

Yatırımcı Davranışları ve Karar Vermede Çerçeveleme Etkisi: Türkiye’de Yaşayan Karar Vericiler Üzerine Bir Çalışma

Zeynep Birce ERGÖR

Çankaya Üniversitesi

Öz

Rasyonel seçimler, temel ihtiyaçların uyumlu ve tutarlı bir şekilde giderildiği ve elde edilecek faydanın en üst düzeyde olduğu seçimler olarak tanımlanır. Günlük hayattaki insan seçimleri genellikle rasyonellik varsayımına dayandırılmaktadır; ancak bu varsayımın her zaman sağlanmadığı ve insanların her zaman rasyonel kararlar vermediği görülmektedir. Karar verilecek konunun karmaşıklığı veya ifade şekli, verilecek kararın rasyonel olup olmayacağını etkilemektedir. Bu durum insanların farklı kalıplarda sunulan aynı seçenekleri farklı algılamaları sonucunda oluşmaktadır. Yani, seçeneklerin sunum biçimi karar vericinin algısını etkilemekte, bu da kararın niteliğini (rasyonel olup olmadığını) belirlemektedir (Tversky & Kahneman, 1981). Verilen kararlar, kuşkusuz, ekonomiyi ve finansal piyasaları da etkilemektedir. Piyasada rol alan oyuncuların aldıkları kararlar eylemlerine yansımakta ve bu eylemler piyasaların yönünü belirlemektedir. O halde, finansal piyasaların değerlendirilmesinde piyasa yapıcılarının karar verme süreçlerinin ve davranışlarının dikkate alınması da önem arz etmektedir. Bu çalışmanın amacı, olayların farklı biçimlerde ifade edilmesinin gelişmekte olan bir finansal piyasaya sahip ülkelerden biri olan Türkiye’deki karar vericilerin seçimlerine olan etkilerinin davranışsal finans teorilerinden biri olan beklenti teorisi kapsamında incelenmesidir. Bu bağlamda, Kahneman ve Tversky’nin 1984 yılındaki çalışması temel alınarak hazırlanan anketler 108 kişiye uygulanmış ve elde edilen veriler frekans analizi yöntemiyle incelenmiştir. Çalışma sonucunda elde edilen bulgular olasılıkların değerlendirilmesi ve olayların şekillendirilmesi bağlamında büyük ölçüde Kahneman ve Tversky’nin (1984) bulgularıyla örtüşmektedir. Sonuçlar, Türkiye’de yaşayan karar vericilerin büyük ölçüde hem riskten ve hem de kayıptan kaçınma eğiliminde olduğuna işaret etmektedir. Bu nedenle, Türkiye’deki bireysel yatırımcıların, yatırım araçları içerisinde ağırlıklı olarak görece az riskli olan banka mevduatlarına yatırım yapmayı tercih edecekleri sonucuna varılmıştır.

Anahtar Sözcükler

Yatırımcı davranışları, Davranışsal finans, Beklenti teorisi, Çerçeveleme etkisi, Gelişmekte olan piyasalar. JEL Sınıflaması: D92, G11, G41.

Framing Effect in Investor Behavior and Decision-Making: A Study On Decision-Makers in Turkey

Abstract

Rational choices are defined as the preferences which provide the optimal level of utility to the decision maker. Conventional financial theories are mainly based on the claim that individuals are rational and they make their investment decision based on their rational choices. But there is a considerable research suggesting that in practice individuals do not behave rationally and this fact is attributed to the change in individual’s perception. The founders of Prospect Theory, Kahneman and Tversky assert that the way in which the situations are presented affects the perception of the decision maker and determines the type of the decision (whether it is rational or not). Since, investors as decision makers, are the major and crucial part of the financial markets, it is very important to detect and analyze their behaviors and decision making process. This study examines the effect of presenting the situations in different frames on the choice of Turkish decision makers within the context of Prospect Theory. In this context, a survey is conducted among

108 potential investors living in Turkey. The questions in the survey is mainly composed of the questions in Kahneman and Tversky's paper in 1984. Frequency test is employed in the analysis. The findings appeared to be consistent with the majority of the work of Kahneman and Tversky (1984). The results reveal that the majority of the decision makers in Turkey seem to be both risk averse and loss averse. In this respect, it can be concluded that individual investors in Turkey tend to prefer and invest in bank deposits rather than other riskier financial instruments.

Keywords

Investor behavior, behavioral finance, prospect theory, framing effect, emerging markets.
JEL Classification: D92, G11, G41.

GİRİŞ

Geleneksel finans teorileri karar vericilerin rasyonel seçimler yaptığı varsayımına dayanmaktadır. Ancak yapılan çalışmalar, bireylerin karar verirken riskten kaçınma ve elde edecekleri faydayı maksimize etme amacında olmalarına rağmen, psikolojik önyargılar, aşırı güven, zihinsel muhasebe yanlılıkları gibi bilişsel kusurlar ve duygusal davranışlar sergilemeleri neticesinde söz konusu amaçlarına ulaşamadıkları ve rasyonel seçim yapamadıklarını göstermektedir (Kıyılar ve Akkaya, 2016: 111). Böylece, geleneksel finans teorilerinin son temsilcilerinden biri olan Etkin Piyasa Hipotezi'nin savunduğu "finansal piyasalar etkindir ve yatırımcılar rasyoneldir" varsayımı günümüzde geçerliliğini yitirmiştir. Yatırımcıları, sadece "fayda ve kar maksimizasyonu peşinde koşan rasyonel insan" (Kıyılar ve Akkaya, 2016: 11) olarak görme dönemi kapanmış ve yerini yatırımcıyı psikolojik ve sosyolojik etkiler altında karar alan "normal insan" olduğuna dikkat çeken davranışsal finans yaklaşımına bırakmıştır (Köse ve Akkaya, 2016).

