmelerin yaşanması yatırımcı için çarpıcı olabilir ancak tekrar olma ihtimali gerektiği gibi ağırlıklandırılmaz.

Kolay hatırlanabilmenin yanı sıra kolay hayal edilebilirlik de bulunabilirliği artırır (Tversky ve Kahneman, 1973; Kliger ve Kudryavtsev, 2010; Dimara vd., 2014; Kudryavtsev, 2018). Hayal edilebilirliğin kolaylığı, bilginin hatırlanabilir, canlı ve duyguyla ilişkili olmasıyla yakından ilişkilidir. İnsanlar almayı düşündükleri yatırım aracının getirisini ne kadar kolay hayal edebilirse o oranda gerçekleşme ihtimalini yüksek değerlendirirler. Bu sebeple yukarıda belirtildiği gibi daha sıradan, daha bilenen yatırım araçlarının getirisi ve riski daha kolay hayal edilebildiği için daha düşük kabul edilir.

Cohen (2016) ve Meng (2017) deneyim ile bulunabilirliğin ilişkisine işaret eder. Bireyin kişisel sınırlı deneyimleri bildiği yatırımları tercih edip, bilmediklerinden uzak durarak yetersiz çeşitlendirmeye yol açar. Yine tecrübesiz yatırımcılar duyguları ile yatırımlarını karıştırırlar. Çevre dostu ürün üreten firmalara yahut ürünlerini sevdikleri şirketlere ilişkin algıları daha açık olduğu için onlara dair olumlu haberleri daha kolay hatırlarlar.

Yetersiz deneyim ile bağlantılı ve dolayısıyla da bulunabilirliği etkileyen bir diğer faktör sahte ilişkilerdir. Dimara vd. (2014) iki olay birlikte meydana geldiğinde bir olayın olması gerektiğinden daha fazla ağırlıklandırıldığını belirtir. Mesela dövizdeki oynaklıktan sonra finansal kuruluşların dar boğaza girmesi görülürse, finansal kuruluşların dar boğaza girme sıklığı dövizdeki oynaklık riski ile birlikte değerlendirilir. Hatta bu çerçevede insanlar kimi zaman birbiriyle ilgisiz ancak tesadüfen belirli bir dönem için birlikte hareket eden olayları bile ilişkilendirir.

Meng (2017) ise belirli bir kurala dayalı çok sayıda veri veya bilgiden oluşan büyük arama setinde filtreleme yapılmak istendiğinde belirli varlıkların veya olayların hatırlanma sayısının yargıda etkili olduğunu belirtir. Mesela

ekonominin iyi gitmediği dönemlerde yüksek getiri sağlayan araçlar olarak kamu borçlanma senetleri ve döviz kolayca hatırlanırken, vadeli işlemler o kadar kolay akla gelmez. Bu durumda yatırımcı yanlış şekilde tahvil ve dövizin en uygun yatırım aracı olacağı yargısına varabilir.

Sonuç olarak uzun zamana yayılan çok sayıda bilgi varsa bu hatırlama işlemi eğilimsiz olamaz. Bu noktada Tversky ve Kahneman'ın (1973) belirttiği gibi olayların gücü güvenilirliğin önüne geçer.

Yapılan araştırmalar çeşitli eğilimler ile bulunabilirlik arasındaki ilişkiye işaret eder. Yakın zamanda olana önem verme (recency) eğilimi, bireylerin son zamanlarda meydana gelen veya ulaşılan bilgilere daha fazla ağırlık vermesini ifade eder. Bunun bulunabilirlik eğilimi ile ilişkili olduğuna atıfta bulunan araştırmalar vardır (Kliger ve Kudryavtsev, 2010; Dimara vd., 2014). Son bilginin daha fazla bulunabilir olduğu dolayısıyla yakın zamanda olana önem verme ile bulunabilirlik arasındaki ilişkinin varlığı son derece akla yakındır. Yatırımcılar açısından da son zamanlarda yaşanan varlık fiyatlarındaki değişimin yahut son bilgilerin daha önemli ve akılda kalıcı olduğu görülür.

Geç anlama (hindsight) eğilimi, insanların belirli bir olay hakkında sonuç bilgisine sahip olduklarında bunu önceden de bildiklerini iddia etmeleridir. Kimi yatırımcılar finansal varlıkların getirileri ortaya çıktıktan sonra bu getirilerin oluşacağını, hangi varlığın kazandıracığını, hangisinin kaybettireceğini baştan beri bildiklerini düşünürler hatta buna inanırlar. Ancak pek çok durumda bu iddiaları doğru değildir. Yapılan pek çok çalışma bulunabilirlik eğiliminin geç anlama eğilimini güçlendirdiğini ifade eder (Tversky ve Kahneman, 1974; Agans ve Shaffer, 1994; Shams, 2002).

Aşinalık (familiarity) eğilimi yatırımcıların sadece tanıdıkları, bildikleri ve aşına oldukları için ilgili yatırım araçlarını almasıdır. Bulunabilirlik ile yakından ilişkilidir (Dimara vd., 2014; Kliger ve Kudryavtsev, 2010). Yatırımcılar aşına oldukları yatırım araçlarını daha kolay hatırlar ve getirilerini hayal edebilir. Bu çerçevede değerlendirildiğinde bulunabilirliğin yatırımcıların yerel firmalara yatırım yapmalarını ifade eden yerellik (home bias) eğilimi ile de ilişkili olması beklenir.

Javed vd. (2017) ise bulunabilirlik eğilimi ile sürü davranışı, aşırı güven, temsil etme ve algılanan yatırım performansı arasında pozitif ilişki bulmuştur. Folkes (1988) da medyanın olayları sunum şeklinin (çerçeveleme) bulunabilirliği etkileyebileceğini ifade eder.

Bulunabilirlik eğilimi finansal piyasalarda ve kararlarda etkilidir (Kliger ve Kudryavtsev, 2010; Meng, 2017; Chen vd., 2017; Kudryavtsev, 2018). Kudryavtsev (2018) bu etkinin düşük firma değerli, yüksek riskli hisselerde

daha fazla olduğuna işaret eder. Ayrıca Kudryavtsev (2018) bulunabilirlik eğiliminin risk algısını değiştirdiğine Keller vd. (2006) ise arttırdığına vurgu yapar.

## 5. PİŞMANLIKTAN KAÇINMA

Pişmanlık, kişinin alternatifler arasından yaptığı seçimin en iyi olmadığını anladığında yaşadığı duygudur. Başka bir deyişle pişmanlık, farklı bir seçim yapılsa idi mevcut durumun daha iyi olacağı fark edildiğinde ortaya çıkar (Zeelenberg vd., 1996; Zeelenberg ve Beattie, 1997; Humphrey, 2004; Reb, 2008; Van de Ven ve Zeelenberg, 2011; Wong, 2014). Hem bilişsel hem de duygusal özellikler barındırır (Zeelenberg vd., 1996; Pompain, 2012).

