



INTERNATIONAL

JOURNAL of HUMAN STUDIES

ULUSLARARASI İNSAN ÇALIŞMALARI DERGİSİ

ISSN: 2636-8641

Cilt/VOLUME 1

Sayı/ISSUE 2

Yıl/YEAR: 2018

Gönderim: 22-09-2018 – Kabul: 21-12-2018

Behavioral Finance as a Human Dimension of Finance in the Context of Cognitive Bias and Heuristics: A Literature Review and Compilation Study

Bilişsel Önyargı ve Hevristik Bağlamında Finansın İnsani Boyutu Olarak “Davranışsal Finans”: Bir Literatür İncelemesi ve Derleme Çalışması

Bilgehan TEKİN*

Abstract

There are two basic assumptions of traditional finance theory. These are individuals are rational and aim to maximize their benefits in accordance with the assumptions of expected utility theory. Rational decision making under uncertainty that is the work done for the first time by Savage (1954) requires that individuals give probabilities to possible outcomes of events and harmonize the means to assess these outcomes. However, as can be seen in the traditional theories, the process of conducting such estimations and decision making processes that can cause serious negativity is an important issue that cannot be reduced to pure mathematical models. At this point, the human nature factor must be taken into account. The biases and the preferences that go beyond the standards in the field of

Öz

Geleneksel finans teorisinin iki temel varsayımı söz konusudur. Bunlar, bireylerin rasyonel oldukları ve beklenen fayda teorisinin varsayımlarına uygun olarak faydalarını maksimize etme amacı taşıdıklarıdır. İlk kez Savage (1954) tarafından yapılan çalışma ile gündeme gelmiş olan belirsizlik altında rasyonel karar verme, bireylerin olayların gerçekleşme olasılıklarını tahmin etmesini ve bu sonuçları değerlendirme araçlarını uyumlu hale getirmesini gerektirmektedir. Bununla birlikte geleneksel teorilerde görüldüğü gibi sonuçları açısından ciddi olumsuzluklara neden olabilecek türden tahminleri yürütme ve karar alma süreçleri saf matematiksel modellemelere indirgenemeyecek kadar önemli bir meseledir. Bu noktada insan doğasının da hesaba katılması gerekmektedir.

*Bilgehan Tekin, Dr. Öğr. Üyesi, Çankırı Karatekin Üniversitesi, İİBF, İşletme Bölümü, btekin@karatekin.edu.tr, Orcid: 0000-0002-4926-3317

psychology have been applied to investor behavior by the behavioral finance field. The example of deviation from full rationality was revealed by Simon (1957), which suggested bounded rationality. Bounded rationality assumes that some cognitive limitations or costs of information collection prevent decision-makers from making the most appropriate decisions. As the physical and social world is too complex to be predicted, it becomes more difficult to make decisions about the future and uncertainty. For this reason, individuals often tend to look for ways to make decisions easily and effortlessly. According to the biases and heuristics approach, people use cognitive shortcuts that are open to false assessments while making probability assessments. In this study, behavioral finance discipline, cognitive prejudices and crescents are discussed and studies on the subject are discussed. This study is a literature review and compilation study.ngilizce

Keywords: *Bilişsel Önyargılar, Hevristikler, Davranışsal Finans, Davranışsal Kurumsal Finans, Finansal Kararlar*

Psikoloji alanındaki çalışmalar sonucu ortaya konmuş önyargılar ve standartların dışına çıkan tercihler davranışsal finans alanı tarafından yatırımcı davranışlarına uygulamıştır. Tam rasyonellikten sapmanın örneği ise Simon (1957) tarafından sınırlı rasyonellik önermesi ile ortaya konmuştur. Sınırlı rasyonellik, bazı bilişsel engellerin veya bilgi toplama maliyetlerinin, karar vericilerinin tam olarak en uygun kararları vermesini önlediğini varsayar. Fiziksel ve sosyal dünya tahminlenemeyecek kadar karmaşık unsurlar barındırdığından gelecekle ilgili ve belirsizlik içeren kararları almak daha fazla zorlaşmaktadır. Bu nedenle bireyler genellikle alacakları kararları çaba göstermeden ve kolaylıkla almanın yollarını arama eğilimi gösterirler. Hevristik ve önyargı yaklaşımına göre insanlar olasılık değerlendirmeleri yaparken hatalı değerlendirmelere açık bilişsel kısayollar kullanırlar. Bu çalışmada davranışsal finans disiplini, bilişsel önyargılar ve hevristikler bağlamında ele alınmış ve konu ile ilgili yapılan çalışmalar üzerinde durulmuştur. Bu çalışma bir literatür incelemesi ve derleme çalışması mahiyetindedir.

Anahtar Kelimeler: *Cognitive Biases, Heuristics, Behavioral Finance, Behavioral Corporate Finance, Financial Decisions*

Giriş

Psikoloji alanında yapılan çalışmalar, belirsizlik altında karar verme süreçlerinin çeşitli davranışsal ve bilişsel faktörlerden etkilenebildiklerini ortaya koymuştur. Bunun finans alanında ilk örnekleri, bundan 25-30 yıl öncesine kadar dayanmaktadır. Söz konusu örnekler sınırlı sayıdaki akademik çalışmalardan oluşmaktadır. Uzunca bir süre bu alanda yapılan çalışmaların, yalnızca insan beyninin işleyişinde nadir olarak tespit edilen anomalilerle ilgilendikleri ileri sürülerek dışlandığı ya da

dikkate alınmadığı görülmektedir. Psikolojik araştırmaların finansal piyasaları da ilgilendiren boyutunun güçlü bir şekilde eleştirilmesinin ana nedeni, sunduğu önermelerin klasik ve geleneksel finans teorilerinin temelleri ile yer yer çatışır ve uzlaşmaz bir görüntü sergilemesidir. Tversky ve Kahneman (1973), karar verme sürecinde bilişsel önyargı ve hevristiklerin tezahürünün, insan doğasında var olan temel yargı ve tercihlerin bir sonucu olduğunu belirtmişlerdir.

Miller (1986)'ın belirttiği gibi insan faktörü, finans alanındaki teorik ve ampirik araştırmalarda belli bir süre çok nadir yer almıştır. Fama (1970) tarafından ortaya atılan etkin piyasa hipotezinin piyasalarda gözlenen anomalilerin açıklanmasında yetersiz kalması varlık fiyatlandırma modelleri ile yapılan değerlemelerde ulaşılan sonuçların doğru kabul edilmesi hatalı kararlar alınmasına neden olması gibi faktörler insan unsurunun ve onun çeşitli yönlerinin geliştirilen modeller içerisinde daha fazla yer alması gerektiğini düşündürmüştür. Aynı şekilde geleneksel finans içerisinde arbitraj limitlerini açıklamak için rasyonel çerçevede çeşitli modeller geliştirilmiştir. Yatırım ufkunun, bir varlığın temel değerinin kesin bir şekilde sağlanmasına kadar geçen süreden daha kısa olması durumundaki eksik fiyatlandırmalar arbitraj ile ortadan kaldırılamayacaktır (Dow ve Gorton, 1994, s. 821). Ayrıca, rasgele ticaret yaparak ek risk yaratan gürültü yatırımcıları nedeniyle yanlış fiyatlandırma yapılabilir. Bu ek risk piyasa tarafından fiyatlandırılır. Gürültü yatırımcılar ek risk almaları durumunda rasyonel yatırımcılardan daha yüksek getiri elde edebilirler (DeLong, Shleifer, Summers ve Waldmann, 1990, s. 383). Bir başka deyişle, kaybeden irrasyonel yatırımcılar piyasadan tamamen elimine edilmezler (Glaser, Nöth ve Weber, 2003, s. 6).

