



KENDİNE AŞIRI GÜVEN VE KAYIPTAN KAÇINMA ÖNYARGILARI YATIRIM
KARARLARINDA ÖNEMLİ BİR FAKTÖR MÜ?¹

Bilgehan TEKİN²

Selim CENGİZ³

ÖZET

Davranışsal finans yazınında, uluslararası alanda yapılan birçok çalışmada davranışsal önyargıların yatırım kararları üzerindeki etkisi araştırılmaktadır. Söz konusu davranışsal önyargılar, kendine aşırı güven ve kayıptan kaçınmadır. Bu kapsamda çalışmanın temel amacı, yatırımcıların risk alma davranışlarının ve demografik özelliklerinin aldıkları yatırım kararları üzerinde etkili olup olmadığını ortaya koymaktır. Çalışmanın diğer bir amacı ise, uluslararası alanda yapılan bir çok çalışmada kullanılmış kendine aşırı güven ölçeğinin yatırımcıların kendine aşırı güvenlerinin ölçümünde yararlı olup olmadığını tespit edilmesidir. Çalışma kapsamında, Çankırı Karatekin Üniversitesi'nde görevli akademik ve idari personele anket uygulanmıştır. Elde edilen veriler, korelasyon ve regresyon analizleri, bağımlı/bağımsız gruplar t-testleriyle analiz edilmiştir. Çalışma sonucunda, kendine aşırı güvenin riskli yatırım araçlarını tercih etmede etkili bir faktör olduğu ancak kayıptan kaçınmanın yatırım aracı tercihi üzerinde herhangi bir etkisi olmadığı tespit edilmiştir. Ayrıca çalışmada, Kahneman ve Tversky (1979) tarafından yapılan araştırmanın bulgularından olan bireylerin kayıplardan kaçınmak için risk almalarına rağmen, kazançlar söz konusu olduğunda riskten kaçındıkları bulgusu da test edilmiştir. Çalışma, Türkiye örneğinde kendine aşırı güven ölçeğinin ilk defa uygulanması açısından önemlidir.

Anahtar Kelimeler: Kendine Aşırı Güven, Kayıptan Kaçınma, Yatırım Kararı, Davranışsal Finans.

Jel Kodları: M20, M21, M29.

ARE OVERCONFIDENCE AND LOSS AVERSION BIASES IMPORTANT FACTORS IN
INVESTMENT DECISIONS?

ABSTRACT

In the behavioral finance literature, we see that many international studies investigate the effect of behavioral biases on investment decisions. Two of these behavioral biases are overconfidence and loss aversion. In this context, the main purpose of the study is to reveal whether investors' risk-taking behaviors and demographic features are effective on their investment decisions. Another aim of the study is to determine whether the overconfidence scale used in many international studies has been useful in measuring investors' overconfidence. Within the scope of the study, a questionnaire was applied to academic and administrative staff working at Çankırı Karatekin University. The data obtained were analyzed by correlation and regression analysis, dependent / independent groups t-tests. As a result of the study, it was determined that overconfidence is an effective factor in choosing risky investment tools, but loss aversion has no effect on the investment instrument preference. In addition, in this study, one of the findings of the study conducted by Kahneman and Tversky (1979) that "the individuals take risk to avoid losses, but they avoid risk in the case of gains" is tested and confirmed.

Key Words: Overconfidence, Loss Aversion, Investment Decision, Behavioral Finance.

Jel Codes: M20, M21, M29.

1. GİRİŞ

İktisat ve finans teorilerinin geleneksel varsayımına göre, tüm bireyler rasyonel karar alıcılardır. Bunun nedeni bireylerin alacakları kararlarda ihtiyaç duydukları her türlü bilgiye erişme imkanlarının olması ve elde ettikleri bilgiyi mükemmel şekilde işleyebildikleri varsayımlarıdır. Rasyonel tercih kuramı, sosyal bilimcilerin insan

¹ Bu çalışma 07-09 Nisan 2018 tarihleri arasında Antalya'da düzenlenen Uluslararası İnsan ve Toplum Bilimleri Sempozyumu'nda sunulan bildirinin geliştirilmiş, genişletilmiş ve yeniden düzenlenmiş halidir.

² Dr. Öğr. Üyesi, Çankırı Karatekin Üniversitesi İİBF İşletme Bölümü, btekin@karatekin.edu.tr

³ Doç. Dr., Çankırı Karatekin Üniversitesi İİBF Bankacılık ve Finans Bölümü, scengiz@karatekin.edu.tr



davranışlarını anlamada kullandıkları bir yaklaşım olmakla birlikte, uzun zamandır iktisatta baskın bir paradigma olarak kullanılmaktadır (Green ve Fox, 2007; Tekin, 2015). Rasyonel tercih, bireylerin gelecekteki muhtemel menfaatlerinin gerçekleşmesini sağlayacak tercihtir (Korobkin ve Ulen, 2000). Beklenen fayda, verilecek kararlar sonucunda elde edilmesi beklenen olası faydanın, olayın gerçekleşme olasılığı ile çarpılmasıyla elde edilen sonuç olarak tanımlanabilir (Bostancı, 2003). Karar verici bireyler rasyonel olduklarından beklenen fayda teorisine göre rasyonel bir fayda optimizasyonu sürecini takip ederler ve belirsizlik karşısında her bir olayın gerçekleşme olasılığını Bayesyen yöntemlerle hesaplarlar. Hesaplanan olasılıklarla, olaylardan elde etmeyi bekledikleri kazançlar çarpılarak beklenen fayda maksimize edilir (Akt., Tekin, 2015).

Bireyler emek vererek elde ettikleri gelirlerinin harcamalarını aşan kısımlarını yani tasarruflarını çeşitli yatırım alternatifleri arasında tercih yaparak ek gelir elde etme ve gelecekteki refahlarını garanti altına alma veya artırma amacı güderler. Bireylerde görülen bu davranış türü kurumlar için de geçerlidir. Yatırım araçları arasında ise özellikle gelişmiş piyasalar açısından bakıldığında, hisse senedi piyasalarının oldukça yaygın olarak tercih edildikleri ve bu piyasaların toplam değerlerinin (toplam piyasa kapitalizasyonu) son derece yüksek olduğu dikkat çekmektedir⁴. Cazip getiriler sağlamalarına karşın hisse senedi piyasaları oldukça yüksek riskleri de içermektedir. Yatırımcılar açısından risk genellikle yatırım süresi sonundaki servet veya refah belirsizliği olarak ifade edilebilir. Hisse senedi piyasalarında belirsizliklerin yüksek olması nedeniyle risk almaktan kaçınan bireyler, farklı yatırım alternatiflerine yönelebilmektedir. Finansal piyasalarda işlem gören (alım satımı yapılan) riski nispeten daha düşük yatırım araçları arasında banka mevduat faizleri, katılım bankalarının kar payları, tahvil ve bonolar, altın ve gümüş gibi kıymetli madenler, repo işlemleri, bireysel emeklilik fonları ve gayrimenkul alım-satımı işlemleri sayılabilir. Riski seven, kaybetmekten korkmayan ve kendi bilgi, tecrübe ve yeteneklerine güvenen bireyler ise daha çok getiri için daha riskli yatırım araçlarını tercih edebilmektedir. Yatırımcıların yatırım aracı tercihlerinin davranışsal açıdan incelenmesi ise davranışsal finansın konusudur.

Davranışsal ekonominin bir alt disiplini olan davranışsal finans, psikolojinin ve sosyolojinin bulgularını kendi teorilerine dahil ederek ortaya çıkmış bir finans alanıdır. Davranışsal finans modelleri genellikle, rasyonel modellerin yeterli düzeyde açıklama getiremediği durumlarda yatırımcı davranışlarını veya piyasa anormalliklerini açıklamak için geliştirilmiştir (Glaser, Nöth, M. ve Weber, 2003).

Davranışsal finans alanında cevabı aranan temel sorulardan birisi “yatırımcı davranışı nasıl şekillenir?” sorusudur. Davranışsal finans alanı, psikoloji ve yatırım davranışı konularını bireyler ve kurumlar düzeyinde birleştirerek kişi veya kurumların yatırım kararlarını anlamaya ve açıklamaya çalışmaktadır. Yatırımcıların karar verme süreci, hem ilgili finansal yatırım aracının hem de verilen finansal hizmetin özellikleri ile ilgili nicel ve nitel yönleri içermektedir. Davranışsal finans alanında yatırımcı davranışı konusu, finansal planlama ve yatırım yönetimi süreci boyunca bireylerin, finansal uzmanların ve yatırımcıların ortaya koyduğu zihinsel süreçleri ve duygusal sorunları inceler. Davranışsal finansın bulgularından hareketle finansal piyasalarda işlem gerçekleştiren yatırımcıların genel olarak geçmiş olaylara, kişisel inançlara ve tercihlerine dayanan kararlar aldıkları ileri sürülebilir. Yatırımcılar kendilerine zaman kazandıracak kısa yollar veya bilişsel yöntemler kullanırlar, akılcı ve uzun vadeli düşünmezler. Yatırımcı davranışının anlaşılması, yatırımcıların söz konusu önyargılarının farkında olmasına ve yatırım alternatiflerini ile stratejilerini seçerken karar verme süreçlerini iyileştirmesine yardımcı olabilir. Davranışsal önyargılar genel olarak bilişsel ve duygusal önyargılar olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Bilişsel önyargılar, kendine aşırı güven, kayıptan kaçınma, dayanak noktası, iyimserlik, kendine atfetme, mantık muhasebesi, çerçeveleme, muhafazakarlık gibi farklı psikoloji terimleriyle ifade edilmektedir.