Karar sürecinin ideal şekilde işletilmesine yönelik bilişsel sınırlar ve yetersizlikler olabileceği gibi seçim sonucunda yaşananlar da tamamen duyguya ilişkindir. Pişmanlık bir taraftan daha dikkatli bilgi toplama ve analiz sürecine (Reb, 2008) sebep olur. Diğer taraftan ise verilen kararın sosyal ve psikolojik bağlılık (Reb, 2008; Seiler vd., 2008) yaratmasına ve benlik saygısını zedelemesine yol açar. Dolayısıyla kararlar pişmanlığa sebep olabilir, pişmanlıklar da kararları etkiler. Bu sebeple karar süreci ile pişmanlık arasındaki çift yönlü etkileşimden bahsetmek gerekir.

Pişmanlık kuramına göre insanlar seçtikleri alternatifin seçmediklerinden daha olumsuz olduğunu gördüğünde pişmanlık yaşar, aksi durumda ise mutlu olur (Zeelenberg ve Beattie, 1997). Bu sebeple bütün kararlar pişmanlıktan kaçınma ile ilişkili değildir, kimi kararlar mutluluk için verilir.

Pişmanlık ile yakın ilişkili bir kavram da hayal kırıklığıdır (disappointment). Hayal kırıklığı yapılan seçimin sonucunun farklı olması istendiğinde yaşanan duygudur (Zeelenberg vd 1996). Pişmanlık ise yapılan seçimin sonucunun seçilmeyen alternatifin sonucu ile karşılaştırıldığında yaşanan olumsuz duygudur (Zeelenberg vd 1996). Olimpiyatlarda madalya kazanamayan sporcunun yaşadığı hayal kırıklığıdır, ancak X hisse senedi yerine Y hisse senedine yatırım yapan ve düşük getiri elde eden yatırımcının yaşadığı, pişmanlıktır. Hayal kırıklığının oluşması için bilinen ve istenen sonucun elde edilememesi gerekir. Mesela yüksek kira getirisi ümidi ile ev alan yatırımcı kiracı bulamadığında hayal kırıklığı yaşar. Pişmanlığın meydana çıkabilmesi içinse seçilmeyen alternatifle ilişkin geri bildirimle sahip olmak gerekir. Yatırımcı seçmediği alternatifin getirisininin daha yüksek olduğunu öğrendiğinde pişmanlık duyar. Bu bilgiye sahip değilse pişmanlık oluşmaz. Sonuç olarak Inman vd. (1997) ifade ettiği gibi pişmanlık ve hayal kırıklığının hissettirdiği duygular da, karar üzerindeki etkileri de birbirinden farklıdır. Pişmanlıkta kendini suçlama ve olayları geri alma arzusu hâkimdir (Zeelenberg ve Pieters, 2004).

İnsanlar pişman olmak istemezler. Hatta pişmanlık yaşamamak için maddi kazançlarından bile fedakârlık yaparlar ki buna da pişmanlık primi adı verilir (Zeelenberg vd.,1996). Bu sebeple karar sonrası yaşanması beklenen pişmanlık ve hatta geçmişte yaşanan pişmanlıklar karar sürecinde önemlidir. Wong (2012) geçmişte sigorta yaptırıp risk oluşmadığı için ödediği primden pişman olan üreticilerin sonraki sene risk ve olası kayıp miktarı yüksek olduğunda dahi yeniden gereksiz yere prim ödemiş olmanın pişmanlığını yaşamamak adına sigorta yaptırmadığını tespit etmiştir. Yine rasyonel olacağı kabul edilen bankaların bile riskten değil, pişmanlıktan kaçındığı görülmektedir (Wong, 2014). Hatta Zeelenberg ve Pieters (2004) piyango biletini almanın altında yatan unsurun pişmanlık olduğunu belirtir. Hollanda'ya özgü bir piyango çekilişinde ikramiyeyi aynı posta kodundaki bölgede oturan kişilerden bilet alanların kazanma şansı vardır. İkamet eden kişi bilet alsa da almaya da kendi bölgesine ikramiye çıkma ihtimali vardır ve almadığı için komşularının kazandığı bu hak onda pişmanlığa sebep olur. Kendini suçlama ile devam eden bu acı verici süreçten kaçınmak için insanların bilet aldığı görülmüştür.

Pişmanlık literatürü incelendiğinde pişmanlığın; iki farklı dönemde (karar öncesi ve karar sonrası), iki farklı durumda (tecrübe edilmiş ve beklenen) ve iki farklı davranış (eylem ve atalet) seçiminden kaynaklandığı görülür.

Karar öncesi ve karar sonrası pişmanlığa benzer şekilde Connolly ve Zeelenberg (2002) de pişmanlığın iki boyutundan bahseder: (I). Sonuç Pişmanlığı, (II). Süreç Pişmanlığı. Sonuç pişmanlığı karar sonrası yaşanan pişmanlıktır. Connolly ve Reb (2012) sonuç pişmanlığını, bir seçimin değerinin tercih edilmeyen alternatiflere bağlı olduğunda yaşanan pişmanlık olarak belirtir. Bell (1982) ise geçmişte bakıldığında yanlış bir kararın sonucu olarak hissedilen duygu olarak tanımlar. Lawrence ve Bailey (2005) ise doğru kararın vereceği neşe duygusunu kaybetmek olarak değerlendirir. Sonuç pişmanlığı doğrudan doğruya verilen kararlarla bağlantılıdır (Zeelenberg ve Pieters, 2004) ve hatalı karar vermektен kaynaklanan kendini suçlamaya sebep olur (Inman ve Zeelenberg, 2002). Sonuç pişmanlığı hatalı seçim yapmanın verdiği pişmanlıktır. Bu pişmanlığın oluşabilmesi için tercih edilen ve edilmeyen alternatiflerin olması ve hepsinin sonucunun ileride bilinecek olması gerekir (Humphrey, 2004). Sonuç pişmanlığı için referans noktasına ihtiyaç vardır. Bu referans noktası diğer alternatifin sonucu veya başkalarının elde ettiği kazanç olabilir. Mesela yanlış yatırım aracını tercih eden kişinin yaşadığı bu tarz bir pişmanlıktır. Kendi seçtiğinden ziyade seçmediği yatırım aracı daha yüksek getiri elde etmiş ve yatırımcı da bunu görmüştür. Sonuç pişmanlığının yaşanmış olması yahut yaşanmasına ilişkin ciddi endişe duyulması daha dikkatli ve detaylı karar alma sürecine sebep olacağı için aslında faydalıdır. Bireyin kendi seçimine dayalı olan bu pişmanlık bir taraftan kendini suçlamaya sebep

olabileceği gibi, diğer taraftan da öğrenme sürecine katkı sağlar (Connolly ve Reb, 2012).