Ekonomi alanında yaptığı çalışmalarla Nobel ödülü alan Herbert Simon (1957) yaşayan sistemlerin bilgi işleme kapasitelerinin sınırlı olması nedeniyle iktisat teorilerinin temel varsayımlarından olan “tam rasyonel birey (full rationality)” varsayımının gerçekçi olmadığını ileri sürmüştür. Tam rasyonel birey varsayımı yerine sınırlı rasyonelite (bounded rationality) önermesini getirmiştir. Simon insanların mükemmel bilgi işleyiciler olmadıklarını ileri sürerek rasyonel davranışlarının belli bir sınırı olacağından bahsetmiştir. 1970’li yıllardan itibaren, Kahneman ve Tversky’ nin bu alanda yaptıkları çalışmaların etkisiyle, önyargı ve hevristikler üzerine yapılan çalışmaların sayısı önemli derecede artmıştır.

21. yüzyılın başlarında internet ağının yaygınlaşması ile insan faktörü daha fazla önem arz etmeye başlamıştır. İnsan faktörünün öneminin daha iyi anlaşılmasına başlanmasıyla birlikte “Davranışsal Finans” adı altında yeni bir disiplin ortaya çıkmıştır. Davranışsal finans alanındaki çalışmalar geleneksel finansal modellemelerden ziyade gerçek hayata odaklanmıştır. Gerçek hayatta bireyler duygularının ve önyargılarının etkisi altında kalarak karar verir ve harekete geçer. Karar vericilerin, karar verme süreçlerini etkileyen bu faktörler, rasyonel karardan sapma olarak adlandırılır ve davranışsal finans disiplini çerçevesinde analiz edilir.

Davranışsal ekonominin bir alt disiplini olan davranışsal finans, psikoloji ve sosyolojiden elde ettiği bulguları kendi teorilerine dahil eder. Davranışsal finans modelleri genellikle, rasyonel modellerin yeterli açıklama sağlamadığı durumlarda yatırımcı davranışlarını veya piyasa anormalliklerini açıklamak üzere geliştirilmiştir (Glaser, Nöth ve Weber, 2003, s. 2).

Bu çalışmada literatür incelemesi yapılmış ve daha çok yabancı indekslerde yer alan dergiler taranarak davranışsal finans disiplini önyargılar ve hevristikler bağlamında ele alınmıştır. Çalışmanın amacı literatürde davranışsal finans disiplini ile ilgili kaynak niteliğinde bir çalışmanın yer almasını

sağlamak ve konuyla ilgili boşluğun doldurulmasına yardımcı olmaktır. Bu çalışmada diğer çalışmalardan farklı olarak tek tek davranışsal önyargılar veya hevristik çeşitleri üzerinde durulmamış buna karşın davranışsal finans ve bu alanda yapılmış önemli çalışmalar ile yapılan çalışmalarda ele alınan etken unsurlar genel hatlarıyla anlatılmaya çalışılmıştır.

Davranışsal Finans

Davranışsal finansın izlerine, ilk olarak Adam Smith tarafından yapılan çalışmada (1759) rastlanılmaktadır. Adam Smith'in, ekonomik rasyonalite varsayımı ile iktisat teorilerine dayanak oluşturan çalışması “Ulusların Zenginliği” kitabı ve “Görünmez El” teorisidir. Smith'in bir diğer önemli eseri “Ahlaki Düşünce Teorisi” ise Ulusların Zenginliği eserinden daha az ün yapmış olmakla beraber daha farklı konulara değinmektedir. Smith bu eserinde ekonomik rasyonaliteden tamamen farklı olarak bireysel davranışların psikolojik özelliklerini açıklamaktadır. Bu kitap günümüzde yaşadığımız davranışsal ekonomi ile ilgili güncel gelişmeleri öngören ve insan psikolojisini irdeleyen yorumlamalarla doludur (Camerer ve Loewenstein, 2004, s. 5).

Smith, söz konusu kitabında, bireylerin iyi durumdan kötü bir duruma geçtiklerinde acı ve pişmanlık hissettiklerini, tekrar iyi duruma geçtiklerinde ise mutlu olduklarını ifade ederek modern davranışsal finansın incelediği “zarardan veya riskten kaçınma” eğilimlerinin ilk tanımlamasını yapmıştır (Cornicello, 2004, s. 23). Bununla beraber Sigmund Freud “süper ego” önermesi ile bireylerin rasyonel karar verme süreçlerinden sapmalarına yol açan faktörlere değinene ilk araştırmacılardan bir diğeridir.

Davranışsal finans disiplininin temellerinin oluşmasına katkı sunan bir diğer önemli isim Gustave Le Bon'dur. 1896'da “The Crowd; A Study Of The Popular Mind” isimli yazılmış en etkileyici sosyal psikoloji eserlerinden biri olan kitabını yayımlayarak, bir yüzyıl sonra oluşmaya başlayacak davranışsal finans disiplininin temellerini atmıştır (Sefil ve Çilingiroğlu, 2011, s. 253). George C. Selden (1912) “Psychology of the Stock Market” adlı eserinde hisse senedi piyasalarındaki dalgalanmaların büyük oranda yatırımcıların ruh hallerindeki değişimlerden kaynaklandığı fikrini ilk olarak ortaya atan kişi olmuştur (Sewell, 2010, s. 1; Sefil ve Çilingiroğlu, 2011s. 253). Sewell (2010) bu hipotezlerin bakış açısından, insan olgusunun var olduğu her türlü sosyal ve örgütsel sistemlerde, doğal olarak, ekonomi olgusunun da sosyalleşmeleri, gruplar ve kişiler arasındaki etkileşim ve sosyal ağları ve davranış ile önyargı kalıplarını içerecek şekilde genişletilmesi ihtiyacının doğduğunu belirtmektedir.

Tversky ve Kahneman (1971, 1973, 1974, 1981, 1983, 1992) ve Kahneman ve Tversky (1972, 1973, 1979, 1984) tarafından yapılan çalışmalar serisinin bugünkü anlamıyla davranışsal finans disiplininin temel çalışmaları olduğu kabul edilir. Davranışsal finans alanında, ufuk açan bir diğer çalışmanın ise De Bondt ve Thaler (1985) tarafından yapılan çalışmadır (McMahon, 2006, s. 5).

Davranışsal finansın, bir akademik disiplin olarak ortaya çıkmasında, 1990 yılına kadar olan süreç ile 90 sonrası süreç farklı etkilere sahiptir. 1990'lı yıllara kadar finans alanında bilim insanları, rasyonel karar vermeyi engelleyen psikolojik sınırların olduğu fikrine karşı çıkmıştır. 90 sonrası dönemde ise davranışsal fikirler üzerine odaklanma konusunda önemli bir atılım gerçekleşmiştir. Bu durumun ortaya çıkmasının nedenlerinden biri yeni davranışsal teorilerin test edilmesini kolaylaştıran iyi verilerin elde edilebilmesidir. Diğer bir neden net ve açık bir şekilde kıyaslama yapılabilecek modellerin (etkin piyasalar hipotezi gibi) ya da faktörlerin ortaya çıkmasıdır. Uygun ve iyi veri ile keskin

ve net bir kıyaslamaya imkan veren modellerin ortaya çıkması araştırmacıların varlık fiyatlamasında bir dizi belirgin anomalileri incelemelerine zemin hazırlamıştır. Bu durum daha sonra işletme finansına ve yönetici ya da sahiplerin karar verme süreçleri üzerine revize edilmiştir (Camerer ve Malmendier, 2007, s. 235).