Davranışsal finans, duyguların ve bilişsel hataların etkisi altında olan yatırımcıların finansal karar alma süreçlerini, psikolojik, sosyolojik, ekonomik ve finansal bakış açılarıyla ele alan ve inceleyen bir bilim dalı olarak tanımlanmaktadır. Yatırımcıların davranış ve kararlarının piyasada işlem gören varlık fiyatları üzerindeki etkisinin ve piyasaya yön verme gücünün anlaşılması, davranışsal finans biliminin önemini arttırmış ve yatırımcı davranışları konusunda yapılan çalışmaların artmasına neden olmuştur. Davranışsal finans alanının temellerini atan ve bu alanda yapılmış birçok çalışmaya ön ayak olmuş olan Kahneman ve Tversky'nin "beklenti teorisi"dir. Beklenti teorisine göre, bireyler kendilerine farklı şekillerde sunulan fakat temelde aynı olan durumlara ilişkin farklı seçimler yapma eğilimi gösterirler. Aynı bilginin farklı şekillerde ifade edilmesinin bireylerde farklı duygular uyandırması ve bunun bireylerin kararlarına yansması "çerçeveleme etkisi" olarak ifade edilmektedir (Kahneman, 2011: 88).

Bu makalenin temel amacı, gelişmekte olan bir finansal piyasaya sahip olan Türkiye'deki potansiyel yatırımcı profilinin, beklenti teorisinin öne sürdüğü çerçeveleme etkisi kapsamında değerlendirilmesidir. Bu amaç doğrultusunda, Kahneman ve Tversky'nin 1984 yılındaki çalışması temel alınarak hazırlanan anketler Ankara ilinde ikamet eden 108 kişiye uygulanmış, elde edilen veriler frekans analizi yöntemiyle incelenmiştir. Çalışma, Türkiye'deki finansal piyasalara etki eden bireylerin karar verme eğilimleri ile potansiyel yatırımcı profilini ortaya koymasından ilerde, özellikle gelişmekte olan piyasalara sahip ülkelerde, davranışsal finans alanında yapılacak olan çalışmalara ışık tutacak bir araştırma niteliği taşımaktadır. Ayrıca, banka mevduatı Türkiye'de hane halkı için çok önemli bir yatırım aracıdır. Mevduat bankalarının en önemli fon kaynağıdır. Banka mevduatlarının rakibi, özel sektör tahvili, hisse senedi vb. gibi diğer yatırım araçlarıdır. Bu nedenle potansiyel yatırımcıların profilinin belirlenmesi, yatırımcıların diğer yatırım araçlarına kıyasla mevduatı ne oranda tercih edecekleri yönünde de yararlı bilgi sağlar. Bu nedenle çalışma, bankacılık sektörü için de önem arz etmektedir.

Makalenin ilk bölümünde rasyonel seçim teorisi ve beklenti teorisinden kısaca bahsedilecek, ardından çalışmada kullanılan veri ve yöntemine değinilerek, analiz sonucunda elde edilen bulgulara yer verilecektir. Son bölümde ise elde edilen sonuçlar, rasyonel seçim teorisi ve

beklenti teorisi kapsamında ele alınarak irdelenecek, araştırmanın kısıtlılıkları tartışılarak ilerde yapılacak araştırmalara yönelik önerilerde bulunulacaktır.

1. RASYONEL SEÇİM TEORİSİ VE BEKLENTİ TEORİSİ

Rasyonel seçim teorisi, bireylerin seçimleri sonucunda elde edecekleri karı (fayda) maksimize edecek şekilde rasyonel davranış gösterdikleri varsayımına dayanır. Bu teoriye göre, bireyler birtakım kısıtlılıkların (gelir, zaman vb.) var olduğu bir ortamda, ilgi ve zevkleri doğrultusunda, kendisine en çok faydayı sağlayacak olan (karını maksimize edecek) seçenekleri tercih etme eğilimi gösterirler (Becker, 1976).

Rasyonel seçim teorisinin temelini ilk olarak Bernoulli (1730) tarafından ortaya atılan ardından Von Neumann ve Morganstern (1944) tarafından geliştirilen “Beklenen Fayda Teorisi” oluşturmaktadır. Beklenen fayda teorisine göre, bireyler rasyoneldir ve belirsizlik ortamında karar verirken, belirsiz olaylara ilişkin olasılıkları tespit ettikten sonra bu olasılıklara göre her olaya ilişkin beklenen faydayı hesaplar, karşılaştırır ve beklenen faydası en yüksek olan seçeneği tercih ederler (Şentürk ve Fındık, 2014). Beklenen fayda teorisi dört temel varsayıma dayanmaktadır (Copeland ve diğerleri, 2006). Bunlar:

Tamlık (Completeness): Birey, iyi tanımlanmış seçeneklere sahiptir. Bu varsayıma göre X ve Y olmak üzere iki seçeneğin olduğu durumda, birey X’i Y’ye ya da Y’i X’e tercih edecek ya da X ile Y arasında kayıtsız kalacaktır. $X > Y$ veya $Y > X$ veya $X \sim Y$

Geçişlilik (Transitivity): Bireyin tercihlerinde tutarlılık olduğunu ifade eder. Seçeneklerin X, Y ve Z olduğu bir durumda, birey X’i Y’ye ve Y’yi Z’ye tercih ediyorsa, X’i de Z’ye tercih edecektir. $X \geq Y$ ve $Y \geq Z$ ise; $X \geq Z$

Süreklilik (Continuity): Eğer X seçeneği Y’den, Y seçeneği de Z’den daha iyi ise ($X \geq Y \geq Z$), “ $\rho X + (1 - \rho)Z = Y$ ” koşulunu sağlayan bir olasılık $\rho \in [0,1]$ mevcuttur.