Karar öncesi pişmanlık ise süreç pişmanlığı olarak adlandırılır. Ani ve hızlı alınan kararlar böylesi pişmanlıklar yaratabilir. Süreç pişmanlığı zayıf veya yetersiz karar alma sürecinin yarattığı pişmanlık duygusu olduğu için bu tarz bir pişmanlıktan kaçınma daha iyi (Connolly ve Reb, 2012) ve pişmanlığı minimize edecek (Humphrey, 2004; Reb, 2008) kararların alınmasına sebep olabilir. Bu daha iyi araştırılmış, bilgi toplanmış, analiz edilmiş ve değerlendirilmiş kararların alınmasına ve akla dayalı seçime sebep olacağı için faydalıdır. Süreç pişmanlığı için sonucun ortaya çıkmasına gerek yoktur. Birey yaptığının farkındadır, sonucun ortaya çıkması ve beklendiği gibi olumsuz olması sadece tahmin edilenin gerçekleşmesidir. Ancak sonuç olumlu olursa süreçte yaşanan pişmanlık ve olumsuz duygular bastırılır. Yetersiz bilgi işleme ve analize karşın alınan olumlu sonuç aşırı güvene ve kontrol yanılmasına da sebep olabilir. Bilgisiz ve analiz yeteneği olmayan yatırımcılarda bu tarz bir pişmanlık beklenmez. Ancak bilgili ve analiz yeteneği olan yatırımcılar da ise, arkadaş, dost veya meslektaş tavsiyesi ile çok da düşünmeden alınan karar yahut trend takipçiliği bu pişmanlığın sebebi olur.

Bir diğer pişmanlık sınıflaması da tecrübe edilmiş ve beklenen pişmanlıktır. Tecrübe edilmiş pişmanlık, bireyin verdiği hatalı karardan duyduğu pişmanlıktır. Beklenen pişmanlık ise alınan kararın umulan neticeyi vermeyebileceğine ilişkin hissedilen olumsuz duygudur. Bu sebeple Zeelenberg ve Beattie (1997) beklenen pişmanlığın geri bildirim beklentisi ile tecrübe edilen pişmanlığın ise gerçek geri bildirimden oluştuğunu belirtir.

Tecrübe edilmiş pişmanlığın geçmiş deneyimlerle ilişkili olması sebebiyle Lawrence ve Bailey (2005) finansal piyasalarda tecrübe edilmiş pişmanlık yaşayan yatırımcıların denenmiş alternatifini seçmeyerek farklı alternatiflere yönelmediğini öngörür. Inman ve Zeelenberg (2002) geçmişte olumlu netice vermiş bir karardan sonra aynı durumla karşı karşıya kalındığında farklı karar vermenin yüksek pişmanlığa, olumsuz neticeden sonra kararı değiştirmenin ise düşük pişmanlığa sebep olduğuna vurgu yapar. Bunun tam tersi de doğrudur, olumsuz neticeden sonra aynı kararı almak da yüksek pişmanlığa sebep olur (Reb, 2008).

Bu sebeple tecrübe edilen pişmanlık bir sonraki kararı etkilerken beklenen pişmanlık gelecek karar üzerinde etkili değildir (Lawrence ve Bailey, 2005). Ancak beklenen pişmanlık o anki karar üzerinde, maliyetli de olsa güvenli seçeneğin seçilmesi ve statükoyu koruma ile ataletle sebep olarak etkili olur. Sonuç olarak Zeelenberg ve Beattie (1997) hem beklenen pişmanlığın hem de tecrübe edilen pişmanlığın finansal yatırım kararlarında etkili olduğunu tespit

etmiştir.

Pişmanlık acı veren bir duygudur. Bu sebeple bireyler ve yatırımcılar pişmanlıktan kaçınma eğilimindedir. İnsanlar genel olarak iki farklı davranış seçiminden pişmanlık duyarlar: (1) eylem pişmanlığı ve (2) eylemsizlik (atalet) pişmanlığı.

Eylem pişmanlığı; verilen bir karar, beklenen sonucu sağlamadığında yaşanan duygudur. Bireyin aldığı veya değiştirdiği karardan kaynaklanır. Mesela yeni ve farklı bir yatırım aracına yatırım yaparak daha düşük getiri elde eden yatırımcının yaşadığı pişmanlık, eylem pişmanlığıdır. Yahut bireysel emeklilik fon tercihini değiştirdiği için olası daha yüksek kazanımdan mahrum kaldığında yaşanan pişmanlık da eylem pişmanlığıdır.

Seiler vd. (2008) bireylerin yapmadıklarından (ihmal) ziyade yaptıklarından (eylem) daha fazla pişmanlık duyacağını ifade eder. Eylem pişmanlığında, gerçekleşen kayıp yahut gerçekleşen göreceli düşük getiri vardır. Ancak atalet pişmanlığında değerlendirilmemiş kazanımlar söz konusudur. Eylem zararı gerçek iken atalet zararı kaydidir. Gerçekleşen durumun acısının, değerlendirilmemiş kayıpların acısından çok daha fazla olacağı öngörülür. Ancak Kahneman ve Riepe (1998) yatırım bağlamında yapılmayanlardan duyulan pişmanlığın da önemli olduğuna vurgu yapar. Zeelenberg ve Pieters (2004) de pişmanlık yaşamak kaçınılmaz olduğunda eylem pişmanlığının azalacağına ve düzenleyici bir otoritenin zorunlu olmadan yönlendirdiği seçenek seçilmeyip olumlu sonuç meydana geldiğinde (ihmal) pişmanlığının artacağına işaret eder.

Eylem pişmanlığından kaçınan bireyler statükoyu koruma davranışı sergilerler. Statüko bilinendir, ancak diğer alternatif belirsizlik içerir. İnsanlar genel olarak bilinen riskleri, bilinmeyen risklere tercih ederler. Bu sebeple pek çok bireysel yatırımcı denenmeyen finansal varlıkları denemektense denenilen varlıkları tercih etme eğilimindedir. Bu onlara güven verir. Ancak Kahneman ve Riepe (1998) başarısız veya kaçırdıkları fırsatlardan pişman olan yatırımcıların daha fazla risk aldığına da işaret eder.

Atalet pişmanlığı ise, var olan seçimi değiştirmemekten veya eyleme geçmemekten yaşanan pişmanlıktır. Bireyler genellikle kendilerine varsayılan olarak verilen seçimleri değiştirmezler. Değişiklik bilgi toplama, analiz ve değerlendirme gibi bilişsel olarak zor ve vakit alıcı süreçleri gerektirir. Oysa var olanı devam ettirmek veya seçim yapmamak kolay ve hızlıdır. Yatırımcılarda genellikle sahip oldukları varlıkları satma aşamasında görülen bir davranış kalıbıdır. Varlığı satıp yenisini almak araştırma ve değerlendirme süreçlerini gerektirir. Satılan varlığın kazandırıp, alınan varlığın kaybettirmesi de

mümkündür. Bu belirsizlik ve yaşanması muhtemel pişmanlık bireyleri atalet sevk eder. Yukarıda da ifade edildiği gibi atalet pişmanlığının eylem pişmanlığından düşük olması öngörülmekle birlikte Connolly ve Reb (2012) girişimciler özelinde tersinin geçerli olduğunu ve atalet pişmanlığının daha fazla yaşadığını belirtir.