Statman (1999), akademik dünyada yapılan teorik ve ampirik çalışmalarda ve ekonomideki uygulamalarda geniş bir şekilde yer verilen geleneksel finans yaklaşımının, piyasa anomalileri nedeniyle ilgi ve güven kaybına maruz kalmakta olduğunu belirtmiştir. Bununla birlikte, Statman, bireyler ve piyasalar üzerindeki davranışsal etkilerin göz önüne alınacağı teori, yaklaşım veya modellerin, daha gerçekçi ve faydalı sonuçlara ulaşmayı destekleyeceğini bildirmiştir. Statman’ın bir diğer önemli vurgusu, klasik finasta dikkate alınan bireylerin rasyonel, davranışsal finasta ise normal bireyler olduğudur. Dolayısıyla, bireyler, rasyonaliteden ziyade, önyargılarının, duygularının ve hevristiklerin etkisi altında kalarak irrasyonel kararlar verirler. Statman (1999) psikoloji, ekonomi ve finans disiplinlerinin birlikte ele alınması ile insan davranışlarının daha gerçekçi araştırılmasına imkan tanıyan davranışsal finans çalışmalarının, finansal kararlar söz konusu olduğunda insanlar gerçekte nasıl hareket ederler sorusunun yanıtını aramaya çalıştığını belirtmektedir.

Ricciardi ve Simon (2000)’a göre davranışsal finans, finansman ve yatırımın kişilerin bakış açısından ne, neden ve nasıl olduğunu açıklamaya çalışır. Ritter (2003) davranışsal finans disiplini, finansal piyasaların, Von Neuman ve Morgenstein’nin beklenen fayda teorisi ile arbitraj varsayımlarını daha dar çerçevede ele alan modeller ile çalışılması olarak ifade etmektedir. Yine Ritter davranışsal finansın iki temel yapıtaşı olduğundan bahsederken bunları bilişsel psikoloji ve arbitraj sınırları olarak sıralamaktadır. Shefrin (2001) davranışsal finansı, psikolojik faktörlerin finansal karar vermeyi nasıl etkilediğini araştıran çalışmalar olarak tanımlamaktadır.

Davranışsal bakış açısıyla yeniden düzenlenmiş teorilerin amacı, geleneksel teorilerin çıkmaza girdikleri noktalarda, psikolojik ve açıklayıcı ampirik bulgular ile yeni açılımlar getirerek, problemlerin çözümüne farklı bir boyutta katkı sunmaktır (Camerer ve Malmendier, 2004, s. 235).

Davranışsal finans, sosyoloji ve psikoloji gibi davranış bilimlerinin finans ve ekonomi alanındaki çalışmalara dahil edilmesi ile beklenen fayda teorisi ve rasyonel davranış kalıplarının dışında yeni gözlemlerin yapılmasını ve klasik teorilerle çelişen noktaların açıklanmasını kapsamaktadır (Frankfurter ve Mcgoun, 2000, s. 211). Dolayısıyla davranışsal finans, psikoloji ve sosyoloji gibi farklı disiplinlerin insana bakış açısından yola çıkarak klasik ve temel ekonomi ve finans modellerine eleştirel bir bakış açısı getirmektedir. Bu bakış açısı, insan kavramının, Meir Statman’ın ifadesiyle rasyonel olmaktan ziyade “normal” kabul edilmesini içermektedir.

Davranışsal finans çalışmalarının odak noktası, finansal karar verme süreçlerinde davranışsal önyargı ve hevristiklerin rolünün incelenmesidir. 1970’li yıllardan itibaren, Kahneman ve Tversky’nin bu alanda yaptıkları çalışmaların etkisiyle, önyargı ve hevristikler üzerine yapılan çalışmaların sayısı önemli derecede artmıştır. Davranışsal ya da bilişsel önyargıların bireylerin finansal kararlarında nasıl bir etkisinin olduğu tespit edilirken (Shiller, 2003, s. 94) psikoloji ve ekonomi disiplinleri birlikte ele alınır ve optimal karar verme süreçleri, kişilerin karakteristik özellikleri ve davranışsal önyargı modelleri ile harmanlanarak sonuç elde edilmeye çalışılır.

Literatürde, bu bağlamda çalışma yapan araştırmacılar, klasik ekonomik varsayımlardan ve teorilerden sıyrılarak kişilerin karar verme süreçlerini etkileyen asıl unsurların neler olduğu üzerine

yoğunlaşmış ve geleneksel ekonomi ve finans modellerinin açıklayamadığı ya da göz ardı ettikleri problemleri açıklamaya yönelmişlerdir.

Özerol (2011) bu disiplin çerçevesinde, davranışsal finansın üç temel unsuru olan bireyler, finans (ekonomi) bilimi ile psikoloji biliminin bir araya getirilmesi suretiyle insanların finansal kararlarında nasıl ve niçin rasyonel davranış kalıplarının dışına çıktıklarının açıklanmaya çalışıldığını ifade etmektedir.

Davranışsal finans alanında yapılan çalışmaların geneline bakıldığında, çoğunlukla, yatırımcıların piyasalardaki karar verme davranışlarının ve piyasalardaki anomalilerin açıklanmasını amaçladıkları dikkati çekmektedir. Kahneman ve Tversky'nin (1979), bireylerin aldıkları kararlar üzerinde önyargıların (bilişsel) ve hevristiklerin (kısa yollar) belirgin bir etkisinin olduğunu ortaya koyan çalışmalar alınan kararlarda insan psikolojisinin etkisini konu alan çalışmalara öncülük etmiştir. Söz konusu çalışmadan bu yana finans alanında da insan psikolojisinin etkisini dikkate alan çalışmaların sayısı artış göstermiştir. Finansal piyasalarda işlem yapan bireysel yatırımcıların tercihleri ve bu tercihleri etkileyen ya da bu tercihlere yön veren psikolojik faktörlerin tespit edilmesine yönelik ve piyasalarda gözlemlenen anomaliler üzerine çok sayıda çalışma yapılmıştır.

Park ve Sohn (2013) davranışsal finansın ilk dönem araştırmacılarının genel olarak iki başlık üzerinde durdukları belirtmektedirler. Bunlardan birincisi, etkin piyasalardaki “anomalileri” davranışsal modellerle açıklamaya çalışan makro düzeyde davranışsal finans, ikincisi klasik modellerin açıklama getiremediği bireysel yatırımcı davranışlarını ya da önyargılarını inceleyen mikro davranışsal finanstır. Bu ikinci başlık altında bir takım önemli finansman ve yatırım kalıpları insan davranışı yaklaşımı ile açıklanmaya çalışılır (Park ve Sohn, 2013, s. 4).

Bununla birlikte, davranışsal ya da psikolojik faktörler, yalnızca yatırımcı davranışları için söz konusudur şeklinde öne sürülen bir yargı gerçekçi olmayacaktır. Davranışsal faktörlerin, bireysel yatırımcıların yanı sıra kurumsal yatırımcılar, firma yöneticileri, finansal araçlar, portföy yöneticileri gibi finansal piyasa aktörlerinin tümünün aldıkları kararlarda etkisinin olduğu yapılan çalışmalarla ortaya konulmuştur.

Baker, Ruback ve Wurgler (2004), davranışsal finans literatürünü ikiye ayırmaktadırlar. Bunlardan birincisi yatırımcıların kararlarını etkileyen davranışsal önyargılar ya da yatırımcı davranışlarının verilen kararlara etkisi, ikincisi ise yönetici davranışlarını etkileyen davranışsal önyargılar ya da yönetici davranışlarının firmalarda verilen kararlara etkisidir.