Duygusal önyargılar ise, korku, üzüntü vb. duygusal faktörlerin karar verme sürecinde ortaya çıkardığı çarpıklık ya da bozukluk olarak tanımlanmaktadır. Bu konuda Shefrin (2000) çalışmasında, bilişsel ve duygusal faktörler arasındaki farkı, bilişsel faktörlerin insanların bilgilerini organize etme yoluyla ilgili olduğunu, duygusal faktörlerin ise insanların bilgi sahibi oldukları hissine kapılmaları olduğunu ifade etmektedir.

Türk Dil Kurumu'nun Büyük Türkçe Sözlüğü'nde ön yargı “*Bir kimse veya bir şeyle ilgili olarak belirli şart, olay ve görüntülere dayanarak önceden edinilmiş olumlu veya olumsuz yargı, peşin yargı, peşin hüküm, peşin fikir*” şeklinde tanımlanmaktadır (TDK, 2018). “Bilişsel ön yargı”nın (literatürde bilişsel sapma, bilişsel yanlışlık, bilişsel yanlısıma, bilişsel aykırılık gibi farklı şekillerde ifade edilebilmektedir) ise TDK sözlüğünde kavram olarak anlamı yoktur. Literatürdeki çalışmalardan hareketle bilişsel önyargı kavramı genel olarak, insanların gerçekliği veya doğruyu algılama şekillerindeki bozulma olarak tanımlanabilir. Bilişsel önyargı bir

⁴ Dünya Borsalarının toplam değeri 2017 yılında 80 trilyon 838 milyar Dolar olmuştur. Türkiye' nin 227,5 milyar Dolar iken New York Borsası' nın değeri 22,8 trilyon Dolar olmuştur (www.aa.com.tr, Erişim: 05/02/2018).



başka tanımla, kişilerin matematiksel veya istatistiksel bulgulara ve normlara rağmen, inançlarından vazgeçmeme durumlarını yansıtan akıl dışı davranış şekli olarak ifade edilebilir. Gazel (2014) çalışmasında, bilişsel yanlılık olarak adlandırdığı bilişsel önyargı terimini, yanlış algılama, yanlış yorumlama, yanlış reaksiyon verme ya da gösterme gibi sonuçlara yol açan irrasyonel/mantık dışı davranış olarak ifade etmektedir.

Davranışsal finans, finansal piyasalarda faaliyet gösteren bireylerin ve kurumların belirsizlik içeren kararları üzerinde psikolojik unsurların etkisini vurgulayan bir araştırma alanıdır. Söz konusu bu alan geleneksel finans teorilerinin vurguladığı matematiksel ve istatistiksel olgularla çelişen kararlara neden olan faktörleri ortaya koymayı ve açıklamayı amaç edinmektedir. Davranışsal finans alanının bulguları ve olguları dayanak alınarak oluşturulan yatırım stratejileri beraberinde yalnızca irrasyonel davranışlar nedeniyle hatalı kararlardan kaçınmayı değil, aynı zamanda yatırımcıların irrasyonel davranışları nedeniyle ortaya çıkan anomalilerin değerlendirilmesini ve kazanç elde edilmesini de beraberinde getirebilir. Davranışsal finans alanında çalışmalara konu olan çok sayıda bilişsel önyargı söz konusudur. Literatürde yer alan çalışmalarda kendine aşırı güvenin yüksek işlem hacimlerine, alınan riskin artmasına ve portföylerde yer verilen varlık çeşidinin azalmasına yol açtığı gözlenmiştir. Diğer yandan bireyler yatırım kararlarında genel olarak riskten ve kayıptan kaçınan davranış sergilerler. Bununla birlikte bireylerin riskten ve kayıptan kaçınma dereceleri farklı olabilir. Bu farklılığı ortaya çıkaran etkenler arasında psikolojik, biyolojik, davranışsal, demografik ve sosyoekonomik faktörler sayılabilir. Örneğin literatürde yer alan çalışmalarda erkeklerin kadınlara göre daha fazla riskli yatırımları tercih ettikleri veya risk içeren yatırım davranışları sergiledikleri ve kendine aşırı güven düzeylerinin daha yüksek olduğu tespit edilmiştir.

Bu çalışmada, yatırımcıların belirli yatırım alternatifleri arasından yaptıkları tercihler üzerinde kendine aşırı güven ve kayıptan kaçınma davranışsal önyargılarının etkisi incelenmektedir. Konuyla ilgili literatürde yer alan çok sayıda çalışmada farklı davranışsal önyargıların yatırım kararları üzerine etkisinin incelendiği görülmektedir. Çalışmada kullanılan kendine aşırı güven ölçeği Türkiye’de yatırımcıların karar verme davranışları üzerinde etkili olan unsurlar konusunda yapılan bir çalışmada ilk defa kullanılmıştır. Bu doğrultuda ilgili ölçek kullanılarak yatırımcıların kendine aşırı güvenlerinin ölçümünün yapılması çalışmanın bir başka amacını oluşturmaktadır. Bu amaçlar bağlamında, çalışma üç bölüme ayrılmıştır. Çalışmanın ilk bölümünde konuyla ilgili kavramsal çerçeveye ve literatür taramasına yer verilmiştir. İkinci bölümde değişkenlere ait veriler ve analiz yöntemine ilişkin bilgiler ve son bölümde ise analiz bulguları değerlendirilmiştir. İkinci bölümde değişkenlere ait verilere ve istatistiksel analiz yöntemine yer verilmiştir. Üçüncü bölümde ise istatistiksel analiz bulguları değerlendirilmiş ve sonuç bölümünde çalışmanın önceki çalışmalarla karşılaştırılması yapılmıştır.

2. KAVRAMSAL ÇERÇEVE ve LİTERATÜR TARAMASI

2.1. Kendine Aşırı Güven

Bilişsel psikoloji ve davranış bilimi literatürlerinde daha önce yapılmış çalışmalara bakıldığında kendine aşırı güven veya aşırı uyarım olgularının mülakatlar, anketler, deneyler ve klinik çalışmalar ile elde edilen verilerden hareketle belgelendiği görülmektedir (Caliendo ve Huang, 2007). Caliendo ve Huang (2007), Camerer (1997) tarafından yapılan çalışmaya atıf yaparak aşırı güven ve derecesinin oldukça kalıcı olduğunu ve zamanla da azalmadığını belirtmektedirler.

Camerer (1997) çalışmasında, ciddi araba kazalarına maruz kalsalar dahi otomobil sürücülerinin büyük çoğunluğunun sürüş yeteneği konusunda kendilerini hala ortalamanın üzerinde yetenekli görmeye devam ettiklerini belirtmektedir. Cheng (2007) kendine aşırı güveni genel olarak insanların büyük çoğunluğunda görülen ortak bir karakteristik özellik olarak nitelendirmektedir.

Kendine aşırı güven önyargısı finans ve finansal piyasa katılımcıları açısından ele alındığında ise yapılan çalışmalar yatırımcıların kendi yetenek, bilgi ve tecrübelerine aşırı güvenerek işlem gerçekleştirdiklerini ortaya koymaktadır (Michailova, 2010:9). Bu önyargı, yatırımcıların karar verme süreçlerini etkileyen ana etkidir. Dolayısıyla kendine aşırı güven önyargısı, bireylerin, kendi yetenek ve bilgilerine aşırı güvenleri sonucu olası risklerin önemsenmemesini de beraberinde getirmektedir. Bununla birlikte Kyle ve Wang (1997) kendine aşırı güvenen yatırımcıların rasyonel yatırımcılardan daha yüksek beklenen getiri ve fayda elde etme olasılıklarının yüksek olduğunu belirtmişlerdir. Sebebi ise kendine aşırı güvenin agresif yatırıma neden olmasıdır (Baker ve Nofsinger, 2010:250). Literatüre bakıldığında kendine aşırı güvenin, menkul kıymet piyasalarında yüksek işlem hacimlerine ve saldırgan yatırım davranışına (Barber ve Odean, 2001; Glaser ve Weber, 2007), risk alma eğiliminin artmasına (Menkhoff, Schmidt ve Brozynski, 2006; Menkhoff, Schmeling ve Schmidt, 2013) ve az sayıda varlıklar ile çeşitlendirilmiş portföylerin (Cheng, 2007; Luigi ve Tullio, 2008; Goetzmann ve Kumar,



2008) ortaya çıkmasına yol açtığı tespit edilmiştir. Kendine aşırı güven önyargısına sahip yatırımcıların, finansal piyasalarda yaptıkları işlemleri konu alan çalışmalarda, yatırımcıların genel olarak riskli pozisyon alarak, rasyonel yatırımcılara göre daha büyük işlem hacimlerinde ve miktarlarda alım-satım yaptıkları belirlenmiştir (Tekin, 2015). McCannon, Asaad ve Wilson (2016), bir kişinin sahip olduğu finansal bilgisine olan aşırı güveninin güven faktörüne dayalı yatırımların önemli bir belirleyicisi olduğunu ifade etmektedirler. Buna ek olarak risk alma tercihlerinin davranışla korelasyon gösterdiğini ortaya koymuşlardır.