Seçilen ve seçilmeyen alternatiflere ilişkin sonuç bilgisine geri bildirim denilir. Hangi tür pişmanlık olursa olsun geri bildirim, pişmanlığı etkiler (Zeelenberg vd.,1996; Zeelenberg ve Pieters, 2004; Zeelenberg ve Beattie, 1997). Hatta geri bildirim beklentisi dahi (geri bildirim olmasa bile) pişmanlık ve karar üzerinde etkilidir. Reb (2008) karar vericilerin “ne olabilirdi” ile ilgili geri bildirim almalarını beklemedikleri zaman gelecekteki pişmanlık hakkında daha az endişe duyduklarını belirtir. Coricelli vd., (2005) bunun nörolojik dayanaklarını göstermiş ve seçilmemiş sonuçlara ilişkin geri bildirimlerin pişmanlıkla ilişkili beyin bölgelerini harekete geçirdiğini bulmuştur. Araştırmalar karar vericilerin karar sonrası bilgi arayışlarının kararlarını destekleyen bilgiler lehine olduğunu ve pişmanlığa sebep olabilecek bilgilerden kaçındıklarını (Zeelenberg vd.,1996) hatta reddettiklerini (Connolly ve Reb, 2012) göstermektedir. Larrick ve Boles (1995) insanların olası olumsuz geribildirimlerden kaçınmak için beklenen değerinin yaklaşık % 10’unu feda etmeye istekli olduklarını göstermiştir.

Pişmanlıktan kaçınma davranışı ağırlıklı olarak statükoyu koruma eğilimi ile ilişkilendirilmektedir. Statükoyu koruma eğilimi, herhangi bir rasyonel gerekçe olmaksızın bireylerin varolan durumlarını korumayı tercih etmeleridir. Değişiklik risk ve belirsizlik içerir. Hâlbuki varolan durum belirlidir. Genel olarak insanların riskten kaçındıkları ve bilinen riskleri bilinmeyen risklere tercih ettikleri öngörülür. Pişmanlıktan kaçınma eğiliminde de, eylem hatasının atalet hatasından daha fazla pişmanlık verdiği ve kişilerin kararlarında pişmanlıktan kaçındığı kabul edilir. Bu sebeple bireyler ataleti yani statükoyu korumayı tercih eder. Yapılan pek çok çalışmada da pişmanlıktan kaçınma ile statükoyu koruma davranışı arasında ilişki olduğu ifade edilmiştir (Seiler vd., 2008; Van de Ven ve Zeelenberg, 2011; Pandey ve Jessica, 2018). Finansal yatırımlarda da pişmanlıktan kaçınma ve statükoyu koruma genellikle yatırımcıların eskiden beri süre gelen yatırım alternatiflerini seçme ve düşen piyasalarda yatırımları nakde çevirememiş şeklinde kendini gösterir.

Seiler vd. (2008) de referans noktası ve demir atma davranışı ile pişmanlıktan kaçınmayı ilişkilendirmiştir. Statükoyu koruma ile de ilişkili olan bu davranışta, sonuçların değerlendirilmesi referans noktasına bağlıdır ve referans noktası, seçim sonuçlarının değer fonksiyonu üzerindeki konumunu ve arzulanmasını belirler (Kahneman ve Tversky, 1979). Çoğu zaman bireyler için varolan

durum onlar için referans noktası olur ve bunu değiştirmek onlar için potansiyel pişmanlık sebebi olarak görülür. Bu noktada pişmanlıktan kaçınmanın kayıptan kaçınma ile de ilişkisi ortaya çıkar.

Kayıptan kaçınma eğilimi, bireylerin eşdeğer kazanç ve kayıp ihtimali söz konusu olduğunda riskten kaçındığını yani kayıp ihtimalini göze alarak kazanç peşinde koşmayacağını öngörür. Benzer şekilde pişmanlıktan kaçınma davranışında da kişiler eyleme geçmek için potansiyel kayıplarından çok daha fazla kazanç ihtimali görmedikçe ataleti (atalet hataya sebep olsa bile) seçer.

İnsanların kendi bilgilerini kullanarak kendi kararlarını almasındansa başkalarının bilgilerini kullanarak kararlarını takip etmesi sürü davranışı olarak kabul edilir. Sürü davranışının çeşitli rasyonel ve irrasyonel sebepleri olabilir. Bunlardan biri bireysel karar sorumluluğunun ve yanlış kararın acısının toplumsal karar sorumluluğu ve grup kararının acısından fazla olmasıdır. Bu sebeple pişmanlık gibi olumsuz duygular yaşamak istemeyen yatırımcıların zaman zaman sürü davranışı sergilerler.

Pişmanlıktan kaçınma davranışı hem risk isteğine hem de riskten kaçınmaya sebep olur (Zeelenberg ve Pieters, 2004; Zeelenberg vd.,1996). Geri bildirim pişmanlıktan kaçınmada önemli rol oynadığı gibi risk isteğinde de önemlidir. Zeelenberg vd. (1996) bireylerin güvenli seçenek hakkında geri bildirim almayı beklediklerinde riskten kaçınmaya, riskli seçenek hakkında geri bildirim almayı beklediklerinde ise riskli seçeneğe yöneleceğini belirtir. Ancak pişmanlık ve risk ilişkisi sadece geri bildirim ile açıklanamaz.

Tecrübe edilmiş pişmanlık da belirleyicidir. Daha önceden seçtiği yatırım aracından beklediği getiriye alamayan yahut diğer yatırım araçlarının daha fazla kazandırdığını tecrübe etmiş yatırımcı, getirisi belli eski tercihindense getirisi kendisi için belirsiz yeni tercihe yönelir. Kazancı tecrübe ettiği durumda ise yeni yatırım aracının beklenen getirisinin daha yüksek olabileceği bilgisi paylaşılsa bile eski tercihinde ısrar eder.

Pişmanlık risk ilişkisinde üçüncü önemli değişken de referans noktasıdır. Kayıp pozisyonundaki yatırımcılar pişmanlıklarını azaltmak için riske yönelirken, kazanç pozisyonundaki yatırımcılar riskten kaçınırlar.

Son olarak da beklenen kayıp ve kazanç tutarları da pişmanlıktan kaçınma ve risk ilişkisinde etkilidir. Düşük maliyet ile düşük olasılıklı ama yüksek getirili alternatiflerde (piyango bileti gibi) bireyler riski ister. Çünkü kaybedecekleri tutar çok küçük iken kazanacakları tutar çok yüksektir, olasılık düşük dahi olsa gerçekleştiğinde değerlendirilmemiş fırsatlar büyük acı verir. Bu sebeple kimi kişiler kandırıldıklarını tahmin etmekle birlikte “ya tutarsa” diyerek saadet zincirlerine katılır. Benzer şekilde çok düşük riskli ama yüksek



tutarda kayba sebep olacak durumlarda (sigorta örneği) da bireyler riskten kaçınır. Şayet olasılık düşük dahi olsa kayıp tutarı bireyin katlanamayacağı miktarda ise gerçekleştiğinde pişman olmamak adına bireylerin risksiz alternatiflere yöneldikleri görülür.