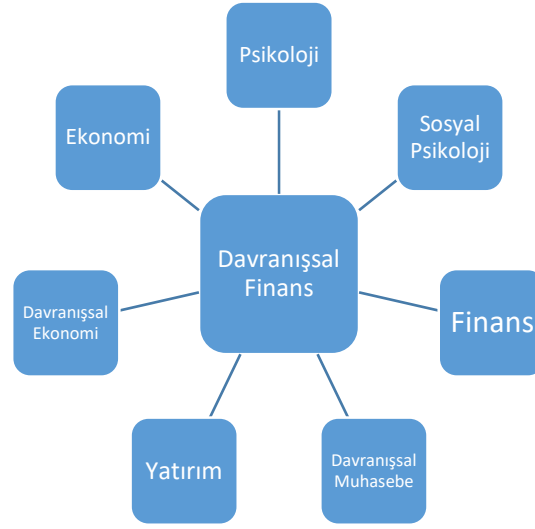
1950' lerde piyasa etkinliğine yöneltilen eleştirilerin bir sonucu olarak ortaya çıkan davranışsal finans çalışmaları, temel ekonomik modellerin finansal piyasalardaki anomalileri açıklama noktasındaki başarısızlıklarına bir tepki olarak 1980'lerde ivme kazanmıştır. 2000'li yıllarda belirgin bir gelişim göstermiştir. Bu belirgin artışın en önemli sebebi, 2002 yılında Daniel Kahneman, Amos Tversky ile birlikte yürüttüğü ekonomi alanındaki rasyonelite çalışmalarından dolayı, Ekonomi Bilimleri Nobel Ödülü'nü kazanmasıdır. Böyle bir ödül, finans çevrelerinde, davranışsal finans alanının tanınması ve güçlendirilmesi olarak algılanmıştır (Pimenta ve Fama, 2014, s. 4).

Davranışsal finans, finansal piyasalarda yeni bir konsepti temsil etmektedir. Bu konsept geleneksel modellerde yer verilmeyen ve insan davranışlarının daha gerçekçi ele alındığı bir konsept olarak tanımlanabilir. Bu haliyle, davranışsal finans modeli, geleneksel finans modellerinin alternatif teorilerinden biri olabilecek bir model olarak ortaya çıkmıştır. Davranışsal finans, psikolojinin finansal

piyasalardaki katılımcıların davranışları üzerindeki etkisini inceler. Buna göre, yatırımcılar her zaman rasyonel değildirler ve her zaman tahmin edilebilir davranış sergileyemezler (Park ve Sohn, 2013, s. 5).

Ricciardi ve Simon (2000) davranışsal finansın bireylerin akıl yürütme kalıplarını açıklamaya ve daha iyi anlaşılmasına yönelik çalıştığını ve bunu yaparken de duygusal süreçleri ve karar verme süreçleri üzerindeki etki düzeylerini tespit etmeyi amaçladığını belirtmektedirler. Ricciardi ve Simon, davranışsal finansın anahtar bir tanımının yapılabilmesi için, öncelikle psikoloji, sosyoloji ve finansın güçlü tanımlarının kurulması gerektiğini belirtmektedirler. Şekil 1’ de davranışsal finansın temelini oluşturan ve etkileşim halinde bulunduğu diğer disiplinler ve kavramlar görülmektedir.

Şekil 1: Davranışsal Finansın Etkileşimde Bulunduğu Disiplinler ve Kavramlar



Kaynak: Ricciardi ve Simon, 2000; Park ve Sohn, 2013

Psikoloji, davranış bilimleri ve davranışsal finans disiplinlerinde yapılan çalışmalar bireylerin davranışlarının rasyonel davranışlardan uzak gerçekleştiğini göstermiştir. Bununla birlikte insanların karar verme süreçlerinde rasyonellikten sapma davranışlarını ifade eden iki temel olgudan bahsedilmektedir. Bunlar, davranışsal önyargılar ve hevristiklerdir. Finansal karar vermenin psikolojisi olarak isimlendirilen davranışsal finans, finansal kararları etkileyen bireylerin bilişsel önyargılarının ve hevristiklerinin karar verme süreçlerindeki rolünü ortaya koymaktadır. Diğer bir deyişle davranışsal finans, psikolojik araştırmaların sonuçlarından hareketle finansal karar verme süreçleri üzerinde insan davranışlarının etkisini araştırmaktadır.

Davranışsal Önyargılar ve Hevristikler

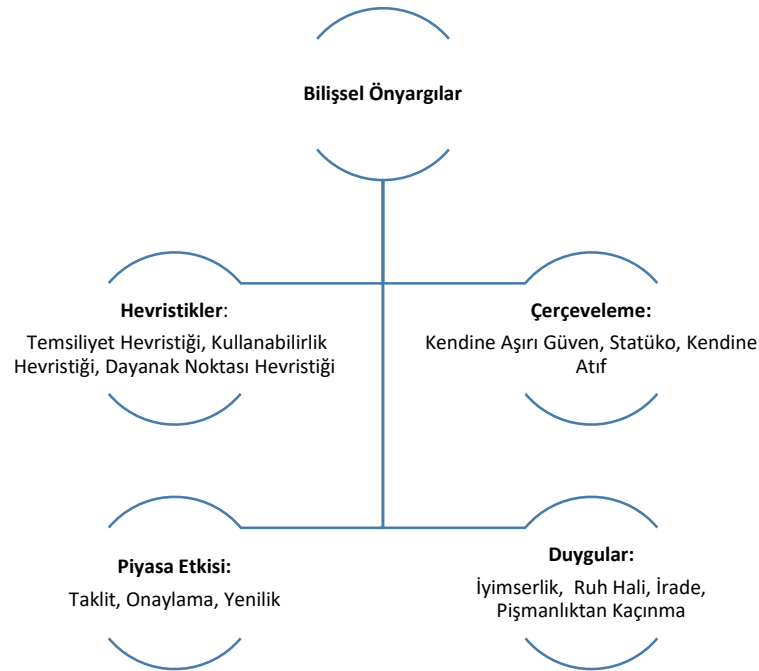
Psikolojide davranışsal önyargılar başlığı altında genel olarak, düşünme ve yargılama sürecindeki belirsiz durumlarda ortaya çıkan sapmalar üzerinde durulmaktadır. Bu sapmalar, bireylerin edindikleri bilgileri depolama, düzeltme ve işleme adımlarında yanlış algılamalar sonucu veya karar verme durumlarıyla karşı karşıya kaldıklarında yaptıkları hatalı değerlendirmeler nedeniyle ortaya çıkmaktadır (Döm, 2003, s. 43).

Davranışsal önyargılar genel olarak bilişsel ve duygusal önyargılar olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Bilişsel önyargılar, kendine aşırı güven, kayıptan kaçınma, dayanak noktası, iyimserlik,

kendine atıf, mantık muhasebesi, 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. Bununla birlikte Shefrin (2000), bilişsel ve duygusal faktörler arasındaki farkı, bilişsel faktörlerin insanların bilgilerini organize etme yoluyla ilgili olduğunu belirterek, duygusal faktörlerin ise insanların bilgi sahibi olduklarını hissetmeleri şeklinde ifade etmektedir. Duygusal önyargılar konusu, bu çalışmanın kapsamına dahil olmadığından yapılan açıklamayla yetinilmiştir.

Davranışsal finansa, irrasyonel davranış kalıpları bağlamında yaklaşan Jureviciene ve Ivanova (2013), bu davranış biçimlerinin iki gruba ayrılabilirliği üzerinde durmaktadırlar. Bunlar bilişsel sapmalar ve beklenti teorisi. Bilişsel sapmalar ya da önyargılar yaklaşımı, bir bireyin davranışının kendi zihni tarafından şekillendirildiğini ve niyet ile benlik algısının davranış ve duyguların her ikisini de belirlediğini ileri sürmektedir (Aktaran, Jureviciene ve Ivanova 2013, s. 55). Şekil 2’ de bilişsel önyargı kalıpları görülmektedir. Şekle göre bilişsel önyargılar dört unsura ayrılmaktadır. Bunlar, temsiliyet, kullanabilirlik, dayanak noktası gibi hevristikler; kendine aşırı güven, statüko ve kendine atıf gibi çerçeveleme önyargısı unsurları; taklit, onaylama ve yenilik gibi piyasa etkileri ve iyimserlik, ruh hali, irade ve pişmanlıktan kaçınma gibi duygusal faktörlerdir.