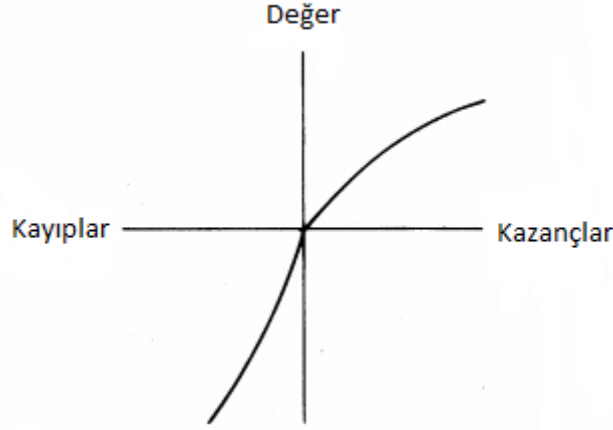
Bağımsızlık (Independence): Eğer X seçeneği Y’den daha iyiyse ($X > Y$), $\rho \in [0,1]$ olasılık durumunda herhangi bir Z seçeneği için “ $\rho X + (1 - \rho)Z > \rho Y + (1 - \rho)Z$ ” koşulu geçerlidir. Yani X ve Y seçeneklerinin Z seçeneği ile birleştirilerek oluşturulan iki yeni seçenek arasındaki tercih sıralaması Z’den bağımsızdır.

Rasyonel seçim teorisi, belirsizlik koşullarında her ne kadar bireylerin her zaman kendi çıkarlarını gözeterek beklenen faydasını maksimize edecek şekilde kararlar alacağını savunuyor olsa da, yapılan çalışmalar belirsizlik ortamında bireylerin her zaman rasyonel seçimler yapmadıklarını ortaya koymuştur (Kahneman ve Tversky, 1979; Tversky ve Kahneman 1981). Bu kanıtlar ışığında, rasyonel seçim ve beklenen fayda teorilerine alternatif olarak Kahneman ve Tversky (1979, 1981) tarafından “beklenti teorisi” geliştirilmiştir. Riskli koşullar altında bireylerin karar alma eylemine psikolojik temellere dayalı davranışsal bir modelle açıklama getirmeye çalışan beklenti teorisi, beklenen fayda teorisinin aksine, bireylerin karar verme aşamasında, olasılıklardan ziyade, çıktılara ilişkin sübjektif değerleri (v) ve olasılıklara ilişkin karar ağırlıkları (π) dikkate aldığı savunmaktadır. Beklenen fayda teorisinde, her bir seçenekten elde edilecek beklenen fayda (expected utility) söz konusu seçeneklere ilişkin çıktılar ile bu seçeneklerin gerçekleşme olasılıklarının ağırlıklı ortalamasını alarak hesaplanırken; beklenti teorisinde beklentiye ilişkin değer (prospect value) belirlenmesinde, her bir çıktıya atfedilen sübjektif değer (v) ile olasılıklara ilişkin karar ağırlıkları (π) temel alınmaktadır. Yani, p olasılıkla elde edilmesi beklenen x çıktısı ile q olasılıkla elde edilmesi beklenen y çıktısının sunulduğu bir belirsizlik ortamında, beklentinin değeri (V) aşağıdaki gibi olacaktır:

$$V(x, p; y, q) = v(x) \cdot \pi(p) + v(y) \cdot \pi(q)$$

Beklenti teorisinde, değer eğrisi, sıfır olarak alınan referans değer noktasından negatif ve pozitif yönlü sapmalara (kazanç-kayıp) göre şekillenir. Öyle ki, beklentinin değeri bireylerin çıktılara ilişkin (kayıp ve kazanç) verdiği sübjektif değerlerin bir fonksiyonu olarak karşımıza

ç çıkar. S-şeklını andıran bu değ er eğ rısı kayıplar için dış bükey, kazançlar için ise iç bükeydir ve kayıplara ilişkin eğ rının kazançlara ilişkin eğ riden daha eğ imli olması söz konusudur (bkz. Ş ekil 1).



Ş ekil 1. Hipotetik Değ er Fonksiyonu (Tversky & Kahneman, 1984)

Bu, bireylerin kayıplara olan tepkilerinin, aynı miktardaki kazançlara olan tepkilerine kıyasla daha fazla olmasının bir sonucudur. Beklenti teorisindeki bir diğ er özellik ise, muhtemel çıktılara verilen olasılık değ erlerinin sübjektif olması ve bireylerin düşük olasılıkları aş ırı; orta ve yüksek olasılıkları ise daha az ağı rıkladırmasıdır. ($\pi(p) > p$). Yani π ve v değ erleri doğ rusal olmayan bir özellik göstermektedir. Bu da, bireylerin farklı şek illerde sunulan aynı seç eneklerdeki riskleri farklı algı layıp, farklı kararlar vermelerine neden olmaktadır (Kahneman ve Tversky, 1984).