Literatürde yer alan çalışmalardan hareketle bu çalışma kapsamında test edilecek ilk hipotez aşağıda görüldüğü gibi oluşturulmuştur.

H1: Yatırımcıların yatırım alternatifi tercihleri kendine aşırı güven düzeylerine göre farklılaşmaktadır.

2.2. Riskten ve Kayıptan Kaçınma

Risk, finansal açıdan değerlendirildiğinde beklenen getirinin gerçekleşen getirden sapma olasılığı şeklinde tanımlanabilir (Korkmaz ve Ceylan, 2013). Bununla birlikte yatırımcıların riske karşı tutumları birbirlerinden farklıdır. Bu nedenle finansal piyasalarda işlem gerçekleştiren yatırımcılar riske yönelik davranışları temelinde üç grup altında toplanmaktadır. Bunlar riskten kaçan, riske karşı nötr ve riski seven yatırımcılardır (Aktaran: Anbar ve Eker 2012). Davranışsal finans teorisi, önceki kazançların kayıplardan daha farklı bir davranışı tetiklediğini ifade etmektedir. Zarardan kaçınma, önceki kayıpların risk almayı artırdığını, önceki kazanımların ise düşürdüğünü varsaymaktadır. Yatırımcılar olası kayıplarla karşı karşıya kaldıklarında risk alma eğilimindedirler ve belirli bir kazanç elde edildiğinde riskten kaçınırlar (Massa ve Simonov, 2005). Odean (1998) ve Barber ve Odean (1999) tarafından yapılan çalışmalarda yatırımcıların zararda oldukları hisse senetlerini tutmaya ve kazananları satmaya eğilimli olduğu ampirik açıdan göstermişlerdir.

Kayıptan kaçınma ise bireylerin, kayıplara, kazançlara oranla daha duyarlı olmalarını ifade etmektedir. Kahneman ve Tversky (1979) ve Tversky ve Kahneman (1991, 1992) bireylerin genel olarak kayıptan kaçınan kişiler olduğunu belirtmektedirler. Negatif olaylar nesnel büyüklükleri ile ilişkili olarak kişiler üzerinde pozitif olaylardan daha büyük bir etki bırakmaktadır (Tversky ve Kahneman, 1991). Kahneman ve Tversky 1979 yılında "Beklenti Teorisi: Risk Altında Verilen Kararların Analizi" başlıklı bir çalışma yapmıştır. Bu çalışmada "Beklenen Fayda Teorisi"nin varsayımlarını eleştirerek bireylerin karar verme süreçlerinden sapma nedenleri üzerinde durmuşlar ve Beklenti Teorisi'ni ortaya koymuşlardır (Tekin, 2015). Kahneman ve Tversky (1979) öğrenciler üzerine yaptıkları deneysel çalışmalar sonucunda bireylerin kayıplardan sakınmak için risk almalarına karşın kazançlar söz konusu olduğunda riskten kaçındıkları sonucuna ulaşmışlardır. Bu çalışma kapsamında bu bulgunun geçerliliği de test edilmiştir.

Gazel (2014), alınan iyi kararların insanların gurur duymalarına yol açtıkları gibi kötü kararlarında pişmanlık duymalarına neden olduğunu belirtmektedir. Kahneman ve Tversky (1979)'nin ortaya koydukları Beklenti Teorisi'nin bulgularından biri olan kuramsal değer fonksiyonu, bireylerin kayıp ve kazançlara karşı tutumlarını anlatmakta ve kayıpların verdiği acının kazançların verdiği sevinçten çok daha fazla hissedildiğini vurgulamaktadır. Kayıptan kaçınma ise kuramsal değer fonksiyonunun bir sonucudur ve kaybetme ihtimalinin kazanma ihtimalinden daha güçlü bir motivasyon kaynağı olduğunu ifade eder (Gazel, 2014).

Kayıptan kaçınma konusunda finans alanında yapılan çalışmalar incelendiğinde, Benartzi ve Thaler (1995, 1999) çalışmalarında, "miyobik kayıptan kaçınma" kavramını hisse senedi primi karmaşasını açıklamak için kullanmışlardır. Gomes (2005) ve Berkelaar, Kouwenberg ve Post (2004) yatırımcıların portföyleri üzerinde kayıptan kaçınmanın etkisini incelemişlerdir. Coval ve Shumway (2005), hisse senedi alımlarında risk alma kalıplarının açıklanması amacıyla kayıptan kaçınma önyargısını incelemişlerdir. Kouwenberg ve Ziemba (2007), hedge fon yöneticilerinin teşvik ve yatırım kararlarını kayıptan kaçınma önyargısı bağlamında incelemişlerdir. Loughran ve Ritter (2002) ve Ljungqvist ve Wilhelm (2005) ilk halka arzlardaki kayıptan kaçınma önyargısının olası etkisini kendi geliştirdikleri memnuniyet ölçüsünü baz alarak açıklamaya çalışmışlardır. Fielding ve Stracca (2007), hisse senedi primi bilmecesine kayıptan ve hayal kırıklığından kaçınma bağlamında yaklaştıkları çalışmalarında, tarihsel hisse senedi priminin kayıptan kaçınma ile açıklanabilmesinin bir kısa görüşlü yatırım ufkunu gerektirdiğini belirtmektedirler (Tekin, 2015).

Literatürde yer alan çalışmalardan hareketle bu çalışma kapsamında test edilecek ikinci hipotez aşağıda görüldüğü gibi oluşturulmuştur.

H2: Yatırımcıların yatırım alternatifi tercihinde kayıptan kaçınma önyargısı etkili bir unsurdur.

**3. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ**

Çalışmada veri toplamak amacıyla anket formu kullanılmıştır. Anket formu 4 bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde kendine aşırı güvenin ölçülmesi amacıyla güven aralıklı 10 adet soru, ikinci bölümde kayıptan kaçınmayı ölçen iki soru, üçüncü bölümde demografik bilgilere ilişkin sorular ve dördüncü bölümde yatırım alternatifleri tercihlerine ilişkin soru yer almaktadır. Anket formu Çankırı Karatekin Üniversitesi'nde görevli akademik ve idari personele uygulanmıştır. Toplanan veriler üzerinden frekans analizleri, tanımlayıcı analizler, korelasyon, regresyon analizleri ve bağımlı ve bağımsız gruplar t-testi yapılmıştır.

3.1. Kendine Aşırı Güvenin Ölçülmesi

Literatürde kendine aşırı güvenin konu edildiği çalışmalara bakıldığında birbirlerinden farklı yöntemlerin kullanıldığı görülmektedir. Bu nedenle geleneksel veya genel kabul görmüş herhangi bir yöntem bulunmamaktadır. Bu çalışmada daha önce yapılmış çok sayıda çalışmada kullanılmış ve eksik kalibrasyonu⁵ ölçen güven aralıklı anket yöntemi kullanılmıştır (Lichtenstein, Fischhoff ve Phillips, 1982; Alpert ve Raiffa, 1982; Klayman, Soll, Gonzales-Vallejo ve Barlas, 1999; Johnson ve Allwood, 2003; Biais, Hilton, Mazurier ve Pouget, 2005; Fitzsimmons ve Douglas, 2005; Parker ve Fischhoff, 2005; Russo ve Schoemaker, 1992; Keh ve diğerleri, 2002; Michailova, 2010; Yeoh ve Wood, 2011; Libby ve Rennekamp, 2012).

Bu yöntemde kişilerden haklarında nispeten daha az bilgiye sahip oldukları düşünülen 10 adet genel bilgi sorusunu cevaplamaları beklenmektedir. Kişilerden her bir soru için üst ve alt sınırlar belirlemeleri ve verdikleri cevaptan %90 oranında emin olmaları istenir. Kişilerin belirttikleri aralık içinde olan doğru cevap oranı, yani isabet oranı, kişilerden talep edilen güvenilirlik seviyesine karşılık gelmelidir (bu durumda doğru cevap oranı %90 olmalıdır). Her bir soruya verilen cevaplardan doğru cevabı kapsamayanların sayısı ve oranı kişilerin kendine aşırı güvenlerinin bir göstergesi olarak değerlendirilmektedir. Dolayısıyla bu değerler yüksek ise kendine aşırı güvenin yüksek, düşük ise kendine aşırı güvenin de düşük olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Çalışmada kullanılan ölçek soruları daha önceki çalışmalardan yararlanılarak (Libby ve Rennekamp, 2012) ve bazı sorular Türkiye şartlarına uyarlanarak oluşturulmuştur.

3.2. Kayıptan Kaçınmanın Ölçülmesi

Kayıptan kaçınmanın en önemli noktası, kazanç ve kayıpların karşılaştırılmasıdır (Ariely, Huber ve Wertenbroch, 2005; Brenner, Rottenstreich ve Sood, 1999; Carmon ve Ariely, 2000; Kahneman, Knetsch ve Thaler, 1991; Kahneman ve Tversky, 1984). Bu karşılaştırma yapıldığında kayıpların kazançlardan daha belirgin olarak ortaya çıktığı görülmektedir. Eğer, kazançlar ve kayıplar birlikte değerlendirilirse bir asimetri oluşmaktadır. Kazanç ve kayıplar, cevaplayıcı tarafından, ayrı fakat aynı ölçekte değerlendirildiklerinde ise dolaylı olarak aynı bağlamda yer alır ve kayıptan kaçınma zayıf ama belirgin olarak ölçülür (McGraw, Larsen, Kahneman ve Schkade, 2010).