Şekil 2: Bilişsel Önyargı Kalıpları



Kaynak: Baker ve Nofsinger, 2010; Jureviciene, Gausiene, 2010; Jureviciene ve Gausiene, 2013

Kahneman ve Tversky (1979) yaptıkları deneysel araştırmalar sonucunda insanların kazançlarını ve kayıplarını birbirinden farklı algıladıklarını ve kaybın kazançlara oranla bireyler üzerinde daha büyük bir duygusal etki bıraktığını ortaya koymuşlardır. Bu bağlamda, bireylerin sanılandan daha

az rasyonaliteye sahip oldukları ve davranışsal önyargı ve hevristiklerin etkisi altında kalarak karar verdikleri sonucuna ulaşılmıştır.

Buchanan ve Huczynski (2004), bilişsel önyargıları; karar verme süreçlerindeki önyargılı düşünme yatkınlığı ya da sistematik bozulma olarak ifade etmektedir. Hevristikleri ise bireylerin problemleri çözebilmek için başvurdukları basit ve tahmini kurallar, yol gösterici prosedürler, kısayollar ya da stratejiler olarak tanımlamaktadır.

Önyargılar ve hevristiklerin karar süreçlerinden sapmalara ve hatalara yol açtıkları yapılan çalışmalarda belirtilmektedir (Kahneman ve Tversky, 1979; Kahneman, Slovic ve Tversky, 1982; Nisbett ve Ross, 1980, Kahneman, 1992). Bununla birlikte, söz konusu olgular, belirsiz ve karmaşık çevre koşulları altında etkili kararlar alınmasına yardımcı olabilecek bir unsur olarak da dikkate alınmaktadır (Pitz ve Sachs, 1984; Tversky ve Kahneman, 1974). Özellikle acil karar verilmesi gereken durumlarda sıkça başvurulan eğilimlerdir (Payne, Bettman ve Johnson, 1988).

Önyargılar ve hevristikler, bireylerin karar verme süreçlerine yardımcı olarak kullandıkları karar verme yöntemlerini, bilişsel mekanizmaları ve kendi kişisel görüşlerini de içerirler. Bu nedenle önyargıların ve hevristiklerin kullanımı bireylerin karşılaştıkları problemlerin çözümünde zaman zaman etkili ve verimli bir araç olabilmektedir. Buna karşın çoğu durumda yanlış değerlendirmelere yol açtığı için olumsuz sonuçlar doğmasına neden olmaktadır.

Kahneman ve Tversky (1982) karar vericilerin sistematik hataları ve çıkarımsal önyargılarının araştırılmasının üç nedenden dolayı önemli olduğunu belirtmektedir. Bunlardan birincisi, entelektüel sınırlılıkların araştırılmasının karar verme kalitesinin artırılması için bir yol olarak ele alınabilir oluşudur. İkincisi, hatalar ve önyargılar sıklıkla yargılamaları ve çıkarımları yöneten psikolojik süreçleri ortaya çıkarmaktadır. Üçüncüsü ise hatalar ve mantıksızlık, sezgisel olmayan istatistik ve mantık prensipleri kullanılarak insan sezgilerinin haritalanmasına yardımcı olur.

Davranışsal önyargılar, bireylerin finansal kararlarında olduğu gibi kurumsal finansal kararlarda da etkili unsurlardır. Sermaye yapısı, yatırım ve kar dağıtımı gibi işletmelerin varlıklarını devam ettirmelerini, büyümelerini ve firma değerini arttırarak paydaşlarının refahını arttırmalarını sağlayan finansal kararlar üzerinde etkili olabildiği yapılan çalışmalarla belgelenmiştir. Uluslararası alanda yapılmış çalışmalardan oluşan davranışsal finans ve Davranışsal kurumsal finans literatürüne bakıldığında, son 15-20 yıldır (özellikle 2002 yılındaki Nobel Ödülü’nden sonraki süreçte) söz konusu önyargıların işletmelerin ve yöneticilerin finansal karar verme süreçlerine etkisini konu alan önemli sayıda çalışma ve araştırma yapıldığı görülmektedir.

Bilişsel Önyargılar

Bilişsel önyargı kavramını kısaca, insanların gerçekliği algılama şekillerindeki bozulma olarak tanımlayabiliriz. Gazel (2014), 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.

Bilişsel önyargı, Türkçe’de, kişilerin matematiksel ve istatistiksel, kısaca normatif bulgulara rağmen, inanılan durumdan sapma göstermemeleri şeklinde tanımlanmaktadır.

Ünlü psikologlar Daniel Kahneman, Amos Tversky ve Paul Slovic bilişsel ya da psikolojik önyargı konseptini ilk ortaya atan bilim insanlarıdır. Bu isimler 1982 yılında “Judgment Under

Uncertainty” isimli bir kitapta bulgularını yayınlamışlardır. Buna göre, bilişsel önyargı, mantık dışı davranışlarda bulunma ya da mantık dışı karar verme eğilimidir. Bilişsel önyargı, altında verilen karar, sağduyulu ve net olarak verilen kararın tam tersidir. Bu nedenle fırsatların kaçırılmasına ve sonuçları açısından olumsuz kararların alınmasına yol açabilmektedir.

Psikoloji araştırmacıları tarafından insanların günlük hayatlarındaki kararlarını şekillendiren ve etkileyen çok sayıda önyargı olduğu belirlenmiştir. Yapılan araştırmalarda, bu önyargıların (henüz tümünün olmasa da), işletmelerin ya da yöneticilerin aldıkları finansal kararlar üzerinde de etkisinin olduğu gözlenmiştir. Davranışsal Kurumsal Finans ile ilgili olarak etkisi belirlenmiş önyargıların sayısı bilinen tüm önyargılar içerisinde dar bir yer kapsamaktadır (Fairchild, 2010). Davranışsal Kurumsal Finans alanının henüz tam anlamıyla keşfedilmemiş, erken dönemlerini yaşayan yeni bir çalışma alanı olması nedeniyle, işletme finansı çerçevesinde henüz yeterli sayıda önyargı araştırılmamıştır (Vrabel, 2015, s. 11).

Hevristikler (Bilişsel Kısayollar)

Önyargılar için yapılabilecek en genel tanım, bireylerin bilgi işleme sınırlılıklarının bir yan ürünü olduğu şeklindedir. Bireylerin bilgi işleme zamanı ve yeteneğinin belirli bir limiti olduğundan, problemlerin ya da karar durumlarının çözümünde hevristiklere de (kısayollara) başvururlar (Tversky ve Kahneman, 1974; Gilovich, Griffin ve Kahneman, 2002; Kahneman, 2003).

Bu konudaki literatür incelendiğinde İngilizce’de “heuristic” kelimesinin Türkçe’deki karşılığının hevristik, kısayol, sezgi ve buluşsalılık gibi yapısı itibariyle farklı fakat anlam itibariyle aynı kelimelerle ifade edildiği görülmektedir. Literatürde, en sık kullanılanın ise hevristik kelimesi olduğu görülmektedir (Gazel, 2014, s. 38).

Atkinson ve diğerleri (1996) hevristik kavramını, bireylerin karşılaştıkları problemlerin çözümünde yararlandıkları ancak her zaman en doğru çözümün bulunmasını garanti etmeyen stratejiler ya da kısayollar şeklinde tanımlamaktadırlar. Hevristik, kısaca, belirli bir problemi çözmek için yararlanılan zihinsel kısayollar şeklinde de tanımlanabilir.

Kahneman ve Tversky bireylerin karar verme aşamalarında sahip oldukları alternatiflerin değerlendirilmesinde, karmaşıklık düzeylerini düşürmek amacıyla ve değer tahminlerini basit yargılama süreçleri ile yapmalarına imkan veren, sınırlı sayıda hevristik kalıbı prensiplerine güvendiklerini belirtmektedirler (Kahneman ve Tversky, 1974, s. 1124).