2. VERİ, YÖNTEM VE BULGULAR

Ç alışmanın örneklemini Ankara ilinde ikamet eden katılımcılar oluşturmaktadır. Veriler 108 kişiye uygulanan anketten elde edilen cevaplardan derlenmiştir. Anket soruları Kahneman ve Tversky'nin 1984 yılında yayınlanan "Choices, Values and Frames" başlıklı çalışmasından derlenmiş olup, mevcut sorulara yaş, cinsiyet, eğitim, meslek gibi katılımcıların demografik özelliklerini ortaya koyan sorular da eklenmiştir.

Bunların yanı sıra katılımcıların üç tür risk grubundan (riskten kaçınan, riske karşı kayıtsız, risk alan) hangisine kendilerini dâhil ettikleri ve yatırım kararı alırken risk alıp almadıkları da sorulmuştur. Elde edilen veriler SPSS 21 paket programı kullanılarak frekans testi ile analiz edilmiştir. Anket soruları ve analiz sonucunda elde edilen bulgular altı temel başlık altında (olasılıkların değ erlendirilmesi, olayların şek illendirilmesi, risklerin şek illendirilmesi, getirilerin şek illendirilmesi, demografik özellikler ve risk grubu) Tablo 1'de sunulmaktadır.

Ankete 52 kadın ve 56 erkek olmak üzere toplamda 108 kişi katılmıştır. Katılımcıların büyük bölümünü 20-24 yaş aralığındaki lisans öğrencilerinin (lise mezunu olup lisans eğitimine devam eden) oluşturduğu görülmektedir. Bunun yanı sıra, katılımcıların %61'ini hali hazırda lisans ve yüksek lisans eğitimlerine devam eden öğrenciler, %20'sini öğretim elemanları, %13'ünü ise proje uzmanı, memur, mühendis, sporcu gibi diğ er meslek gruplarına dâhil olan kişiler oluşturmaktadır. Katılımcılar, İşletme (%58), İktisat (%11), Siyaset Bilimi ve Uluslararası İlişkiler (%7) ile Uluslararası Ticaret ve Lojistik, Psikoloji, Mühendislik, Muhasebe (%8) bilim dallarında alan bilgisine sahip kişilerdir.

Olasılıkların değerlendirilmesi ve olayların şekillendirilmesi konu başlıkları altında elde edilen bulguların Kahneman ve Tversky'nin (1984) çalışmasından elde edilen bulgularla tutarlı olduğu görülmektedir. Soru 1 ve 2, aslında aynı çıktılar sunan iki seçeneğin farklı ifadelerinden oluşmaktadır. Soru 1'de %64 çoğunluk birinci seçeneği tercih ederken, Soru 2'de %68 oranındaki çoğunluğun ikinci seçeneği tercih ettiği görülmüştür. Elde edilen sonuçlar, kazançlar söz konusuysen (200 kişinin kurtulması) kişilerin risk almaktan kaçınan; kayıplar söz konusuysen ise (400 kişinin ölümü) risk almaktan yana olan kişiler olduğunu ortaya koymaktadır.

Soru 3'te katılımcıların %57'sinin risksiz olan kesin kazancı tercih ettikleri görülmektedir. 108 kişiden 61'i, 240 TL tutarındaki nispeten düşük ancak risksiz olan kazancı beklenen değeri 250 TL olan ($0.25 \cdot 1000 + 0.75 \cdot 0 = 250$) olan riskli kazançta tercih etmektedir. Bu, çoğunluğun risk almaktan kaçınan kişiler olduğu anlamına gelmektedir. 750 TL tutarında kesin bir kayıp ile beklenen değeri 250 TL tutarında olan riskli bir kaybın söz konusu olduğu Soru 4'de ise, bu sefer %86 oranındaki büyük çoğunluğun kesin olmayan kaybı kesin bir kayba tercih ettikleri görülmektedir. Yani, kayıp söz konusu olduğunda çoğunluk risk alma eğilimi göstermektedir.

Soru 5, Soru 3 ve 4'deki seçeneklerin birbiriyle harmanlanması sonucu oluşturulmuş bir sorudur. Şöyle ki, Soru 3'ün ilk seçeneği ile Soru 4'ün ikinci seçeneği birleştirilerek Soru 5'in ilk seçeneği; Soru 3'ün ikinci seçeneği ile Soru 4'ün ilk seçeneği birleştirilerek de Soru 5'in ikinci seçeneği ifade edilmiştir. Elde edilen bulgu, katılımcıların ağırlıklı olarak rasyonel seçim yaptığı ve "riskli yüksek kazanç ile düşük kaybı", "riskli düşük kazanç ile yüksek kayba" tercih ettikleri yönündedir. Ancak bu soruya verilen cevap yüzdesinin Kahneman ve Tversky'nin çalışmasında verilen yüzdeden farklı olması şaşırtıcıdır. Kahneman ve Tversky'nin katılımcılarının tamamı riskli durumda yüksek kazancı (ve düşük kaybı) düşük kazançta (ve yüksek kayba) tercih ederken, bu çalışmada elde edilen bulgular söz konusu tercihi yapanların %80 oranında olduğunu; %20'nin ise diğer seçeneği tercih ederek rasyonel bir seçim yapmadığını göstermektedir.