Literatürde daha önce yapılmış çalışmalarda kullanılan yöntemlerden hareketle bu çalışmada katılımcılara; kazanç ve kayıp olmak üzere iki farklı sonucu söz konusu olan iki adet senaryo sunulmuş ve bu senaryolarla karşılaşmaları durumunda hangi seçeneği seçecekleri sorulmuştur. Dolayısıyla bu çalışmada kayıptan kaçınma iki soru ile ölçülmektedir. Her soruda katılımcılar iki alternatifte sahiptirler ve birinci alternatif her zaman garanti (garanti kazanç ya da kayıp) seçenektir (Dimmock, 2005:10; Bodnaruk ve Simonov, 2014; Tekin, 2015). Bu yöntemin tercih edilmesinin nedeni; daha önce yapılan çalışmalarda, katılımcıların, bir dizi alternatif arasında kayıtsız kalarak çıkarsama yapmalarının, kayıtsızlık değerlerinin doğrudan sorulmasından daha düşük düzeyde tutarsızlıklara yol açtığına ortaya konulmuş olmasıdır (Bostic, Herstein ve Luce, 1990).

3.3. Çalışmanın Kısıtları

Türkiye'de bu tarzda yapılan çalışma sayısının çok fazla olmaması nedeniyle kaynak sıkıntısı çekilmiş bu nedenle daha çok yurtdışı yayınlardan yararlanılmıştır. Ayrıca katılımcıların bu çalışmada kullanılan kendine aşırı güven ve kayıptan kaçınma ölçeklerine yabancı olmaları, uygulama esnasında katılımcıya açıklama

⁵ Bu kavram davranışsal finans literatüründe özellikle kendine aşırı güveni konu alan çalışmalarda (Glaser, Nöth ve Weber, 2003; Biais, Hilton, Mazurier ve Pouget, 2005; Ackert ve Deaves, 2009) sıklıkla kullanılan bir kavramdır. Bu çalışmada eksik kalibrasyon şeklinde tanımlanan ve İngilizce' de "Miscalibration" şeklinde ifade edilen kavram Oxford sözlüğünde şu şekilde tanımlanmaktadır: "Hatalı veya eksik kalibrasyon örneği veya durumu (*Incorrect or inaccurate calibration; an instance of this*)"



yapılmasını gerektirmiş ve bu nedenle mülakat tarzı bir uygulamaya dönüştüğü için umulandan daha fazla zaman alıcı olmuştur. Anketlerin yüz yüze uygulama gerektirmesi buna karşın örnekleme ulaşılmada sıkıntı yaşanması gibi faktörler çalışmanın diğer kısıtlarının bir bölümünü oluşturmaktadır.

Bu çalışmada kullanılan ölçek, daha önce Libby ve Rennekamp (2012) tarafından yapılan çalışmada kullanılmış ölçek sorularında küçük değişiklikler yapılarak oluşturulmuştur. Anket uygulaması sırasında doğru cevaplara internetten bakmaya niyetlenen veya doğru cevabı bildiğini düşündükleri kişilere sormak isteyenler olmuştur. Doğru cevapların bir şekilde (internet, kitap, bir başkasına sorarak) temin edildiğinin anlaşıldığı anketler analiz dışı bırakılmıştır. Literatürde yer alan çalışmalara bakıldığında bu türden sorulara doğru cevap verme oranının genel olarak %30-%45 aralığında değiştiği görülmektedir. Bu nedenle analiz dışı bırakılacak anketlerin hangileri olacağı bu oranlar göz önünde bulundurularak belirlenmiş ve %60' tan daha fazla doğru cevabı içeren ve bunlar içerisinde özellikle “*transistör sayısı*” sorusuna doğru cevap veren anketler analiz dışı bırakılmıştır.

Bunun yanında anketin genel kültür düzeyini ölçtüğünü düşünüp cevap vermektense çekinenler olmuştur. Bu türden olumsuz yaklaşımlara karşı çalışmanın amacı, anket ile neyin ölçülmek istendiği, soruların hazırlanış yöntemi ve daha önce konu ile ilgili yapılan çalışmalar ve sonuçları katılımcılara kısaca anlatılmış ve anketi usulüne uygun doldurmaları sağlanmaya çalışılmıştır. Bazı katılımcıların ise bazı soruları uluslararası ve güncel siyaset üzerinden sorguladıkları görülmüştür (örneğin bağımsız ülke sayısı). Bunun üzerine çalışmanın amacı, ölçme yöntemi ve diğer ülkelerdeki örnek çalışmalar tekrar anlatılmış buna rağmen bazı anketler olması gerektiği gibi doldurulamamış kişilerin kendi siyasi görüşleri veya dünyaya bakış açıları daha ağır basmıştır. Bu nedenle bu türden anketler de analiz dışı bırakılmıştır.

Ayrıca kendine aşırı güvenin ölçüldüğü ölçeğe verilen cevaplara bakıldığında bazı anketlerde bireylerin kendine aşırı güven sorularının hepsine aralık halinde cevap vermemelerine rağmen tam doğru cevabı verdikleri görülmüştür. Buradan hareketle bu bireylerin soruların tam cevaplarını bir şekilde öğrendikleri ve ona göre cevap verdikleri sonucuna ulaşılmıştır. Bu nedenle soruların tamamına tek bir sayı şeklinde (aralıklı cevap vermeyen) doğru cevap veren bireylerin anketleri analiz dışı tutulmuştur.

4. BULGULAR

4.1. Demografik Bulgular

Araştırmanın demografik bulguları Tablo 1’de sunulmaktadır. Tablo 1’e göre, toplam 66 geçerli anket katılımcısından 18’i kadın 48’i erkektir. Katılımcıların yaş ortalamaları ise yaklaşık 40’tır. Eğitim seviyeleri genellikle yüksek lisans ve doktora seviyesindedir. Katılımcıların 41’i akademisyen 25’i memurdur. Katılımcıların eğitim düzeyleri çoğunlukla doktora mezunu şeklindedir.

Tablo 1. Katılımcıların Demografik Özellikleri

Cinsiyetiniz	Sıklık	Yüzde
Erkek	48	72,7
Kadın	18	27,3
Toplam	66	100,0
Yaşınız	Sıklık	Yüzde
20-30	5	7,6
31-40	40	60,6
41-50	15	22,7
50 üzeri	6	9,1
Toplam	66	100,0
Medeni Durumunuz	Sıklık	Yüzde
Evli	45	68,2
Bekâr	21	31,8
Toplam	66	100,0

**Tablo 1.** Katılımcıların Demografik Özellikleri (Devamı)

Eğitim Durumunuz	Sıklık	Yüzde
İlkokul	2	3,0
Lise	7	10,6
Ön lisans	4	6,1
Lisans	9	13,6
Yüksek Lisans	10	15,2
Doktora	34	51,5
Toplam	66	100,0
Mesleğiniz	Sıklık	Yüzde
Akademisyen	41	62,1
Memur	25	37,9
Toplam	66	100,0
Mesleki Deneyiminiz	Sıklık	Yüzde
1-5 yıl	11	16,7
6-10 yıl	33	50,0
11-15 yıl	9	13,6
16-20 yıl	6	9,1
21-25 yıl	2	3,0
26 yıl üzeri	5	7,6
Toplam	66	100,0
Ailenizdeki birey sayısı kaçtır?	Sıklık	Yüzde
2	9	13,6
3-5	48	72,7
6 ve üzeri	9	13,6
Toplam	66	100,0
Ailenizde kaç kişi çalışmaktadır?	Sıklık	Yüzde
1	22	33,3
2	30	45,5
3 ve üzeri	14	21,2
Toplam	66	100,0
Aylık hane halkı geliriniz yaklaşık ne kadardır?	Sıklık	Yüzde
3000 TL'nin altında	10	15,2
3000 TL – 4000 TL arasında	8	12,1
4001 TL – 5000 TL arasında	6	9,1
5001 TL – 6000 TL arasında	6	9,1
6001 TL – 7000 TL arasında	7	10,6
7001 TL – 8000 TL arasında	4	6,1
8001 TL – 9000 TL arasında	4	6,1
9000 TL'nin üstünde	21	31,8
Toplam	66	100,0
Kendinize/ailenize ait eviniz var mı?	Sıklık	Yüzde
Evet	32	48,5
Hayır	34	51,5
Toplam	66	100,0

Katılımcıların gelir ve yaşam standartlarının da verecekleri cevaplar da önemli bir etken olabileceği düşünülerek hane halkı çalışan sayısı, gelir durumları ve ev sahibi olup olmama durumları tespit edilmiştir. Buna göre katılımcıların hane halkı gelir düzeyleri, genel olarak, 9 bin Türk Lirası'nın altındadır. Ev sahibi olan ve olmayan katılımcı sayısı ise birbirine yakındır.