Problemlerin çözümünde ya da karar verme durumlarında hevristiklerin kullanılması insan beynini, söz konusu problemin çözümüne yönelik hızlı, informal ve sezgisel algoritmalar kullanmaya ve bir çözüm ya da cevap geliştirmeye zorlar. Bu durum bireylerin olayları basitleştirmesini gerektirir. Bu basitleştirme süreci hevristiklerin, karar vericilere, karmaşık çevre koşulları altında hızlı bir şekilde karar verme imkanı tanımaları dolayısıyla faydalı sonuçlar elde edilmesine de imkan tanımaktadır. Buna karşın olayların ve karar durumlarının doğru değerlendirilebilmesi konusunda başarısız olunan zamanlarda mantıksal hatalar oluşmasına neden olabilmektedir (Fuller, 2000, s. 13, 1998, s. 10).

Literatüre bakıldığında çoğu yerde hevristik kavramı ile davranışsal önyargı kavramlarının birbirlerinin yerine kullanılabildikleri görülmektedir. Literatürde temsiliyet, muhafazakarlık, dayanak noktası, kullanılabilirlik gibi daha birçok hevristik çeşidinden bahsedilmektedir. Bu çalışmada ise, farklı çalışmalarda davranışsal önyargı çeşidi kapsamında nitelendirilen ve firmalarda karar vericiler üzerinde

ve alınan kararlarda etkisi olduğu belirtilen dayanak noktası hevristiği ya da davranışsal önyargısı üzerinde durulacaktır.

Bilişsel Önyargı ve Hevristiklerin Tarihçesi

Amos Tversky ve Daniel Kahneman, 1970’li yılların başlarında “Bilişsel Önyargı” terimini ilk ortaya atan araştırmacılar olmuştur. Tversky ve Kahneman bu terim ile insanların sistematik fakat hatalı karar verme ve yargılama modellerini tanımlamayı amaçlamışlardır. Kahneman ve Tversky (1974, s. 1124), bireylerin bilişsel önyargı ve hevristikleri finansal karar almalarına yardımcı bir unsur olarak kullandıklarını belirtmektedirler.

Bugün, sadece ISI Web of Knowledge Sosyal Bilimler Veri Tabanı’nda tırnak içerisinde “Bilişsel Önyargı (cognitive bias)” konu başlığı ile tarama yapıldığında yaklaşık 1400 civarında çalışmayla karşılaşılmaktadır. 35 yıllık süreç dikkate alındığında bu sayının oldukça yüksek olduğu iddia edilebilir (1980-2015 yılları arası). Bu türden çalışmaların sayısının yüksek olmasında 2002 yılındaki Nobel ödülünün etkisi büyüktür. Nitekim 1980-2001 yılların arasında yapılan çalışma sayısı 146 iken 2002-2015 yılları arasında bu sayı 1248’e yükselmektedir. Buradan hareketle “bilişsel önyargı” teriminin psikoloji ve sosyal bilimler literatürleri üzerinde önemli bir etki oluşturduğu söylenebilir.

Kahneman ve Tversky, önyargıları ve hevristikleri konu aldıkları çalışmalarında, kendilerine sınırlı kaynaklar tahsis edilen, bir başka deyişle karar verme sınırlılıkları olan bireylerin bu kararları nasıl aldıkları sorusu üzerine yoğunlaşmışlardır. Kahneman ve Tversky bu çalışmalarında, Herbert Simon tarafından ortaya atılan sınırlı rasyonalite prensibinden ilham almışlardır. Daha önce de belirtildiği gibi 1950’li yılların sonlarında Simon yargılama ve karar verme problemlerine, çoğunlukla, olasılık teorisi ve istatistiki yöntemler ile formüle edilmiş normatif çözümler getiren klasik rasyonalite düşüncesine karşı sınırlı rasyonalite ile yeni bir yaklaşım geliştirmiştir. Buna göre insanlar eşlerini, gıdaları, yaşayacakları evleri vb. seçerken sınırlı zaman, bilgi ve bilişsel kapasiteye sahiptirler ve bu nedenle basit karar verme stratejilerine ya da hevristiklere güvenmek zorundadırlar. Kahneman ve Tversky, bireylerin yargılama ve karar verme eylemleriyle ilgili belirli kısıtlarını veya önyargılarını belirlemeye çalışmışlardır (Wilke ve Mata, 2012, s. 531-532).

Önyargıların ve hevristiklerin incelenmesi, algısal önyargı araştırmaları sonucu gündeme gelmiştir. Buna göre insanların bilişsel sistemleri tıpkı algısal sistemler gibi bazı durumlarda hatalara yol açan ipuçlarından yola çıkarak mükemmel olmayan dış dünya ile ilgili çıkarımlar yapacak şekilde tasarlanmıştır. Önyargı ve hevristik çalışmalarının genel çerçevesini şu üç adım oluşturduğu belirtilir; ilk olarak araştırma örneğine dahil edilen bireylere, olasılık teorisi ve istatistikte yer alan kurallar ve formüller çerçevesinde karşılığı olan bir mantık problemi sunulur. Devamında kurallara bağlı kalınarak yapılan çözümler ile sistematik sapmaların bir karşılaştırması yapılır. Son olarak önyargılar, hevristiklerin ya da basit bilişsel prensiplerin kullanımının bir sonucu olarak açıklanır. Araştırmacılar tarafından bu üç adım kullanılarak oldukça fazla sayıda bilişsel süreçlerden sapma durumları tespit edilmiştir. Bunlardan bazıları Tablo 1’de verilmiştir. Tabloda yargılama ve karar verme, sosyal ve bellek araştırma alanlarını kapsayan temel önyargılara değinilmektedir (Wilke ve Mata, 2012, s. 531-532).

Tablo 1: Temel Bilişsel Önyargılardan Bazıları

Bilişsel Önyargı	Kısa Tanım
Onaylama Önyargısı	Kişinin önyargılarını ya da hipotezlerini desteklemek amacıyla araştırma yaparken ya da bilgileri yorumlarken seçici davranması eğilimidir.
Bağlaç Yanılgısı	Spesifik koşulların tek bir genel koşuldaki daha olası olduğunu varsayma eğilimidir.
Bağış Etkisi	Kişilerin bir nesneyi elde etmek için ödeme yapmak yerine o nesneden vazgeçmeyi tercih etmeleridir.
Temel Atıf Hatası	Kişilerin, diğer insanların davranışlarını açıklarken, kişisel faktörler üzerinde fazlaca durmalarına rağmen durumsal faktörleri çok fazla ciddiye almamaları eğilimidir.
Kumarbaz Yanılgısı	Gelecekte gerçekleşen olayların, aslında hiçbir etkisi olmamasına rağmen, geçmişte gerçekleşen olaylar tarafından değiştirildiğini düşünme eğilimidir (Rulet oyununda olduğu gibi)
Halo Etkisi	Bir kişinin pozitif veya negatif özelliklerinin kendi kişiliğinden başkalarının algılarındaki kişiliğe uzanması eğilimidir. Örneğin bir kişinin olumlu bir davranışını tüm davranışları için genelleştirilerek o kişinin tümüyle düzgün bir insan olduğunun ifade edilmesidir.
Geri Görüş Önyargısı	Bir olayın sonucu hakkında, o olay gerçekleştiikten sonra gerçekleşen duruma yakın bir tahminde bulunulması nedeniyle hafızanın geri bildirim yapması eğilimi. Örneğin, “böyle olacağını baştan biliyordum ben” ifadesinde görüldüğü gibi.
Sıcak El Yanılgısı	Özellikle basketbol sporu içerisinde kullanılan bu önyargı çeşidi, kişilerdeki, üst üste başarılı olunan işler sonucunda bu serinin aynı şekilde devam edeceği yönündeki beklentiyi ifade etmektedir.
Hayali Korelasyon	Belirli bir hareket tarzı ile bu hareketin oluşturduğu etki arasında, aslında olmayan bir ilişkinin varlığına inanma ve tespit etme eğilimidir.
Grup İçi Önyargısı	Kişilerin kendi gruplarından oldukları algısıyla, başkalarına, ayrıcalıklı muamele etmeleri eğilimidir.
Aşırı Maruz Kalma Etkisi	Dışsal herhangi bir uyarana karşı, aşırı maruz kalma sonucu o uyarana aşinalık kazanma ve ona yönelik tercih geliştirme eğilimidir.