Risklerin ve getirilerin şekillendirilmesi konu başlığı altında sorulan sorularda ise elde edilen bazı bulguların Kahneman ve Tversky'nin (1984) çalışmasından elde edilen bulgularla çeliştiği gözlenmiştir. Soru 6 ve 7, başlangıç evresi hariç birbiriyle aynıdır. Soru 7'de ikinci evreye geçilmesi halinde, bireye Soru 6'daki ile aynı çıktılar sunulmaktadır. Soru 6 ve 7'de, önceki çalışmalar ışığında beklenen, her ikisine de verilen cevabın aynı olması ve kesin bir kazancın sunulduğu seçeneğin çoğunluk tarafından tercih edilmesiydi. Elde edilen bulgular katılımcıların her iki soruyu da aynı şekilde algıladıklarını göstermekte; ancak %55 oranındaki bu çoğunluğun daha yüksek tutardaki riskli kazancı daha düşük tutardaki kesin kazançta tercih ettiğini gözler önüne sermektedir. Kahneman ve Tversky'nin çalışmasından farklı olarak, bu çalışmada yüksek tutardaki kazanç riskli olmasına rağmen düşük tutardaki kazançta tercih edilmektedir.

Soru 7 ve 8 ise, olasılık ve çıktılar açısından birbiriyle aynı olan iki sorudur (%25 olasılıkla, 30 TL tutarında bir kazanç, %25*%80=%20 olasılıkla 45 TL tutarında bir kazanç). Bu nedenle beklenen, her ikisine de verilen cevapların aynı olması yönündedir. Bulgular, bu beklentiyi karşılamakla beraber, Soru 8'de ikinci seçeneği tercih edenlerin sayısının arttığını göstermektedir. Soru 7'de %55 oranında tercih edilen seçenek 2'nin soru 8'deki tercih oranı %70'dir. Bu sonuç, bir önceki soruda sunulan kesin kazanç miktarının Soru 8'de riskli bir hal almasından kaynaklı olabileceği şeklinde yorumlanabilir. Soru 8, bir önceki sorudan bağımsız olarak değerlendirildiğinde ise, çoğunluğun daha düşük olasılıkla elde edilebilecek daha yüksek bir kazancı, daha yüksek olasılıkla elde edilebilecek daha düşük bir kazançta tercih ettiği sonucuna varılmaktadır.

Soru 9 ve 10'da amaç, bireylerin getiri hesabında psikolojik faktörlerin etkisi olup olmadığını irdelenmesidir. Kahneman ve Tversky'nin çalışmasında çoğunluk kaybedilen tutar aynı olmasına rağmen (10 TL) bedelini ödedikleri bir hizmet için ikinci kez bedel ödemek istememişlerdir. Ancak, bu çalışmada elde edilen bulgularda, oran %81'den %62'ye düşmüş olsa

da, çoğunluk bilet almak için 10 TL daha ödemeyi tercih etmiştir. Her iki soruya verilen cevapların farklılığına neden olan, psikolojik hesaplama etkisidir (Tversky, Kahneman, 1984).

Aslında her iki soruda da kaybedilen tutar 10 TL'dir, ancak ilk sorudaki kaybın, bileti satın alma eyleminden bağımsız algılandığı düşünülmektedir. İkinci soruda ise biletin kaybının, tiyatro izlemenin maliyetini arttıran (10 TL iken 20 TL'ye mal olması) bir faktör olarak algılandığı sonucuna varılmıştır.

Soru 11 ve 12'den elde edilen bulguların Kahneman ve Tversky'nin bulgularından farklı olması dikkat çekicidir. Bu çalışmada, her iki soruda da çoğunluk, 5 TL tutarındaki bir indirim için diğer dükkâna gitmeyi tercih etmemektedir. Kahneman ve Tversky elde ettikleri bulgular ışığında, düşük bedelle satılan bir üründe yapılan indirimin bireyler üzerindeki etkisinin, ürünün daha yüksek bedelle satılması halinde aynı tutarda yapılan indirimi yaratacağı etkiden daha çok olacağı sonucuna varılmıştır. Tablo 1'de gösterilen bulgular, bu çalışma için böyle bir genellemeye izin vermese de, soru 11'de %68 oranında verilen hayır cevabının oranının bir sonraki soruda %75'e çıkmış olmasının nedeni olarak Kahneman ve Tversky'nin yorumu gerekçe gösterilebilir.

Çalışmadan elde edilen bir diğer ilgi çeken bulgu ise katılımcıların çoğunluğunun (%45) "garantici-risk almaktan kaçınan" kişilerden oluşmasına rağmen, yine büyük çoğunluğun (%55) "yatırım kararı alırken risk aldığı" sonucudur. Detaylı incelendiğinde, bu çelişkinin kendisini riske karşı kayıtsız olarak tanımlayan kişilerden %54'ünün yatırım kararı alırken risk almalarından kaynaklandığı gözlenmiştir. Yani, kendini riske karşı nötr olarak nitelendiren kişilerin aslında yatırımlarını yaparken riskten kaçınmaktan daha çok risk alma eğiliminde olan kişiler olduğu sonucu ortaya çıkmıştır.

Kadınların çoğunluğu kendilerini garantici ve riske karşı kayıtsız olarak tanımlarken, erkeklerin %61'i kendilerini maceracı-risk almayı seven bireyler olarak tanımlamaktadır. Bunun yanı sıra, yatırım yaparken risk alır mısınız sorusuna cevap olarak kadınların %58'i "hayır" derken, erkeklerin cevabı %64 oranında "evet" olmuştur. Yatırım yaparken risk alanların eğitim düzeyi incelendiğinde, en çok risk alanların üniversite mezunu (%69), en az risk alanların ise doktora (%32) derecesine sahip bireyler olduğu görülmektedir. Yatırım yaparken risk almayı en az tercih eden meslek grubunun ise akademisyenler (%36) olduğu tespit edilmiştir. Eğitim düzeyi arttıkça, garantici-riskten kaçınan birey yüzdesinde artış olduğu görülmektedir; öyle ki kendisini garantici olarak tanımlayan lise mezunlarının oranı %34 iken doktora mezunlarının oranı %79'dur.