**4.2. Kendine Aşırı Güven Ölçeği ile Elde Edilen Verilerin Analizi**

Tablo 2’de kendine aşırı güven ölçeğinden elde edilen bulgulara yer verilmiştir. Tablo 2’ye göre, yapılan analiz neticesinde kendine aşırı güven ölçeğine verilen cevapların ortalama doğruluk oranının %13 olduğu tespit edilmiştir (ortalama doğru sayısı 1,3’tür). Medyan 1 ve Mod ise 0 olarak ölçülmüştür. Aynı zamanda ilk kartil içerisinde doğru cevap bulunmazken %50’lik kartil içerisinde 1, %75’lik kartil içerisinde sadece 2 doğrunun yer bulabildiği görülmektedir (Tablo 2). Ölçeğe cevap veren ve rasyonel bireylerin verdikleri cevapların güven aralığı içerisinde kalma oranı %90 olması beklenir. Oysa bu çalışmadaki oran %13 olmuştur (Tablo 2). Bu durum katılımcıların yargılarında aşırı güven sergilediklerini göstermektedir (Russo ve Schoemaker, 1992; Klayman, Soll, Gonzales-Vallejo ve Barlas, 1999). Ayrıca, erkek ve kadınlar arasında doğru cevap açısından anlamlı bir fark bulunamamıştır. Doğru cevap oranı kadınlarda %12,2; erkeklerde ise %13,3’tür (Tablo 4).

Tablo 2. Doğru Cevap Sayısı Tanımlayıcı İstatistikler

Örneklem Sayısı		66
Ortalama		1,30
Medyan		1,00
Mod		0
Std. Sapma		1,569
Çarpıklık		1,351
Basıklık		1,312
Minimum		0
Maksimum		6
Kartiller	25	,00
	50	1,00
	75	2,00

Ayrıca Tablo 3’te görüldüğü gibi hiçbir soruya doğru aralıkta cevap veremeyenlerin sayısı 27’dir (% 40,9). En fazla 6 soruya doğru cevap verilmiş ve doğru cevap verenlerin sayısı 2’dir (%3).

Tablo 3. Doğru Cevap Sayısı Frekans Değerleri

Doğru Sayısı	Sıklık	Yüzde
0	27	40,9
1	18	27,3
2	7	10,6
3	8	12,1
4	2	3,0
5	2	3,0
6	2	3,0
Toplam	66	100,0

Kadın katılımcıların %55,6’sı, erkek katılımcıların ise %34,4’ ü hiçbir soruya doğru aralıkta cevap verememişlerdir (Tablo 4). Yine doğru cevap oranı kadınlarda %12,2, erkeklerde ise % 13,3’tür. Bu sonuçlar kendine aşırı güvenin belirgin bir şekilde ortaya çıktığını göstermektedir.

Tablo 4. Doğru Cevap Sayılarının Cinsiyete Göre Dağılımları

		Cinsiyetiniz		Toplam	
		Erkek	Kadın		
Doğru Cevap Sayısı	0	Kişi Sayısı	17	10	27
		%	35,4%	55,6%	40,9%
	1	Kişi Sayısı	15	3	18
		%	31,3%	16,7%	27,3%
	2	Kişi Sayısı	5	2	7
		%	10,4%	11,1%	10,6%
	3	Kişi Sayısı	7	1	8
		%	14,6%	5,6%	12,1%
	4	Kişi Sayısı	2	0	2
		%	4,2%	0,0%	3,0%
	5	Kişi Sayısı	2	0	2
		%	4,2%	0,0%	3,0%
6	Kişi Sayısı	0	2	2	
	%	0,0%	11,1%	3,0%	
Toplam		Kişi Sayısı	48	18	66
		%	100,0%	100,0%	100,0%
		% Toplam	72,7%	27,3%	100,0%

Tablo 5 çapraz analiz sonuçlarını göstermektedir. Tablo 5'e göre sorular arasında en fazla yanlış cevap verilenler sırasıyla, "Intel i5 işlemcisindeki transistör sayısı" ve "Dünya'nın dönme hızı" ve "Birinci Dünya Savaşı'nda ölen kişi sayısı" dir. En fazla doğru cevap verilenler ise "Mona Lisa Tablosu" nun kaç yılında resmedildiği ve "bağımsız ülkelerin sayısı"dir. Yine Tablo 5' ten anlaşıldığı üzere kadın bireylerin en fazla doğru cevap verdikleri soru "mavi balinanın ağırlığı" iken erkek katılımcıların ise "bağımsız ülke sayısı" dir.

Tablo 5. Kendine Aşırı Güven Ölçeği Soruları ve Verilen Cevaplar

Kilolu bir yetişkin mavi balinanın ortalama ağırlığı nedir? 150 ton*		Cinsiyetiniz		Toplam	
		Erkek	Kadın		
Doğru	Doğru	Kişi Sayısı	5	4	9
		%	10,4%	22,2%	13,6%
		% Toplam	7,6%	6,1%	13,6%
	Yanlış	Kişi Sayısı	43	14	57
		%	89,6%	77,8%	86,4%
		% Toplam	65,2%	21,2%	86,4%
Mona Lisa tablosu kaç yılında çizilmiştir? 1503-1507 doğru kabul edildi*		Cinsiyetiniz		Toplam	
		Erkek	Kadın		
Doğru	Doğru	Kişi Sayısı	14	3	17
		%	29,2%	16,7%	25,8%
		% Toplam	21,2%	4,5%	25,8%
	Yanlış	Kişi Sayısı	34	15	49
		%	70,8%	83,3%	74,2%
		% Toplam	51,5%	22,7%	74,2%
2017 yılında dünyadaki bağımsız ülkelerin sayısı kaçtır? 193-210 arası doğru kabul edildi*		Cinsiyetiniz		Toplam	
		Erkek	Kadın		
Doğru	Doğru	Kişi Sayısı	15	1	16
		%	31,3%	5,6%	24,2%
		% Toplam	22,7%	1,5%	24,2%
	Yanlış	Kişi Sayısı	33	17	50
		%	68,8%	94,4%	75,8%
		% Toplam	50,0%	25,8%	75,8%

Tablo 5. Kendine Aşırı Güven Ölçeği Soruları ve Verilen Cevaplar (Devamı)

Paris ve Sidney arasındaki uçuş mesafesi km cinsinden nedir? 16930,26 km*					Toplam
			Erkek	Kadın	
	Doğru	Kişi Sayısı	4	3	7
		%	8,3%	16,7%	10,6%
		% Toplam	6,1%	4,5%	10,6%
	Yanlış	Kişi Sayısı	44	15	59
		%	91,7%	83,3%	89,4%
		% Toplam	66,7%	22,7%	89,4%
Yetişkin bir insan vücudunda kaç kemik vardır? 206 adet*					Toplam
			Erkek	Kadın	
	Doğru	Kişi Sayısı	8	3	11
		%	16,7%	16,7%	16,7%
		% Toplam	12,1%	4,5%	16,7%
	Yanlış	Kişi Sayısı	40	15	55
		%	83,3%	83,3%	83,3%
		% Toplam	60,6%	22,7%	83,3%
Birinci Dünya Savaşı'nda savaştan ülkelerden toplam kaç asker ölmüştür? 5-15 milyon arası doğru kabul edildi*					Toplam
			Erkek	Kadın	
	Doğru	Kişi Sayısı	4	2	6
		%	8,3%	11,1%	9,1%
		% Toplam	6,1%	3,0%	9,1%
	Yanlış	Kişi Sayısı	44	16	60
		%	91,7%	88,9%	90,9%
		% Toplam	66,7%	24,2%	90,9%
Milli Kütüphane' deki kitap sayısı kaçtır? 1 milyon 298 bin 952 adet (2016)*					Toplam
			Erkek	Kadın	
	Doğru	Kişi Sayısı	6	1	7
		%	12,5%	5,6%	10,6%
		% Toplam	9,1%	1,5%	10,6%
	Yanlış	Kişi Sayısı	42	17	59
		%	87,5%	94,4%	89,4%
		% Toplam	63,6%	25,8%	89,4%
Amazon Nehri'nin uzunluğu ne kadardır? 6992 km*					Toplam
			Erkek	Kadın	
	Doğru	Kişi Sayısı	5	3	8
		%	10,4%	16,7%	12,1%
		% Toplam	7,6%	4,5%	12,1%
	Yanlış	Kişi Sayısı	43	15	58
		%	89,6%	83,3%	87,9%
		% Toplam	65,2%	22,7%	87,9%
Ekvator da dünya km cinsinden saatte hangi hızda dönmektedir? 1670-73 km/saat*					Toplam
			Erkek	Kadın	
	Doğru	Kişi Sayısı	3	3	6
		%	6,3%	16,7%	9,1%
		% Toplam	4,5%	4,5%	9,1%
	Yanlış	Kişi Sayısı	45	15	60
		%	93,8%	83,3%	90,9%
		% Toplam	68,2%	22,7%	90,9%

Tablo 5. Kendine Aşırı Güven Ölçeği Soruları ve Verilen Cevaplar (Devamı)

Intel i5 işlemcisinde kaç transistor vardır? 1.4 milyar*				Toplam
		Erkek	Kadın	
Doğru	Kişi Sayısı	0	1	1
	%	0,0%	5,6%	1,5%
	% Toplam	0,0%	1,5%	1,5%
Yanlış	Kişi Sayısı	48	17	65
	%	100,0%	94,4%	98,5%
	% Toplam	72,7%	25,8%	98,5%

*Yaklaşık değerlerdir

Yapılan analizlerde, katılımcıların eksik kalibrasyon düzeyi gerçek cevapların belirtilen aralığın dışına düşen soruların oranı olarak ölçülür. Bu çalışma kapsamında, %90 güven düzeyini ve aynı düzeyde doğru cevabı kapsama oranını işaret eden kalibrasyon skoru hesaplanmamıştır. Bunun nedenleri örneklem sayısının istenen düzeyde olmaması ve cevaplayıcıların doğru cevap yüzdesinin çok düşük olmasından dolayı tüm bireylerin “kendine aşırı güvenen birey” şeklinde kategorize edilmesidir. Kalibrasyon skorunun hesaplanması yerine, kendine aşırı güven sorusuna verilen her yanlış aralık cevabı 10 puan kabul edilmiş ve 100 tam puanın “tam kendine aşırı güveni” temsil ettiği ve puan azaldıkça kendine aşırı güven düzeyinin de azaldığı yöntem tercih edilmiştir. Böylece “0” puan rasyonel bireyi temsil etmekte veya bireylerin puanı sıfıra yaklaştıkça rasyonellik düzeyleri artmaktadır.