Genel olarak bakıldığında çeşitli araştırmalar bireylerin pişmanlıktan kaçınma adına riskten kaçınma davranışı sergilediğini göstermektedir (Zeelenberg vd.,1996; Reb, 2008; Van de Ven ve Zeelenberg, 2011; Guo vd., 2015). Diğer taraftan çok sayıda başka araştırma da pişmanlıktan kaçınma ile risk isteği arasında ilişki kurmuştur (Zeelenberg vd.,1996; Zeelenberg ve Pieters, 2004; Seiler vd., 2008; Lin ve Hung, 2013). Bu farklı sonuçlar şartıcı değildir. Yukarıda sayılan gerekçeler sebebiyle pişmanlıktan kaçınma davranışı farklı durumlarda farklı riske ilişkin tutuma sebep olur. Pişmanlıktan kaçınma riskte ilişkin tutumun yanı sıra emeklilik fon tercihi (Frehen vd., 2008), emlak yatırımları (Pandey ve Jessica, 2018) ve hisse senedi yatırımları (Zeelenberg ve Pieters, 2004) gibi pek çok finansal kararda da etkilidir.

## SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Davranışsal finansın temel aldığı normal insan, hızlı karar almak isteyen ve bu amaçla da zaman zaman sezgilerine başvuran kişidir. Sezgiler ve duygular neoklasik finansın öngördüğü gibi her zaman hatalı karara sebep olmasa da kimi eğilimlere yol açar. Eğilim bireylerin karar alma sürecinde kullandığı hissi (affective) kısayollardır. Bu kısayollar davranışsal finans literatüründe önemli bir yere sahiptir.

Davranışsal finans çalışmaları ister ikincil veriyi kullanan ekonometrik tasarıma isterse birincil veriye dayanan anket tasarımına dayansın finansal karar alma davranışını araştırmak için eğilimlerden istifade edilir. Ülkemizde de son yıllarda bu alanda yapılan çalışmalar hızlı bir artış göstermektedir. Ancak bu çalışmalarda psikolojik eğilimlerin teorik alt yapısına sınırlı yer verildiği görülmektedir. Bu durum modelin tasarımı aşamasında olduğu gibi analizlerin yorumlanması noktasında da kimi yetersizliklere ve hatta hatalara sebep olmaktadır. Bu sebeple yapılan çalışmada davranışsal finans literatüründe kullanılan eğilimlerden demir atma, aşırı güven, doğrulama, bulunabilirlik ve pişmanlıktan kaçınma eğiliminin, teorik alt yapısı, onlara sebep olan değişkenler, bu eğilimlerin finansal kararlardaki ve risk alma davranışındaki etkisi geniş bir çerçeveden değerlendirilmiştir ve ileri çalışmalarda araştırmacılara teorik altyapı oluşturulması amaçlanmıştır.

Çalışmada ele alınan ilk eğilim demir atmadır. Demir atma, belirli bir değere veya bilgiye rasyonel dayanaktan yoksun bağlılıktır. İki kısımdan oluşur: Referans noktası ve demir atma. Demir atma tanımlandığı gibidir,

referans noktası ise yargıda esas teşkil eden ilk veya en çarpıcı değerdir. Bu değer kimi zaman alış değeri kimi zaman da en yüksek değer olabilir. Her zaman parasal tutar olmak zorunda da değildir. Bir haber yahut bir varlık da olabilir. Demir atma eğiliminde yeni bilgi önemli bir yer tutar. Özellikle kişinin uzmanlık seviyesi bilgi ile ilişkisinde belirleyicidir. Kişi ilgili konuda uzman ise ilgisiz yeni bilgi onun referans alacağı veya demir atacağı bir yer olmaz. Ancak bu seviyede değil ise ilgisiz bilgiye demir atabilir, ondan etkilenebilir ve yargısını bu ilgisiz bilgiye göre düzenleyebilir. Demir atma eğilimi kendine atfetme, geç anlama ve aşırı güven eğilimi ile de ilişkilidir. Risk almayı da arttırdığı kabul edilir.

Değerlendirilen ikinci eğilim aşırı güvendir. Aşırı güven bireyin güveni ile gerçek arasındaki farktır. Üç formu vardır: İlki, bireyin kendi özel bilgisine kamuya açıklanan bilgiye göre daha fazla ağırlık vermesidir (tahmini abartma). Kamuya açık bilgiden kastedilen herkesin ulaşabildiği bilgidir. Özel bilgi ise içeriden bilgi almak değil, bilgeldir. Tahmini abartma kişinin bilgeliğine, bilgiden daha fazla değer vermesidir. İkincisi, ortalamadan daha iyi düşüncesidir. Birey bir önceki formda olduğu gibi kendi bilgi ve yeteneğini çok üst bir seviyede konumlandırmaz. Ancak kendini ilgili durum için ortalamadan daha iyi olarak düşünür. Sonucusu ise yargıların kesinliğine olan güçlü inançtır. Kişilere bilmedikleri bir konuya ilişkin soru sorulduğunda verdikleri cevaba yüksek değer biçmeleri bu eğilime örnek verilebilir. Aşırı güven eğiliminde, birey başarısız sonuçlar ile kendi yetkinliği arasında bağlantı kurmadığı için öğrenmeyi engeller. Ayrıca geçmiş başarılar, kişileri aşırı güvenli yapar ama aşırı güven kişileri daha başarılı yapmaz. Aşırı güvenin demir atma, doğrulama, muhafazakarlık ve iyimserlik eğilimleri ile ilişkili olduğu kabul edilir. İşlem sayısında artışa, piyasa değişkenliğine, yetersiz çeşitlendirmeye, düşük performansla, hatalı risk değerlendirmesine, kamuya açık bilgiye zayıf, özel bilgiye aşırı tepkiye ve risk alımında artışa sebep olur.

Doğrulama eğilimi, inanç ve beklentiyi destekleyen bilgileri arama ve fazla önem verme davranışıdır. Hem bilginin toplanmasında hem de kullanılmasında görülebilir. Önyargı ve bilgi düzeyi bu eğilimin iki temel belirleyicisidir. Güçlü önyargıları olan kişiler bilgiyi ararken ve sahip oldukları bilgileri yorumlarken önyargılarını destekleme eğilimindedir. Bireyin bilgi düzeyi arttıkça aşırı güveni artar ve bilgileri taraflı değerlendirir. Yatırımcılar da bu eğilimden etkilenirler ve yatırım kararlarını doğrulayan bilgileri ararlar. Doğrulayıcı bilgi arama; bilgileri taraflı sıralama ve niceliksel değerlendirme, taraflı yorumlama, bilgilere taraflı şekilde farklı ağırlık verme, koşullu olasılığın ihmali, hayali ilişkiler yaratma olmak üzere altı farklı şekilde kendini gösterir. Doğrulama ise iki şekilde olur: Bilişsel ve psikolojik. Objektif bilgi ve analiz ile doğrulama başarılmazsa (bilişsel) psikolojik doğrulama devreye girer.