3. SONUÇ VE TARTIŞMA

Olayların farklı biçimlerde ifade edilmesinin gelişmekte olan bir finansal piyasaya sahip ülkelerden biri olan Türkiye'deki potansiyel yatırımcıların seçimlerine olan etkilerinin davranışsal finans teorilerinden biri olan beklenti teorisi kapsamında araştırmayı amaçlayan bu çalışmada, Kahneman ve Tversky'nin 1984 yılındaki çalışması temel alınarak hazırlanan anketler 108 kişiye uygulanmış ve toplanan veriler frekans analizi yöntemiyle incelenmiştir.

Çalışma sonucunda elde edilen bulgular olasılıkların değerlendirilmesi ve olayların şekillendirilmesi bağlamında büyük ölçüde Kahneman ve Tversky'nin (1984) bulgularıyla örtüşmektedir. Türkiye'de ikamet eden bireylerin de muhtemel bir kazancın olduğu durumlarda risk almaktan kaçındıkları, muhtemel bir kayıp söz konusu olduğunda ise kayıptan kaçınarak risk alma eğiliminde oldukları tespit edilmiştir. Bunun yanında, çoğunluk belirsizlik ortamında daha yüksek kazancı daha düşük bir kazanca ve daha yüksek bir kaybı ise daha düşük bir kayba tercih etmektedirler. Ancak yine de %20 civarında bir azınlığın tam tersi tercihlerde bulunarak belirsizlik ortamında irrasyonel bir davranış sergileme eğiliminde oldukları da görülmüştür. Bu da herkesin her zaman rasyonel davranış göstermeyebileceğinin önemli bir kanıtı niteliğindedir.

Kahneman ve Tversky'nin risklerin şekillendirilmesine ilişkin vardığı sonuçlardan farklı olarak, bu çalışmada farklı şekillerde ifade edilen problemlerin katılımcılar nezdinde aynı şekilde

algılandığı görülmüştür. Katılımcılar, farklı şekillerde ifade edilen durumlardaki risk algısı değişmemiştir. Bununla birlikte, bireyler belirsizlik ortamında yüksek kazancı daha düşük bir olasılıkla elde etme ihtimaline karşın daha düşük miktardaki bir kazançta tercih etme eğilimi göstermektedir. Çalışma sonucunda, olayların, risklerin ve getirilerin ifade edilme şekillerinin, karar vericilerin seçimleri üzerinde önemli etkileri olduğu kanısına varılmıştır.

Getirilerin şekillendirilmesi konusunda ise yine Kahneman ve Tversky'nin araştırmalarında ortaya koydukları psikolojik hesaplama etkisi ile düşük bedelli ürünlerde yapılan indirimin görece yüksek olan etkisine bu çalışmada rastlanmamıştır. Bu konuda, bireylerin sübjektif olarak yaptıkları fayda-maliyet analizinin onları yaptıkları tercihlere yönelttiğinden bahsedilebilir. Örneğin, bir biletin ikinci kez alınması bireyin algısında tiyatro oyununa gitmenin maliyetini arttırmış olsa bile oyunu izlemenin bireye sağlayacağı fayda söz konusu maliyetten daha yüksek olmalıdır ki, kaybettiği bilet yerine yeniden ikinci bileti almayı tercih etsin.

Çalışmadan elde edilen ve üzerinde durulması gereken bir diğer önemli sonuç ise çoğunluğun kendisini risk almaktan kaçınan insan tipi olarak nitelendirmesinin yanında, kendisini riske karşı kayıtsız olarak tanımlayan bireylerin yatırım kararlarını verirken risk alma eğilimi göstermekte olduklarıdır. Ayrıca, eğitim düzeyi arttıkça da bireylerin maceracı yapıdan garantici bir tutum izledikleri ve yüksek eğitim düzeyine sahip bireylerin risk almaktan daha çok kaçındıkları tespit edilmiştir. Bulgular her ne kadar yatırım yaparken risk alacağını ifade eden yüzdenin fazla olduğuna işaret etse de katılımcıların çok büyük bir kısmı kendisini riskten kaçınan “garantici” bireyler olarak tanımlamıştır.

Sonuç olarak, bu çalışma bireylerin her zaman ve her koşulda rasyonel davranmadıklarını, aynı olayların farklı şekillerde ifade edilmesinin bireylerin algısını değiştirdiğini ve bunun da belirsizlik ortamında bireylerin seçimlerini etkilediğini ortaya koymaktadır. Özetle, Kahneman ve Tversky'nin de altını çizdiği gibi, insanların algısal özellikleri ve seçim sürecini etkileyen parametrelerin doğrusal olmayışı, bireylerin seçimini etkilemekte ve rasyonel olmayan kararlar vermelerine neden olabilmektedir.