Katılımcıların kendine aşırı güvenlerini ifade eden skorlarına ilişkin istatistiki bilgiler Tablo 7’ de görüldüğü gibidir. Burada ortalama değer (86,97) yüksek olması katılımcıların verdikleri cevapların dar aralıklarda gerçekleştiğinin ve genel olarak yanlış cevap verdiklerinin bir göstergesidir. Bu da kendine aşırı güveni ortaya çıkarmaktadır. Tablo 7’ye göre en düşük değer 40 (kendine aşırı güven düşüktür/rasyonelliğe yakındır) ve en yüksek değer 100 (kendine aşırı güven yüksektir)’dür. Çarpıklık-Basıklık değerlerine bakıldığında puanların normal dağılım sergilediği görülmektedir.

Tablo 6. Kendine Aşırı Güven Puanı Tanımlayıcı İstatistikleri

	Örneklem	Minimum	Maksimum	Ortalama	Std. Sapma	Çarpıklık		Basıklık	
					İstatistik	İstatistik	Std. Hata	İstatistik	Std. Hata
Kendine Aşırı Güven	66	40	100	86,97	15,686	-1,351	,295	1,312	,582

Daha sonra öncelikle korelasyon analizi yapılmıştır. Korelasyon analizi sonuçları Tablo 8’de görüldüğü gibidir. “Risk Yapısı” değişkenleri; 1: Düşük Risk (Altın, katılım bankası, faizli mevduat ve tahvil) ve 2: Yüksek Risk (Hisse senedi, foreks, döviz ve gayrimenkul) şeklinde kodlanmıştır. Tabloya göre kendine aşırı güven puanı ile yatırımcıların ilk tercihinin anlamlı ve pozitif ilişkili olduğu görülmektedir (p değeri $0,034 < 0,05$). Dolayısıyla kendine aşırı güven düzeyi arttıkça riskli yatırım araçları daha fazla tercih edilmektedir. İkinci seçeneklerde ise kendine aşırı güven ile riskli yatırım aracı tercihi arasında anlamlı negatif bir ilişki söz konusudur (p değeri $0,026 < 0,05$). Bu sonuç bağlamında kendine aşırı güvenin ilk yatırım tercihlerinde belirgin olarak risk alma eğilimini teşvik ettiği görülmektedir. Üçüncü tercihlerde ise kendine aşırı güven ile herhangi bir ilişki söz konusu değildir.

Tablo 8. Kendine Aşırı Güven Puanı ile Risk Yapısına Göre Yatırım Aracı Tercih İlişkisi

		Kendine Aşırı Güven	Risk Yapısı 1	Risk Yapısı 2	Risk Yapısı 3
Kendine Aşırı Güven	Pearson Korelasyon Katsayısı	1	,261*	-,274*	,082
	<i>p değeri</i>		,034	,026	,511
	N	66	66	66	66

Çalışmanın devamında korelasyon analizi sonuçlarını desteklemek ve *H1* hipotezini test etmek amacıyla ilk tercihlerdeki risk yapısına göre kendine aşırı güven puanının farklılaşıp farklılaşmadığı araştırılmıştır. Bu amaçla yapılan bağımsız gruplar t testi sonuçları aşağıdaki gibidir. Tablo 9'a bakıldığında *p* değerinin 0,05 anlamlılık düzeyinden küçük olduğu görülmektedir. Bu durumda “*Düşük ve Yüksek Risk*” gruplarının kendine aşırı güven ortalamaları arasında anlamlı bir fark vardır.

Tablo 9. Bağımsız Gruplar t Testi Sonuçları

	<i>t</i>	<i>sd</i>	<i>p değeri</i>
Kendine Aşırı Güven	-2,165	64	,034

Söz konusu farkın seviyesine bakmak istediğimizde tanımlayıcı istatistikler tablosuna bakmamız gerekmektedir. Tablo 10'a baktığımızda “*Düşük Risk*” grubunun ortalamasının 83,14 “*Yüksek Risk*” grubunun ortalamasının 91,29 olduğu göze çarpmaktadır. Dolayısıyla yüksek riskli yatırım araçlarını tercih eden yatırımcıların kendine aşırı güven puanları daha fazladır.

Tablo 10. Tanımlayıcı İstatistikler

	Risk Yapısı 1	N	Ortalama	Std. Sapma
Kendine Aşırı Güven	Düşük Riskli	35	83,14	18,435
	Yüksek Riskli	31	91,29	10,565

Çalışmada kendine aşırı güvenin yatırım aracı tercihi üzerindeki etkisinin düzeyi tespit edilebilmesi amacıyla regresyon analizi yapılmıştır. Tablo 10'da verilen sonuçlara göre model istatistiksel olarak anlamlıdır. Kendine aşırı güven, yatırım araçlarının seçimi kararının %6,8'ini açıklamaktadır.

Tablo 11. Regresyon Analizi Sonuçları

R ²	F	<i>p değeri</i>
,068	4,686	,034

Tablo 11'de ise katsayılar ve anlamlılıkları yer almaktadır. Katsayılara bakıldığında kendine aşırı güvendedeki %1'lik artışın riskli yatırım tercihi eğilimini %0,8 oranında arttırdığı görülmektedir. Bu ilişki %5 anlamlılık seviyesinde anlamlıdır.

Tablo 12. Katsayılar Tablosu

	B	t	p değeri
Sabit	,741	2,169	,034
Kendine Aşırı Güven	,008	2,165	,034

4.3. Kayıptan Kaçınma Ölçeği ile Elde Edilen Verilerin Analizi

Çalışmada katılımcılara yöneltilen ve kayıptan kaçınma davranışsal önyargılarını ölçmeyi hedefleyen sorulara ve cevaplara ilişkin frekans analizi sonuçları Tablo 13'te görüldüğü gibidir. Tabloda birinci seçenekler garanti seçenekleri ikinci seçenekler daha büyük kaybı içeren riskli seçenekleri temsil etmektedir. Tabloya göre katılımcıların büyük çoğunluğu birinci senaryoda garanti kazancı tercih ederken, ikinci senaryoda daha fazla zarar etme riski olmasına karşın ikinci seçeneği tercih etmektedirler.

Tablo 13. Kayıptan Kaçınma Sorularına Verilen Cevaplar

1. SENARYO: Elinize hiç beklemediğiniz bir şekilde 3.000 TL geçtiğini düşünün (şans oyunları, ikramiye, promosyon v.b.). Bu 3.000 TL' yi aşağıdaki alternatiflerden birinde değerlendirmeniz istendiğinde hangisini tercih edersiniz.				
	Sıklık	Yüzde	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde
1.500 TL' lik kesin kazanç	49	74,2	74,2	74,2
%50 ihtimalle 3.000 TL daha kazanma ve %50 ihtimalle hiç bir şey kazanmama	17	25,8	25,8	100,0
Toplam	66	100,0	100,0	
2. SENARYO: Elinize hiç beklemediğiniz bir şekilde 3.000 TL geçtiğini düşünün. Bu 3.000 TL' yi aşağıdaki alternatiflerden birinde değerlendirmeniz gerektiğinde (zorunluluk söz konusu) hangisini tercih edersiniz?				
	Sıklık	Yüzde	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde
1.500 TL' lik kesin kayıp	26	39,4	39,4	39,4
%50 ihtimalle 3.000 TL kaybetme ve %50 ihtimalle hiç bir şey kaybetmeme	40	60,6	60,6	100,0
Toplam	66	100,0	100,0	

Tablo 14'te ise kayıptan kaçınma sorularına verilen cevaplarla ilişkin istatistiki bilgilere yer verilmiştir. Çarpıklık ve basıklık değerleri normal dağılımı işaret etmektedir. Tablo 14'te, ortalama değerler Senaryo 1'de "1,26" iken Senaryo 2'de "1,61"dir.