Aynı bilgiye sahip farklı kişiler bilgileri kendi yargılarını desteklemek için kullanırlar. Doğrulama eğiliminin aşırı güven, muhafazakârlık, temsil etme, sürü davranışı, bilişsel uyumsuzluktan kaçınma, kontrol yanılması, statükoyu koruma, iyimserlik ve referans noktası demir atma eğilimi ile ilişkili olduğuna dair bulgular sağlanmıştır. Risk davranışı ile ilişkisi ise; riskten kaçınma isteği doğrulama eğilimine, doğrulama eğilimi ise risk alma isteğinde artışa sebep olmak üzere çift taraflıdır.

Bulunabilirlik eğilimi bir olayın meydana gelme olasılığının hatırlanabilme kolaylığına göre tahmin edilmesidir. Bireyler bir probleme ilişkin çözüm bulmak zorunda olduğunda, problemin benzerlerini hatırlamaya, hatırlayamazlarsa hayal etmeye çalışırlar. Kolay hatırlayabildikleri, hayal edebildikleri veya yakın zamanda meydana gelen olayları yüksek gerçekleşme ihtimali ile değerlendirirler ve sıkça karşılaştıklarına inanırlar. Bu çerçevede reklam ve haberler ile olayların veya bilgilerin canlı şekilde sunulması bulunabilirliği artırır. Bunların yanı sıra geçmişteki olayları hatırlanması aşamasında ilgili olayın olumlu veya olumsuz duygu barındırması da etkilidir. Bulunabilirlik geç anlama, aşinalık, sürü davranışı, aşırı güven, temsil etme ve çerçeveleme eğilimleri ile ilişkilidir. Ayrıca yatırımcıların sıkça haber olan hisselerle yatırım yapmasına, trende takipçiliğine ve risk isteğinde artışa da sebep olur.

Pişmanlık, kişinin alternatifler arasından yaptığı seçimin en iyi olmadığını anladığında yaşadığı duygudur. İnsanlar pişmanlık yaşamaz istemezler bu bir açıdan faydalıdır ve daha dikkatli bilgi toplama ve analiz sürecine sebep olur. Ancak diğer taraftan da karara bağlılığa ve başarısız sonuçlardan sonra benlik saygısında azalmaya yol açar. Pişmanlık literatürü farklı pişmanlık çeşitlerinden bahseder. Bunlar; karar öncesi ve karar sonrası pişmanlık, tecrübe edilen ve beklenen pişmanlık ile eylem ve atalet pişmanlıklarıdır. Karar öncesi ve karar sonrası pişmanlıklar süreç ve sonuç pişmanlığı olarak da ifade edilir. Süreç pişmanlığı karar öncesinde yaşanır ve zayıf, yetersiz karar alma sürecinin farkındalığından kaynaklanır. Sonuç pişmanlığı ise karar sonrası ve sonuç meydana geldikten sonra tercih edilmeyen alternatifin daha iyi olduğunun anlaşılması ile oluşur. Tecrübe edilen pişmanlık verilen karar istenen neticeyi vermediğinde, beklenen pişmanlık ise beklenen neticenin alınmayacağına ilişkin beklentiden meydana çıkar. Diğer taraftan eylem ve atalet pişmanlığında ise, eylem pişmanlığı verilen kararın, seçilen alternatifin neticesinde yaşanır, oysaki atalet pişmanlığı verilmeyen karardan, seçilmeyen alternatiften kaynaklanır. Pişmanlıktan kaçınma da statükoyu koruma, referans noktası ve demir atma, kayıptan kaçınma ve sürü davranışı gibi eğilimlerle ilişkilidir ve türüne göre risk isteğinde artışa da riskten kaçınmaya da sebep olabilir.

Bu çalışma çerçevesinde bir makalede ele alınabilecek sayıda eğilim

değerlendirilmiştir. Ancak davranışsal finans alanında burada değinilmeyen farklı eğilimler de vardır. İleri de yapılacak çalışmalarda bunların da benzer yapı içinde ele alınması literatür ve bilhassa bu konuda amprik çalışmalar yapacak araştırmacılar açısından çok faydalı olacaktır.

## KAYNAKÇA

- Agans, R.P., ve Shaffer, L.S. (1994). The Hindsight Bias: The Role of the Availability Heuristic and Perceived Risk. *Basic and Applied Social Psychology*, 15(4), 439–449.
- Aren, S. ve Canikli, S. (2018). Typology of Behavioral Biases and Heuristics, 14TH International Strategic Management Conference July 12–14, 2018 Prague–Czechia, 557–562.
- Ayadi, N., Paraschiv, C., ve Vernette, E. (2017). Increasing Consumer Well-Being: Risk As Potential Driver of Happiness. *Applied Economics*, 49(43), 4321–4335.
- Bell, D.E., (1982). Regret in Decision Making Under Uncertainty. *Operations Research*, 30(5), 961–981.
- Benoit, J.P. ve Dubra, J. (2011). Apparent Overconfidence. *Econometrica*, 79(5), 1591–1625.
- Bergman, O., Ellingsen, T., Johannesson, M. ve Svensson, C. (2010). Anchoring and Cognitive Ability. *Economics Letters*, 107(1), 66–68.
- Broihanne, M.H., Merli, M ve Roger, P. (2014). Overconfidence, Risk Perception and The Risk-Taking Behavior of Finance Professionals. *Finance Research Letters*, 11(2), 64–73.
- Ch'ng, K.S. (2010). Confirmation Bias and Convergence of Beliefs: An Agent-Based Model Approach. *Malaysian Journal of Economic Studies*, 47(1), 19–31 .
- Charness, G. ve Dave, C. (2017). Confirmation Bias With Motivated Beliefs, *Games and Economic Behavior* 104, 1–23
- Chen, C.S., Cheng, J.C., Lin, F.C. & Chihwei, P. (2017). The Role of House Money Effect and Availability Heuristic in Investor Behavior. *Management Decision*, 55(8), 1598–1612
- Christandl, F., Fetschenhaueri D. & Hoelzl, E. (2011). Price Perception and Confirmation Bias in The Context of A VAT Increase. *Journal of Economic Psychology*, 32 (1) 131–141
- Chuang, W.I. & Lee, Bong-Soo (2006). An Empirical Evaluation of The Overconfidence Hypothesis. *Journal of Banking & Finance*, 30(9), 2489–2515