Türkiye'deki karar vericilere ilişkin bu tespitler, yatırımcı davranışlarının bankacılık sistemi üzerine etkisi bağlamında değerlendirildiğinde, bireysel yatırımcıların banka mevduatı, altın, döviz, özel sektör tahvili ve hisse senedi gibi yatırım araçlarından en az riskli olanı tercih etme eğiliminde oldukları sonucuna varılabilir. Altın, döviz ve hisse senedi fiyatlarındaki oynaklık, özel sektör tahvillerinde ise geri ödeme yapılmaması ihtimali, bu görece yüksek riskli finansal araçlara yapılan yatırımlardan yüksek kazançlar elde edilebileceği gibi yüksek miktarda kayıplara da katlanılmasına neden olabilecektir. Banka mevduatları bu finansal araçlar içerisinde görece düşük risk derecesine sahip olan yatırım aracıdır. Banka mevduatı, enflasyon oranı veya alternatif yatırım araçlarının getirisi hariç tutulduğunda, yatırımcısına vade sonunda ilk başta yatırılmış olan anaparadan daha fazla miktarda bir para sunmasından ötürü “her zaman kazandıran” bir araç olarak nitelendirilmektedir (Ateş, 2007). Türkiye’de hane halkı finansal varlıkları içinde, Kasım 2016 itibarıyla, mevduat payının %77,6¹ olması da bu çalışmada elde edilen sonuçları doğrular niteliktedir. Ayrıca, bankaların 2016 yılına ilişkin kaynak yapısı incelendiğinde, mevduatın toplam kaynaklar içindeki payının %56² olduğu görülmektedir. Türkiye’deki yatırımcı profili daha çok görece az riskli varlıklara yatırımı tercih eder nitelikte olduğundan, bu durum bankaların mevduat toplamasını kolaylaştıracak yöndedir.

¹ Kaynak:

<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Finansal+Istikrar+Raporu/2016/Sayi+23/>

² Kaynak: <https://www.tbb.org.tr/tr/banka-ve-sektor-bilgileri/istatistiki-raporlar/>

KAYNAKÇA

Aksoy, T., & Şahin, I. (2015). Belirsizlik altında karar alma: geleneksel ve modern yaklaşımlar. *İktisat Politikası Araştırmaları Dergisi*, 2(2), 1-28.

Ateş, A. (2007). *Finansal Yatırımların Davranışsal Finans Açısından Değerlendirilmesi Üzerine Bir Araştırma*. (Doktora tezi). Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.

Becker, G. S. (1976). *The economic approach to human behavior*. Chicago: The University of Chicago Press.

Bernoulli, D. (1954). Exposition of a new theory on the measurement of risk. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 22(1), 23-36.

Copeland, T. E., Weston, J. F., & Shastri, K. (2004). *Financial theory and corporate policy: International edition, 4/E*, New Jersey: Pearson.

Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 47(2), 263-291.

Kahneman, D., & Tversky, A. (1984). Choices, values, and frames. *American Psychologist*, 39(4), 341-350.

Kahneman, D. (2011). *Thinking, fast and slow*. New York: Macmillan.

Köse, A. K., & Akkaya, M. (2016). Beklenti ve güven anketlerinin finansal piyasalara etkisi: BIST 100 üzerine bir uygulama. *Bankacılar Dergisi*, 99, 3-15.

Kıyılar, M., & Akkaya, M. (2016). *Davranışsal finans*. İstanbul: Literatür Yayıncılık.

Şentürk, F., & Fındık, H. (2014). Rasyonel karar alan ekonomik birimin risk altında verdiği kararlara davranışsal yaklaşım: kahneman-tversky beklenti teorisi perspektifinden eleştirel bir bakış. *Marmara Üniversitesi Öneri Dergisi*, 11(42), 127-139.

Tversky, A., & Kahneman, D. (1981). The framing of decisions and the psychology of choice. *Science*, 211(4481), 453-458.

Von Neumann, J., & Morgenstern, O. (1944, 2007). *Theory of games and economic behavior*. New Jersey: Princeton University Press.

EK A

Tablo 1. Anket soruları, analiz sonucunda elde edilen bulgular ve Kahneman & Tversky (K&T) 1984 yılı çalışması bulguları

Konu	Soru #	Soru	Seçenek 1	Seçenek 2	Sonuç	K & T Sonuç
Olasılıkların Değerlendirilmesi	1	600 kişinin ölümüne sebep olması beklenen bir Asya hastalığı salgınına karşı iki tedavi seçeneği öneriliyor. Hangisini seçersiniz?	<i>Tedavi 1:</i> Bu tedavi uygulanırsa 200 kişi kurtulacak.	<i>Tedavi 2:</i> Bu tedavi uygulanırsa 1/3 olasılıkla 600 kişi kurtulacak, 2/3 olasılıkla kurtulan olmayacak.	%64 Seçenek 1	%72 Seçenek 1
	2	600 kişinin ölümüne sebep olması beklenen bir Asya hastalığı salgınına karşı iki tedavi seçeneği öneriliyor. Hangisini seçersiniz?	<i>Tedavi 1:</i> Bu tedavi uygulanırsa 400 kişi ölecek.	<i>Tedavi 2:</i> Bu tedavi uygulanırsa 1/3 olasılıkla kimse ölmeyecek, 2/3 olasılıkla 600 kişi ölecek.	%68 Seçenek 2	%78 Seçenek 2
Olayların Şekillendirilmesi	3	Seçeneklerden hangisini tercih edersiniz?	240 ₺ tutarında kesin bir kazanç	%25 olasılıkla 1000 ₺ tutarında bir kazanç, %75 olasılıkla ise hiçbir kazancın olmadığı bir durum.	%57 Seçenek 1	%84 Seçenek 1
	4	Seçeneklerden hangisini tercih edersiniz?	750 ₺ tutarında kesin bir kayıp	%25 olasılıkla 1000 ₺ tutarında bir kayıp, %75 olasılıkla ise hiçbir kaybın olmadığı bir durum.	%86 Seçenek 2	%87 Seçenek 2
	5	Seçeneklerden hangisini tercih edersiniz?	%25 olasılıkla 240 ₺ tutarında bir kazanç, %75 olasılıkla ise 760 ₺ tutarında bir kayıp.	%25 olasılıkla 250 ₺ tutarında bir kazanç, %75 olasılıkla ise 750 ₺ tutarında bir kayıp.	%80 Seçenek 2	%100 Seçenek 2