Tablo 14. Kayıptan Kaçınma Sorularına Verilen Cevaplara İlişkin Tanımlayıcı İstatistiki Bilgiler

	Senaryo 1	Senaryo 2
Ortalama	1,26	1,61
SS	,441	,492
Çarpıklık	1,135	-,444
Basıklık	-,736	-,1860
N	66	66

Yatırım aracı tercihinin, bireylerin kayıptan kaçınma önyargılarına göre değişip değişmediği bağımsız gruplar t testi ile incelenmiştir. Bu amaçla kendine aşırı güven önyargısı testlerinde olduğu gibi yatırım araçları öncelikle risk yapılarına göre düşük ve yüksek riskli yatırım araçları olmak üzere iki grup altında toplanmıştır. Burada bir başka amaç, örneklem sayısının az olması nedeniyle analiz yapmaya elverişli grup üyesi sayılarına ulaşmaktır. Tablo 15' te yer alan sonuçlara göre grup ortalamaları arasında anlamlı bir farklılık söz konusu değildir ($p=0,993>0,05$; $p=0,696>0,05$). Bu nedenle, H_2 hipotezi reddedilerek, bu çalışma kapsamında



yatırımcıların riskli ve risksiz yatırım aracı tercihlerinin kayıptan kaçınma önyargısına göre istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde farklılaşmadığı söylenebilir.

Tablo 15. Bağımsız Gruplar t Test Sonuçları

	t	df	p değeri
Senaryo 1	-,008	64	,993
Senaryo 2	,392	64	,696

Kahneman ve Tversky (1979) öğrenciler üzerine yaptıkları deneysel çalışmalar sonucunda bireylerin kayıplardan sakınmak için risk almalarına karşın kazançlar söz konusu olduğunda riskten kaçındıkları sonucuna ulaşmışlardır. Bu çalışma kapsamında bu bulgunun geçerliliği de test edilmiştir. Bu amaçla oluşturulan hipotez aşağıdaki gibidir:

H3: Bireyler kazançlar söz konusu olduğunda riskten kaçınmalarına karşın kayıplar söz konusu olduğunda risk almaktadırlar (bireylerin risk alma eğilimi birinci senaryoya göre ikinci senaryoya verilen cevaplarda artmaktadır).

Hipotez tek yönlüdür. Hipotezin test edilmesi amacıyla bağımlı gruplar t testi yapılmıştır. Test sonuçları Tablo 16'da görülmektedir. Test sonuçlarına göre bağımlı grup ortalamaları arasında anlamlı bir farklılık söz konusudur ($p/2=0,000<0,05$). *H3* hipotezi kabul edilmiştir. Yukarıdaki Tablo 13'te ikinci senaryonun ortalaması "1,61" iken birinci senaryonun ortalamasının "1,26" olduğu belirtilmiştir.

Tablo 16. Bağımlı Gruplar t testi Sonuçları

	t	df	p
Elinize hiç beklemediğiniz bir şekilde 3.000 TL geçtiğini düşünün (şans oyunları, ikramiye, promosyon v.b.). Bu 3.000 TL' yi aşağıdaki alternatiflerden birinde değerlendirmeniz istendiğinde hangisini tercih edersiniz?			
I. Senaryo: a) 1.500 TL' lik kesin kazanç, b) %50 ihtimalle 3.000 TL daha kazanma ve %50 ihtimalle hiçbir şey kazanmama	-5,538	65	,000
II. Senaryo: a) 1.500 TL' lik kesin kayıp, b) %50 ihtimalle 3.000 TL kaybetme ve %50 ihtimalle hiçbir şey kaybetmeme.			

5. SONUÇ

Yatırım kararları, piyasanın ve ülkenin mevcut durumu göz önünde bulundurularak alınmalıdır. Yatırımcıların çeşitli alternatifler arasından yaptıkları yatırım tercihlerinin en uygun ve en güvenilir tercihler olması zarar etmemeleri için önemlidir. Bununla birlikte, yatırım kararları alınırken bireyler çoğunlukla davranışsal önyargılarının etkisi altında karar verirler. Bu çalışma kapsamında söz konusu önyargılardan kendine aşırı güven ve kayıptan kaçınma üzerinde durulmuştur.

Kendine aşırı güven ölçeğine cevap veren rasyonel bireylerin verdikleri cevapların güven aralığı içerisinde kalma oranının %90 olması beklenir. Oysa bu çalışmadaki oran %13,0 çıkmıştır. Bu durum katılımcıların kendine aşırı güvenli bireyler olduklarını göstermiştir. Bununla birlikte bu çalışma kapsamında, erkek ve kadın katılımcıların arasında kendine aşırı güven düzeyi açısından anlamlı bir fark bulunamamıştır. Aynı sonuç kayıptan kaçınma için de geçerlidir. Bu çalışmada üzerinde durulan önyargılar kendine aşırı güven ve kayıptan kaçınmadır. Bu iki önyargı davranışsal finans alanında bireylerin yatırım kararı süreçlerinde etkisi en sık görülen önyargılar olarak kabul edilir. Bu çalışma kapsamında kendine aşırı güvenin riskli yatırım araçlarının tercihinde belirgin bir etkisinin olduğu tespit edilmekle birlikte kayıptan kaçınmanın yatırım aracı tercihi üzerinde herhangi bir etkisi tespit edilememiştir. Dolayısıyla *H1* hipotezi doğrulanırken *H2* hipotezi doğrulanamamıştır. Buna karşın Kahneman ve Tversky (1979) tarafından yapılan çalışmada tespit edilen



bireylerin “*kayıplar söz konusu olduğunda risk alan kazançlar söz konusu olduğunda ise riskten kaçınan davranış sergiledikleri*” şeklindeki bulgu bu çalışmada da doğrulanmış ve H3 hipotezi kabul edilmiştir.

Kendine aşırı güven literatürde yatırımcı davranışlarının açıklanmasında yer verilen en popüler psikolojik faktörlerden biridir. Çoğu yatırım kararları ile ilişkisi ortaya konulmuş ve sonuçları bakımından olumsuz durumların ortaya çıkmasına neden olduğu belirtilmiştir. Bu çalışma, yatırımcıların riske yönelik tutumlarını kendine aşırı güven önyargıları ile bağdaştırarak farklı bir bakış açısıyla ele almış ve elde edilen bulguların sunulması ile daha tutarlı yatırım kararları almalarını sağlamaya çalışmıştır. Bu çalışmanın davranışsal önyargıların yatırımlar üzerinde etkili olduğunu göstermesi nedeniyle daha bilinçli yatırım kararlarının alınmasını sağlaması arzu edilen bir durumdur. Bilişsel önyargıların anlaşılması ve bilincinde olunması özellikle belirsizlik koşullarında hayati bir rol oynamaktadır. Bu nedenle bireysel yatırımcılar için formüle edilen yatırım stratejilerine davranışsal faktörlerin de dahil edilmesi gerekir (Ishfaq ve diğ., 2017).

Bu çalışmanın sonuçları ayrıca Merkle (2011), Hassan, Khalid ve Habib (2014), Meisel ve diğ. (2016), Ishfaq ve diğ. (2017) gibi araştırmacıların bulgularıyla benzer bulguları işaret etmektedir. Bu çalışmalarda genel olarak kendine aşırı güvenin risk alma eğilimi ile pozitif ilişkili olduğu belirtilmektedir.

Bu çalışmanın en önemli kısıtı örneklem büyüklüğünün sınırlı olmasıdır. Ayrıca çalışmanın verileri belirli bir çevreden toplanmıştır. Bu nedenle daha farklı toplum kesimlerinin dâhil edildiği ve örneklem sayısının evreni iyi bir şekilde temsil ettiği çalışmalardan daha verimli ve güvenilir sonuçlar elde edilebilecektir. Buna karşın bu çalışma konusu itibarıyla özgün bir niteliğe sahip olmasının yanı sıra yol gösterici bir nitelikte hazırlanmaya çalışılmıştır. Gelecek çalışmalarda araştırmacılar, daha farklı önyargıların etkisini farklı ölçüm yöntemleri ile araştırabilirler. Ayrıca risk algısı ve toleransı gibi değişkenlerin etkisi de dikkate alınarak çalışmalar yapılabilir.

KAYNAKÇA

- ANBAR, A. ve EKER, M. (2012). “Bireysel Yatırımcıların Finansal Risk Algılamalarını Etkileyen Demografik ve Sosyoekonomik Faktörler”, **Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi**, 5(9), 129-150.
- ARIELY, D., HUBER, J. & WERTENBROCH, K. (2005). “Why do Losses Loom Larger than Gains?”, **Journal of Marketing Research**, 42(2), 134-138.
- BAKER, H. K. & NOFSINGER, J. R. (Eds.). (2010). **Behavioral Finance: Investors, Corporations, and Markets** (Vol. 6). John Wiley and Sons.
- ACKERT, L. & DEAVES, R. (2009). **Behavioral Finance: Psychology, Decision-Making and Markets**, Cengage Learning.
- BARBER, B. M. & ODEAN, T. (1999). “The Courage of Misguided Convictions”, **Financial Analysts Journal**, 55(6), 41-55.
- BARBER, B. M. & ODEAN, T. (2001). “Boys will be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment”, **Quarterly Journal of Economics**, 261-292.
- BENARTZI, S. & THALER, R. (1995). “Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle”, **Quarterly Journal of Economics**, 110 (1), 73-9
- BENARTZI, S. & THALER, R. H. (1999). “Risk Aversion or Myopia? Choices in Repeated Gambles and Retirement Investments”, **Management Science**, 45(3), 364-381.
- BERKELAAR, A. B., KOUWENBERG, R. & POST, T. (2004). “Optimal Portfolio Choice under Loss Aversion”, **Review of Economics and Statistics**, 86(4), 973-987.
- BODNARUK, A. & SIMONOV, A. (2014). “Do Financial Experts Make Better Investment Decisions?” **Journal of Financial Intermediation, Forthcoming**, Available at SSRN: <http://ssrn.com/ab.tract=2506988>
- BONDT, W. F. and Thaler, R. (1985). Does the Stock Market Overreact? **The Journal of Finance**, 40(3), 793-805.
- BOSTANCI, F. (2003). **Davranışçı Finans, Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi Yeterlilik Etüdü**, İstanbul, s.1. <http://spk.gov.tr/yayingoster.aspx?yid=399&ct=f&action=displayfile>
- BOSTIC, R., HERRNSTEIN, R. J. & LUCE, R. D. (1990). “The Effect on the Preference-Reversal Phenomenon of Using Choice Infarks”, **Journal of Economic Behavior and Organization**, 13(2), 193-212.