- Cipriano, M. & Gruca, T.S. (2014). The Power of Priors: How Confirmation Bias Impacts Market Prices. *The Journal of Prediction Markets*, 8(3), 34–56
- Cohen, D. (2016). A Discussion on Behavioral Finance, Behavioral Finance, Vol:6, [https://www.summitfinancial.com/wp/wpcontent/uploads/2016/06/Behavioral\\_Finance\\_part\\_6-Availability\\_Bias.pdf](https://www.summitfinancial.com/wp/wpcontent/uploads/2016/06/Behavioral_Finance_part_6-Availability_Bias.pdf) erişim tarihi:23.11.2018
- Connolly, T. & Reb, J. (2012). Regret Aversion in Reason-Based Choice. *Theory and Decision*, 73(1), 35–51
- Connolly, T. & Zeelenbergi M. (2002). Regret in Decision Making. *Current Directions in Psychological Science*, 11(6), 212–216
- Coricelli, G., Critchley, H.D., Joffily, M., O’Doherty, J.P., Sirigu, A. & Dolan, R.J. (2005). Regret and its Avoidance:A Neuroimaging Study of Choice Behavior. *Nature Neuroscience*, 8(9), 1255–1262.
- Costa, D.F, Carvalho, F., Bruno, C.M. & Prado, J.W. (2017). Bibliometric Analysis on The Association Between Behavioral Finance and Decision Making With Cognitive Biases Such As Overconfidence, Anchoring Effect and Confirmation Bias. *Scientometrics*, 111(3), 1775–1799
- Czerwonka, M. (2017). Anchoring and Overconfidence:The Influence of Culture and Cognitive Abilities. *International Journal of Management and Economics*, 53(3), 48–66
- Daniel, K., Hirshleifer, D. & Subrahmanyam, A. (1998). Investor Psychology and Security Market Under—and Overreactions. *The Journal of Finance*, 53(6), 1839–1885
- Dimara, E., Dragicevic, P. & Bezerianos, A. (2014). Accounting for Availability Biases in Information Visualization, DECISIVE: Workshop on Dealing with Cognitive Biases in Visualisations. IEEE VIS2014, Nov 9th 2014, Paris, 1–3.
- Duong, C., Pescetto, G. ve Santamaria, D. (2014). How Value–Glamour Investors Use Financial Information:UK Evidence of Investors’ Confirmation Bias. *The European Journal of Finance*, 20(6), 524–549.
- Englich, B. ve Soder, K. (2009) Moody Experts–How Mood and Expertise Influence Judgmental Anchoring. *Judgment and Decision Making*, 4(1):41–50.
- Eroglu, C. ve Croxton, K.L. (2010). Biases in Judgmental Adjustments of Statistical Forecasts:The Role of Individual Differences. *International Journal of Forecasting*, 26(1), 116–133.

- Fellner, G. ve Kruegel, S. (2012). Judgmental Overconfidence: Three Measures, One Bias?. *Journal of Economic Psychology*, 33(1) 142–154
- Folkes, V.S. (1988). The Availability Heuristic and Perceived Risk. *Journal of Consumer Research*, 15(1), 13–23.
- Frehen, R., Hoevenaars, R., Palm, F. ve Schotman, P. (2008). Regret Aversion and Annuity Risk in Defined Contribution Pension Plans. *Insurance Mathematics and Economics*, 42 (3) 1050–1061.
- Furnham, A. ve Boo, H.C. (2011). A Literature Review of The Anchoring Effect. *The Journal of Socio-Economics*, 40(1), 35–42.
- Goetzmann, W.N. ve Kumar, A. (2008). Equity Portfolio Diversification. *Review of Finance*, 12(3), 433–463.
- Guo, X., Wong, W.K., Xu, Q. ve Zhu, X. (2015). Production and Hedging Decisions Under Regret Aversion. *Economic Modelling*, 51(Dec) 153–158.
- Hilary, G. ve Hsu, C. (2011). Endogenous Overconfidence in Managerial Forecasts. *Journal of Accounting and Economics*, 51(3), 300–313.
- Hirshleifer, D.A. (2001). Investor Psychology and Asset Pricing. *Journal of Finance*, 56, 1533–1597
- Humphrey, S.J. (2004). Feedback–Conditional Regret Theory and Testing Regret–Aversion in Risky Choice. *Journal of Economic Psychology*, 25(6) 839–857
- Inman, J.J., Dyer, J.S. ve Jia, J. (1997). A Generalized Utility Model of Disappointment and Regret Effects on Post–Choice Valuation. *Marketing Science*, 16(2), 97–111.
- Inman, J.J. ve Zeelenberg, M. (2002). Regret in Repeat Versus Switch Decisions: The Attenuating Role of Decision Justifiability. *Journal of Consumer Research*, 29(1), 116–128.
- Javed, H., Bagh, T. ve Razzaq, S. (2017). Herding Effects, Over Confidence, Availability Bias and Representativeness as Behavioral Determinants of Perceived Investment Performance: An Empirical Evidence from Pakistan Stock Exchange (PSX). *Journal of Global Economics*, 5(4), 1–13.
- Jetter, M. ve Walker, J.K. (2017). Anchoring in Financial Decision–Making: Evidence From Jeopardy!. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 141(Sep), 164–176.
- Johnson, D.D.P. ve Fowler, J.H. (2011). The Evolution of Overconfidence. *Nature*, 47(7364), 317–320.
- Kahneman, D. ve Amos, T. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk. *Econometrica*, 47(2), 263–291

- Kahneman, D. ve Riepe, M.W. (1998). Aspects of Investor Psychology. *The Journal of Portfolio Management*, 24(4), 52–65
- Keller, C., Siegrist, M. ve Gutscher, H. (2006). The Role of the Affect and Availability Heuristics in Risk Communication. *Risk Analysis*, 26(3), 631–639.
- Klayman, J. (1995). Varieties of Confirmation Bias. *The Psychology of Learning and Motivation*, 32, 385–418.
- Kliger, D. ve Kudryavtsev, A. (2010). The Availability Heuristic and Investors' Reaction to Company-Specific Events. *Journal of Behavioral Finance*, 11(1), 50–65 .
- Kudryavtsev, A. (2018). The Availability Heuristic and Reversals Following Large Stock Price Changes. *Journal of Behavioral Finance*, 19(2), 159–176.
- Kumar, S. ve Goyal, N. (2015). Behavioural Biases in Investment Decision Making—A Systematic Literature Review. *Qualitative Research in Financial Markets*, 7(1), 88–108.
- Lambert, J., Bessiere, V. ve N'Goala, G. (2012). Does Expertise Influence The Impact of Overconfidence on Judgment, Valuation And Investment Decision?. *Journal of Economic Psychology*, 33(6), 1115–1128.
- Larrick, R.P. ve Boles, T.L. (1995). Avoiding Regret in Decisions With Feedback: A Negotiation Example. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 63(1), 87–97.
- Lawrence, F.C. ve Bailey, J. (2005). Regret Avoidance and Risk Tolerance. *Financial Counseling and Planning*, 16(1), 23–28.
- Lehman, D.R., Krosnick, J.A., West, R.L. ve Li, F. (1992). The Focus of Judgment Effect: A Question Wording Effect Due to Hypothesis Confirmation Bias. *Personality and Social Psychology Bulletin*, 18(6), 690–699.
- Leyens, J.P., Yzerbyt, V. ve Comeille, O. (1996). The Role of Applicability in The Emergence of The Over Attribution Bias. *Journal of Personality and Social Psychology*, 70(2), 219–229.
- Li-Chuan, L., Chou, Y.R. ve Banghan, C. (2013). Anchoring Effect on Foreign Institutional Investors' Momentum Trading Behavior: Evidence From The Taiwan Stock Market. *North American Journal of Economics and Finance*, 26(SI), 72–9.
- Lin, J.H. ve Hung, W.M. (2013). A Barrier Option Framework For Bank Interest Margin Management Under Anticipatory Regret Aversion. *Economic Modelling*, 33(July), 794–801.