Kaynak: Wilke ve Mata, 2012, s. 531-532

Bu tablo, temel bilişsel önyargı örneklerini içermektedir. Bunların dışında bu tarz çalışmalarda en çok değinilen kavramlar; kendine aşırı güven, kayıptan kaçınma (Kahneman ve Tversky, 1979), kontrol yanılsaması, dayanak noktası, çıpalama, mental muhasebe (Thaler, 1985) çerçeveleme, iyimserlik, temsiliyet (Tversky ve Kahneman, 1974), kullanılabilirlik (Tversky ve Kahneman, 1974), aşına olma vb. bilişsel önyargı ve hevristik kalıplarından oluşmaktadır.

Ricciardi ve Simon (2000), davranışsal finans disiplini çerçevesinde ele alınan önyargıları tablo 4’te görüldüğü gibi özetlemektedirler. Tabloda yer alan başlıklar, davranışsal finasta sıkça kullanılan,

araştırılan ve analiz edilen kavramları içermektedir. Kahneman (1979), Kahneman ve diğerleri (1982), Benartzi ve Thaler, (1995), Shefrin, (2007), Kahneman (2011) gibi davranışsal finans disiplinde önde gelen araştırmacıların sıklıkla üzerinde durdukları konu başlıklarıdır.

Tablo’da yer verilen psikolojik faktörlerin bir kısmı, insanın doğası gereği sahip olduğu faktörleri (hırs, korku vb. duygular) ifade ederken diğer bir bölümü tamamen bilişsel olarak geliştirilen psikolojik faktörlerdir (kendine aşırı güven, iyimserlik vb. bilişsel önyargılar).

Bilişsel önyargıların, kısayolların veya sapmaların kısacası bilişsel hataların neden kaynaklandığının anlaşılması, kişilerin karar verme süreçlerinde maruz kaldıkları olumsuz etkilerin en aza indirilmesi için daha açık ve etkili çözümlerin geliştirilmesine olanak sağlayacaktır.

Bilişsel Hataların Kaynakları

Simon (1955) ve Haley ve Stumpfın (1989) yaptıkları çalışmalarda da belirttikleri gibi örgüt, finans ve yönetim üzerine çalışan bilim insanları, yönetsel karar vermenin saf rasyonel bir model olduğunu kabul etmişler ve daha çok bu hipotezi doğrulayacak çalışmalara ağırlık vermişlerdir. Bununla birlikte zaman içerisinde saf rasyonel karar vermeyi engelleyen çeşitli faktörler olduğu görülmüştür. Bunlar, rasyonel karar vermenin doğurduğu yüksek maliyetler (Simon 1979), karar vericilerin bilgi işleme sınırlılıkları (Abelson ve Levi 1985), yöneticiler tarafından benimsenen karar verme süreçlerindeki farklılıklar (Shafer 1986) ve karar vericilerin değer yargıları arasındaki farklılıklardır (Payne ve diğerleri, 1992). Rasyonel karar verme sürecinden sapmaları açıklayan en önemli modeller önyargılara ve hevristiklere odaklanmaktadır (Kahneman ve diğerleri, 1982; Schwenk 1988; Stevenson ve diğerleri, 1990).

Hersh Shefrin (2007) önyargıyı hata yapmaya olan yatkınlık olarak tanımlamaktadır. Bir başka deyişle önyargı, bilinçaltında yatan inançların etkisi ile karar verme eğilimidir. Literatüre bakıldığında birçok önyargı ve hevristik kalıplarının incelendiği görülmektedir. Bununla birlikte psikoloji literatüründe yer verilen önyargı ve hevristiklerden davranışsal finans ve Davranışsal Kurumsal Finans alanlarında incelenenler sınırlı sayıdadır.

Bilişsel önyargıların temel olarak üç nedenden dolayı ortaya çıktığı ileri sürülmektedir. Bunlardan birincisi, tercihler bazı normatif standartlar açısından yetersiz kalsa da, çoğu durumlarda faydalı sonuçlar alınmasını sağlayan kısayolların keşfedilmesini sağlar. İkincisi, eğer önyargılı çözümler problemlere adapte edilirken düşük hata maliyetleri ile sonuçlanıyorsa, önyargı düzeyi artabilir. Üçüncüsü ise eğer eldeki görev zihnin tasarladığının dışında farklı bir çözüm gerektiriyorsa önyargı düzeyi artabilir şeklinde ifade edilebilir. Aşağıdaki tabloda bilişsel önyargıların bu özelliklerinin yer aldığı sınıflandırma verilmiştir (Haselton, Nettle ve Andrews, 2005, s. 726).

Haselton ve diğerleri (2005), Tablo 2’ de yer alan önyargı kategorilerinin ne tamamen kapsayıcı ne de birbirlerini dışlayan bir özelliğe sahip olduğunu belirtmektedirler. Bu tablonun, bilişsel önyargılar ile ilgili yapılacak çalışmalarda, çalışmanın organize edilmesine katkı sağlayacağı düşüncesi ve önyargıların oluşma nedenlerine yönelik genel bir bakış açısı sağlama amacıyla hazırlandığını ifade etmektedirler.

Tablo 2: Bilişsel Önyargıların Sınıflandırılması

Önyargı Türü	Örnekler
Hevristik: Önyargı, evrimsel ya da bilgi işleme sınırlılıklarının bir sonucu olarak ortaya çıkar; mekanizmalar birçok durumda iyi çalışır, ancak sistematik yollarla hataya sevk etmeye de yatkındırlar.	<ol style="list-style-type: none">1. Klişelerin kullanımı2. Temel atıf hatası3. Tek nedenli karar stratejileri
Hata Yönetimi Önyargısı: Düşük maliyetli hataya karşı, öncelikli önyargının seçimi; hata oranları artmasına karşın net maliyetler düşer.	<ol style="list-style-type: none">1. İşitsel baş gösterme2. Yüksek cinsel algı (erkek)3. Düşük bağlılık algısı (kadın)4. Pozitif yanılmalılar
Eser: Belirli önyargılar ve hatalar araştırma stratejilerinin eserleridirler; bunlar uygunsuz normatif standartların uygulanmasından ya da insanların doğal olmayan ortamlara yerleştirilmesi sonucu ortaya çıkar.	<ol style="list-style-type: none">1. İstatistiksel tahminde, bazı durumlarda, baz oranın ihmal edilmesi.2. Onaylama önyargısı örnekleri

Kaynak: Haselton ve diğerleri, 2005, s. 726

Bireylerin karar verme ya da bir tercihte bulunma süreçlerinde bilişsel önyargı ve hevristik eğilimi sergilemeleri, insan doğasında var olan, temel yargılama ve tercih etme özelliklerinin bir sonucudur. İnsanlar karmaşık bilgi durumlarını yönetmek amacıyla basit önyargılar veya kısayollar geliştirmektedirler (Tversky ve Kahneman, 1973).

Bireylerin sergiledikleri davranışların çoğu beklenti teorisinin sonuçlarıdır. Bu teori, insanların belirsizlik içeren kararları nasıl çerçeveleyip değerlendirdiklerini açıklamaya yönelik olarak ortaya atılmıştır. Bireyler öncelikle belirli bir referans noktasına bağlı olarak potansiyel kazanç ve kayıpları açısından tercihlerini çerçevelemektedirler. İkinci olarak, bireyler potansiyel kazanç ve kayıplara, değer fonksiyonu (Kahneman ve Tversky, 1979) oluşturacak şekilde değer verirler (Nofsinger, 2011).