BRENNER L., ROTTENSTREICH Y. & SOOD S. (1999). "Comparison, Grouping and Preference", **Psychological Science**, 10(3), 225-229.

CALIENDO, F. & HUANG, K. X. D. (2007). "Overconfidence in Financial Markets and Consumption over the Life Cycle", FRB of Philadelphia Working Paper No. 07-3. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=961367> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.961367>

CAMERER, C. F. (1997). "Progress in Behavioral Game Theory", **Journal of Economic Perspectives**, 11(4), 167-188.

CARMON, Z. & ARIELY, D. (2000). "Focusing on the Forgone: How Value Can Appear So Different to Buyers and Sellers", **Journal of Consumer Research**, 27(3), 360-370.

CEYLAN, A. ve KORKMAZ, T. (2013). **İşletmelerde Finansal Yönetim**, Bursa: Ekin Yayınevi.

CHENG, P. Y. (2007). "The Trader Interaction Effect on the Impact of Overconfidence on Trading Performance: An Empirical Study", **The Journal of Behavioral Finance**, 8(2), 59-69.

COVAL, J. D. & SHUMWAY, T. (2005). "Do Behavioral Biases Affect Prices?", **The Journal of Finance**, 60(1), 1-34.

DIMMOCK, S. (2005). "Loss Aversion and Household Portfolio Choice", Working Paper, Michigan State University.

FIELDING, D. & STRACCA, L. (2007). "Myopic Loss Aversion, Disappointment Aversion and the Equity Premium Puzzle", **Journal of Economic Behavior and Organization**, 64(2), 250-268.

GAZEL, S., (2014). **Davranışsal Finans (Psikolojik Eşik ve Önyargılar)**, Ankara: Detay Yayıncılık.

GLASER, M. & WEBER, M. (2007). "Overconfidence and Trading Volume", **The Geneva Risk and Insurance Review**, 32(1), 1-36.

GLASER, M., NÖTH, M. & WEBER, M. (2003). "Behavioral Finance. Rationalitätskonzepte", **Entscheidungsverhalten und ökonomische Modellierung**, 3.

GOETZMANN, W. N. & KUMAR, A. (2008). "Equity Portfolio Diversification", **Review of Finance**, 433-463.

GOMES, F. J. (2005). "Portfolio Choice and Trading Volume with Loss-Averse Investors", **The Journal of Business**, 78(2), 675-706.

GREEN, D. P. & FOX, J. (2007). **Rational Choice Theory. Social Science Methodology**. L., Sage Publications, 269-281.

HASSAN, T. R.; KHALID, W. & HABIB, A. (2014). "Overconfidence and Loss Aversion in Investment Decisions: A Study of the Impact of Gender and Age in Pakistani Perspective", **Research Journal of Finance and Accounting**, 5 (11), 148-157.

ISHFAQ, M., MAQBOOL, Z., AKRAM, S., TARIQ, S. & KHURSHID, M. K. (2017). "Mediating Role of Risk Perception between Cognitive Biases and Risky Investment Decision: Empirical Evidence from Pakistan's Equity Market", **Journal of Managerial Sciences**, 11.

KAHNEMAN, D. & TVERSKY, A. (1979). "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. Econometrica", **Journal of the Econometric Society**, 263-291.

KAHNEMAN, D. & TVERSKY, A. (1984). "Choices, Values and Frames", **American Psychologist**, 39(4), 341.

KAHNEMAN, D., KNETSCH, J. L. & THALER, R. H. (1991). "Anomalies: The Endowment Effect, Loss Aversion and Status Quo Bias", **The Journal of Economic Perspectives**, 193-206

KLAYMAN, J., SOLL, J., GONZALEZ - VALLEJO, C. & BARLAS, S. (1999). "Overconfidence: It Depends on How, What and Whom You Ask", **Organizational Behavior and Human Decision Processes**, 79, 216 - 247.

KOROBKIN, R. B. & ULEN, T. S. (2000). "Law and Behavioral Science: Removing the Rationality Assumption from Law and Economics", **Cal. L. Rev.**, 88, 1051.



KOUWENBERG, R. & ZIEMBA, W. T. (2007) (2007). "Incentives and Risk Taking in Hedge Funds", **Journal of Banking and Finance**, 31(11), 3291-3310.

KYLE, A. S. & WANG, F. A. (1997). "Speculation Duopoly with Agreement to Disagree: Can Overconfidence Survive the Market Test?", **The Journal of Finance**, 52, 2073-2090

LIBBY, R. & RENNEKAMP, K. (2012). "Self-Serving Attribution Bias, Overconfidence and the Issuance of Management Forecasts", **Journal of Accounting Research**, 50(1), 197-231.

LJUNGQVIST, A. & WILHELM, W. J. (2005). "Does Prospect Theory Explain IPO Market Behavior?", **The Journal of Finance**, 60(4), 1759-1790.

LOUGHRAN, T. & RITTER, J. R. (2002). "Why Don't Issuers Get Upset About Leaving Money On the Table in Ipos?", **Review of Financial Studies**, 15(2), 413-444.

LUIGI, G. & TULLIO, J. (2008). "Financial Literacy and Portfolio Diversification, EIEF Working Papers Series 0812", **Einaudi Institute for Economics and Finance (EIEF)**, revised Oct 2008.

MASSA, M. & SIMONOV, A. (2005). "Behavioral Biases and Investment", **Review of Finance**, 9(4), 483-507.

MCCANNON, B. C., ASAAD, C. T. & WILSON, M. (2016). "Financial Competence, Overconfidence and Trusting Investments: Results from an Experiment", **Journal of Economics and Finance**, 40(3), 590-606.

MCGRAW, A. P., LARSEN, J. T., KAHNEMAN, D. & SCHKADE, D. (2010). "Comparing Gains and Losses", **Psychological Science**, 21(10), 1438-1445.

MEISEL, M. K., NING, H., CAMPBELL, W. K., & GOODIE, A. S. (2016). "Narcissism, Overconfidence and Risk Taking in US and Chinese Student Samples", **Journal of Cross-Cultural Psychology**, 47(3), 385-400.

MENKHOFF, L., SCHMELING, M. & SCHMIDT, U. (2013). "Overconfidence, Experience and Professionalism: An Experimental Study", **Journal of Economic Behavior and Organization**, 86, 92-101.

MENKHOFF, L., SCHMIDT, U. & BROZYNSKI, T. (2006). "The Impact of Experience on Risk Taking, Overconfidence and Herding of Fund Managers: Complementary Survey Evidence", **European Economic Review**, 50(7), 1753-1766.

MERKLE, C. (2017). "Financial Overconfidence Over Time: Foresight, Hindsight and Insight of Investors", **Journal of Banking and Finance**, 84, 68-87.

MICHAILOVA, J. (2010). "Overconfidence and bubbles in Experimental Asset Markets", https://mpra.ub.uni-muenchen.de/30579/1/MPRA_paper_30579.pdf

ODEAN, T. (1998). "Volume, Volatility, Price and Profit When all Traders Are Above Average", **The Journal of Finance**, 53(6), 1887-1934.

RUSSO, J. E. & SCHOEMAKER, P. J. (1992). "Managing Overconfidence", **Sloan Management Review**, 33(2), 7-17.

SHEFRIN, H. (2000). **Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing**. Oxford University Press.

TEKİN, B. (2015). "Firmaların Finansal Kararları Üzerinde Davranışsal Önyargıların Etkisi", Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi, Sakarya.

Türk Dil Kurumu (2018). http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com_bts&view=bts (Erişim Tarihi: 03.01.2018)

TVERSKY, A. & KAHNEMAN, D. (1991). "Loss Aversion in Riskless Choice: A Reference-Dependent Model", **The Quarterly Journal of Economics**, 1039-1061.

TVERSKY, A. & KAHNEMAN, D. (1992). "Advances in Prospect Theory: Cumulative Representation of Uncertainty", **Journal of Risk and Uncertainty**, 5(4), 297-323.

YEOH, L. Y. & WOOD, A. (2011). Overconfidence, Competence and Trading Activity. Working Paper. Retrieved 10 January, 2012, from http://www.cass.city.ac.uk/__data/assets/pdf_file/0006/79152/Wood.pdf.