- McElroy, T. ve Dowd, K. (2007). Susceptibility to Anchoring Effects: How Openness To Experience Influences Responses To Anchoring Cues. *Judgment and Decision Making*, 2(1), 48–53.
- Meng, S., (2017) .Availability Heuristic Will Affect Decision–Making and Result in Bias. 3rd International Conference on Management Science and Innovative Education Oct 14–15, Jinan, China, 267–272.
- Menkhoff, L., Schmeling, M. ve Schmidt, U. (2013). Overconfidence, Experience, and Professionalism: An Experimental Study. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 86, 92–101.
- Michailova, J., Maciulis, A. ve Tvaronaviciene, M. (2017). Overconfidence, Risk Aversion and Individual Financial Decisions In Experimental Asset Markets. *Economic Research–Ekonomiska Istrazivanja*, 30(1), 1119–1131.
- Mitroi, A. ve Stancu, I. (2014). Biases, Anomalies, Psychology of A Loss and Individual Investment Decision Making. *Economic Computation and Economic Cybernetics Studies and Research/Academy Of Economic Studies*, 48(1), 5–21.
- Moore, D.A. ve Schatz, D. (2017). The Three Faces of Overconfidence. *Social and Personality Psychology Compass*, 11(8), Article Number: e12331.
- Mota, J.H., Moreira, A.C. ve Cossa, A.J.(2015). Behavioural Factors in The Financial Decisions of Young Mozambicans. *South African Journal of Business Management*, 46(4), 11–22.
- Nelson, J.A., (2014). The Power of Stereotyping and Confirmation Bias To Overwhelm Accurate Assessment: The Case of Economics, Gender, and Risk Aversion. *Journal of Economic Methodology*, 21(3), 211–232.
- Nickerson, R.S. (1998). Confirmation Bias: An Ubiquitous Phenomenon in Many Guises. *Review of General Psychology*, 2(2), 175–220
- Pandey, R. ve Jessica, V.M. (2018). Measuring Behavioural Biases Affecting Real Estate Investment Decisions in India: Using IRT. *International Journal of Housing Markets and Analysis*, 11(4), 648–668.
- Peon, D., Antelo, M., ve Calvo, A., (2016). Overconfidence and Risk Seeking in Credit Markets:An Experimental Game. *Review of Managerial Science*, 10(3), 511–552.
- Pohl, R.F. ve Hell, W. (1996). No Reduction of Hindsight Bias After Complete Information and Repeated Testing. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 67(1), 49–58.



- Poletiek, F.H. ve Berndsen, M. (2000). Hypothesis Testing As Risk Behaviour With Regard To Beliefs. *Journal of Behavioral Decision Making*, 13(1), 107–123.
- Pompian, M., (2012). *Behavioral Finance and Investor Types: Managing Behavior To Make Better Investment Decisions*. John Wiley, New Jersey, USA
- Raines, J.P. ve Leather, C.G. (2011). Behavioral Finance and Post Keynesian–Institutionalist Theories of Financial Markets. *Journal of Post Keynesian Economics*, 33(4), 539–553.
- Reb, J. (2008). Regret Aversion and Decision Process Quality: Effects of Regret Salience on Decision Process Carefulness. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 105(2), 169–182.
- Schaefer, P.S., Williams, C.C., Goodie, A.S. ve Campbell, K.W. (2004). Overconfidence and The Big Five. *Journal of Research in Personality*, 38(5), 473–480.
- Schinckus, C. (2011). Archeology of Behavioral Finance. *The IUP Journal of Behavioral Finance*, 8(2), 7–22.
- Seiler, M.J., Seiler, V.L., Traub, S. ve Harrison, D., (2008). Regret Aversion and False Reference Points in Residential Real Estate. *Journal of Real Estate Research*, 30(4), 461–474.
- Shams, M.A. (2002). The Availability Heuristic in Judgments of Research Findings: Manipulations of Subjective Experience. *The Osprey Journal of Ideas and Inquiry*, All Volumes (2001–2008), 114–127
- Smith, A.R., Windschitl, P.D. ve Bruchmann, K. (2013). Knowledge Matters: Anchoring Effects Are Moderated By Knowledge Level. *European Journal of Social Psychology*, 43(1), 97–108.
- Statman, M., Thorley, S. ve Vorkink, K. (2006). Investor Overconfidence and Trading Volume. *Review of Financial Studies*, 19(4), 1531–1565.
- Strack, F. ve Mussweiler, T. (1997). Explaining The Enigmatic Anchoring Effect: Mechanisms of Selective Accessibility. *Journal of Personality and Social Psychology*, 73(3), 437–446
- Svenson, O. (1981). Are We All Less Risky and More Skillful Than Our Fellow Drivers?. *Acta Psychologica*, 47(2), 143–148.
- Tversky, A. ve Kahneman, D. (1973). Availability: A Heuristic for Judging Frequency and Probability. *Cognitive Psychology*, 5(2), 207–232.

- Tversky, A. ve Kahneman, D. (1974). Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases. *Science*, 185(4157), 1124–1131.
- Van de Ven, N. ve Zeelenberg, M. (2011). Regret Aversion and The Reluctance To Exchange Lottery Tickets. *Journal of Economic Psychology*, 32(1), 194–200
- Wegener, D.T., Petty, R.E., Blankenship, K.L. ve Detweiler, B.B. (2010). Elaboration and Numerical Anchoring: Implications of Attitude Theories for Consumer Judgment and Decision Making. *Journal of Consumer Psychology*, 20(1), 5–16.
- Wong, K.P. (2012). Production and Insurance Under Regret Aversion. *Economic Modelling*, 29(4), 1154–1160.
- Wong, K.P. (2014). Fixed Versus Variable Rate Loans Under Regret Aversion. *Economic Modelling*, 42(Oct), 140–145.
- Xia, T., Wang, Z. ve Li, K., (2014). Financial Literacy Overconfidence and Stock Market Participation. *Social Indicators Research*, 119(3), 1233–1245.
- Zeelenberg, M. ve Beattie, J. (1997). Consequences of Regret Aversion 2: Additional Evidence for Effects of Feedback on Decision Making. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 72(1), 63–78.
- Zeelenberg, M., Beattie, J., Pligt, V.J. ve Vries, N.K. (1996). Consequences of Regret Aversion: Effects of Expected Feedback on Risky Decision Making. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 65(2), 148–158.
- Zeelenberg, M. ve Pieters, R. (2004). Consequences of Regret Aversion in Real Life: The Case of The Dutch Postcode Lottery. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 93(2), 155–168.