Konu	Soru #	Soru	Seçenek 1	Seçenek 2	Sonuç	K & T Sonuç
Risklerin Şekillendirilmesi	6	Seçeneklerden hangisini tercih edersiniz?	30 ₺ tutarında kesin bir kazanç	%80 olasılıkla 45 ₺ tutarında bir kazanç	%55 Seçenek 2	%78 Seçenek 1
	7	İki etaptan oluşan bir oyun düşünün. İlk etap sonunda %75 olasılıkla hiçbir kazancınız olmayacak ya da %25 olasılıkla ikinci etaba geçeceksiniz. Eğer ikinci etaba geçerseniz aşağıda belirtilen iki adet seçeneğiniz olacak. Oyuna başlamadan önce bu seçeneklerden hangisini tercih edersiniz?	30 ₺ tutarında kesin bir kazanç	%80 olasılıkla 45 ₺ tutarında bir kazanç	%55 Seçenek 2	%74 Seçenek 1
	8	Seçeneklerden hangisini tercih edersiniz?	%25 olasılıkla 30 ₺ tutarında bir kazanç	%20 olasılıkla 45 ₺ tutarında bir kazanç	%70 Seçenek 2	%58 Seçenek 2

Konu	Soru #	Soru	Seçenek 1	Seçenek 2	Sonuç	K & T Sonuç
Getirilerin Şekillendirilmesi	9	Bileti 10 ₺'ye satılan bir tiyatro oyunu izlemeyi düşünüyorsunuz. Gişeye geldiğinizde 10 ₺ tutarındaki bir banknotunuzu kaybettiğinizi fark ettiniz. Bileti almak için yine de 10₺ öder misiniz?	Evet	Hayır	%81 Seçenek 1	%88 Seçenek 1
	10	Bileti 10 ₺'ye satılan bir tiyatro oyunu izlemeyi düşünüyorsunuz. Salona girdiğinizde biletinizi kaybettiğinizi fark ettiniz. Yeni bir bilet almak için yine 10 ₺ öder misiniz?	Evet	Hayır	%62 Seçenek 1	%54 Seçenek 2
	11	125 ₺'ye bir ceket ve 15 ₺'ye bir hesap makinesi almak istiyorsunuz. Satıcı, arabayla 20 dakikalık mesafede olan diğer dükkânda hesap makinesinin indirimde olduğunu ve 10 ₺'ye satıldığını söylüyor. Diğer dükkâna gider miydiniz?	Evet	Hayır	%68 Seçenek 2	%68 Seçenek 1
	12	15 ₺'ye bir ceket ve 125 ₺'ye bir hesap makinesi almak istiyorsunuz. Satıcı, arabayla 20 dakikalık mesafede olan diğer dükkânda hesap makinesinin indirimde olduğunu ve 120 ₺'ye satıldığını söylüyor. Diğer dükkâna gider miydiniz?	Evet	Hayır	%75 Seçenek 2	%71 Seçenek 2

Konu	Soru #	Soru	Sonuç	K & T Sonuç
Demografik Özellikler	13	Yaş	20-24: 64 (%59) 25-29: 8 (%8) 30-34: 3 (%3) 35-39: 9 (%8) 40 ve üzeri: 12 (%11)	-
	14	Cinsiyet	Kadın: 52 (%48) Erkek: 56 (%52)	-
	15	Eğitim Düzeyi	Lise: 64 (%59) Üniversite: 16 (%15) Yüksek Lisans: 9 (%8) Doktora: 19 (%18)	-
	16	Meslek	Öğrenci: 66 (%61) Akademisyen/Öğretim Üyesi: 22 (%20) Diğer: 14 (%13)	-
	17	Alan Bilgisi	İşletme: 63 (%58) İktisat: 12 (%11) Siyaset Bilimi, Ul. arası İlişkiler: 8 (%7) Ul. arası Ticaret, Lojistik: 4 (%4) Diğer: 4 (%4)	-
Risk Grubu	18	Kendinizi nasıl tanımlarsınız?	Garantici-Risk almaktan kaçınan: 49 (%45) Maceracı – Risk almayı seven: 33 (%31) Kayıtsız: Riske karşı nötr: 26 (%24)	-
	19	Yatırım yaparken / yatırım kararı alırken risk alır mısınız?	Evet: 59 (%55) Hayır: 49 (%45)	-

Zeynep Birce ERGÖR

Araştırma Görevlisi, Çankaya Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü.

<https://orcid.org/0000-0002-9895-7040>

E-posta: ergor@cankaya.edu.tr

Yazı Bilgisi:

Alındığı tarih: 07 Nisan 2017.

Yayına kabul edildiği tarih: 30 Mayıs 2017.

E-yayın tarihi: 07 Aralık 2017.

Yazıcı çıktı sayfa sayısı: 13.

Kaynak sayısı: 13.

Hakemler:

Yrd. Doç. Dr. İsminin belirtilmesini istememiřtir.

Doç. Dr. Hakkı Arda Tokat (TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi – Ankara)