Değer fonksiyonuyla ilgili olarak bazı noktalara özellikle dikkat edilmesi gerekmektedir. Öncelikle değer fonksiyonu, kazançlar için konkav bir yapıdadır. İkinci olarak, kayıplar söz konusu olduğunda ise konveks bir duruma geçmektedir. Konkav bir değer fonksiyonunun anlamı şudur: Kişiler 500 TL kazandıkları takdirde kendilerini iyi hissederler. Eğer kazanç 1000 TL ye çıkarsa daha iyi hissedeceklerdir. Ancak, 1000 TL kazandıkları andaki hisleri, 500 TL kazandıkları andaki hislerinden 2 kat daha fazladır denilemez. Konveks bir değer fonksiyonunun yorumu ise şu şekildedir: Kişiler kaybettiklerinde ya da zarar ettiklerinde kötü hissederler ancak 2 kat kaybetmiş olmak onların 2 kat daha fazla üzüldükleri anlamına gelmemektedir. Üçüncüsü ise fonksiyonun kayıplar için kazançlara göre daha dik olduğudur. Kazanç ve kayıplar arasındaki bu asimetri kazanma ve kaybetme pozisyonları ile ilgili olarak farklı tepkiler verilmesine neden olur. Beklenti teorisinin bir başka önemli noktası ise, bireylerin aldıkları her bir finansal kararı ayrı ele alarak kazanç ve kayıplarını izlemeleri ve periyodik olarak pozisyonlarını yeniden gözden geçirmeleridir. Bu ayrı ele alınma durumu, mental muhasebe olarak adlandırılır (Nofsinger, 2011).

Finansal kararların psikolojisine ilişkin bir başka yaklaşımda ise, davranışsal önyargıların kaynaklarına göre kategorize edildiği görülmektedir (Hirshleifer, 2001). Buna göre, bilişsel hataların bir kısmı “kendini kandırma (self deception)” etkisinin bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır. Bunun sebebi, kişilerin kendilerini ortalamadan ya da olduklarından çok daha iyi olarak algılamaları ya da düşünmeleridir. “Kendini kandırma” ya da kendini olduğundan çok daha iyi görme davranışı, insanların başkalarını aldatmalarına ve bu sayede hayatın doğal akışı içerisinde kendilerine yer edinmelerine imkan tanımaktadır (Nofsinger, 2011).

Bilişsel hataların bir başka kaynağı ise hevristiklerdir. Bilişsel kaynaklar (hafıza, dikkat, bilgi işleme gücü vb. gibi) üzerindeki kısıtlar, insan beynini karmaşık analizleri kısayollar geliştirerek yapmaya zorlamaktadır. Karmaşık durumlarda çözüm üretme problemiyle karşı karşıya kalan bireyler hevristikler üreterek problemleri daha kısa ve etkili çözeceklerine inanırlar. Beklenti teorisi, karmaşık durumların ya da süreçlerin hevristikler aracılığıyla basitleştirilmesinin bir sonucudur. Bilişsel hataların üçüncü kaynağı ise kişilerin ruh halleridir. Bunların dışında, insan etkileşimi ve akran ya da meslektaş etkilerinin de finansal karar verme süreçlerinde etkili birer unsur oldukları belirtilmektedir. İnsanlar, birbirleriyle, edindikleri bilgileri ve bilgiler üzerinde geliştirdikleri düşünceleri ve yorumları paylaşırlar. Başkalarının düşünce ve yorumları hakkında elde edilen ipuçları, kişilerin kararları üzerinde etkili bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır (Nofsinger, 2011)

Davranışsal Önyargıların Finansal Kararlara Etkisi

Davranışsal finans araştırmalarına bakıldığında, çoğunlukla, davranışsal önyargıların, finansal piyasalarda işlem yapan bireysel yatırımcıların karar verme süreçleri üzerindeki etkisinin incelendiği görülmektedir. Yine davranışsal finans çalışmalarının üzerinde sıklıkla durduğu bir diğer konu piyasa anomalileridir. Bu anomaliler, geleneksel finans teorileriyle açıklanamaz nitelikte olması (Lai, 2011, s. 17) nedeniyle davranışsal finans çerçevesi içerisinde araştırılmaktadır.

Bununla birlikte, davranışsal önyargılar yalnızca yatırımcıların karar verme süreçlerini etkileyen bir unsur değildir. Yapılan çalışmalar finans alanında uzmanlaşmış kişilerin dahi bu etkilere maruz kaldıklarını ortaya koymaktadır. Çalışmanın bu bölümünde davranışsal önyargıların yatırımcıların piyasalarda yaptıkları işlemler üzerindeki etkisi literatürdeki çalışmalardan hareketle açıklanmaya çalışılacaktır. Bu kapsamda, uluslararası planda ve Türkiye’de yapılmış bazı çalışmalara değinilecektir.

Yatırımcılar ve Davranışsal Finans

Çalışmanın bundan önceki bölümlerinde de üzerinde durulduğu gibi, davranışsal finans yaklaşımı, özellikle finansal piyasalarda işlem ya da yatırım yapan bireylerin davranışlarını etkileyen ve bununla bağlantılı olarak finansal piyasalardaki anomalilere neden olan faktörlerin belirlenmesine ve analiz edilmesine odaklanmıştır.

Literatürde, bireylerin yaptıkları yatırımları kimin adına gerçekleştirdikleri baz alındığında iki tip yatırımcıdan söz edildiği görülmektedir. Bunlardan birincisi bireysel yatırımcılar, ikincisi kurumsal yatırımcılardır. Bireysel yatırımcılar finansal piyasalardaki işlemlerini kendi nam ve hesaplarına yapan ve işlem hacimleri düşük olan yatırımcılardır. Bireysel yatırımcı herhangi bir kurum adına işlem yaptığı takdirde bu sefer kurumsal yatırımcı söz konusu olur (Karan, 2001, s. 687; Barak, 2008, s. 31). Kurumsal yatırımcılar, bireylerin küçük miktarlardaki birikimlerinin ya da tasarruflarının birleştirilerek

ortak bir havuzda tutulduğu ve bu tutulan fonların gerektiğinde fon ihtiyaçlarının ya da açıklarının karşılanması için ekonomik birimlerin kullanımına tahsis edildiği, kullandıkları finansal enstrümanlar ile bu fonların, ekonomik yatırımlar arasında dengeli bir şekilde dağıtımının sağlandığı finansal kurumlardır (Ünal, 1995, s. 47). Başka bir tanıma göre ise kurumsal yatırımcılar, küçük yatırımcılar ile büyük yatırımcıların birikimlerini bir arada toplayarak finansal piyasalara sunan ve değerlendirilmesine imkan sağlayan kurumlardır (Tanör, 1999, s. 191).

Piyasalardaki yatırımcılara, yaptıkları işlemler baz alınarak bakıldığında ise iki tip yatırımcının varlığından söz edilmektedir. Bunlar arbitrajcılar ve gürültücülerdir. Arbitrajcılar tamamen rasyonel yatırımcı oldukları varsayılmaktadır, fakat gürültücülerin sistematik önyargılara konu olan yatırımcılar olduklarından bahsedilmektedir. De Long, Shleifer, Summer ve Waldmann (1990) gürültücülerin satın alım ya da piyasa portföyleriyle ilgili konularda ekonomistlerin önerilerini dikkate almadıklarını belirtmektedir. Bunun yerine kendi yaptıkları araştırmalara dayalı olarak bu tür işlemleri yönetmek tercihinde bulunmaktadırlar. Sonuçta portföylerini çeşitlendirmede başarısız olurlar. Bunun sebebi irrasyonel hareket ve önyargıların karar verme süreçleri üzerindeki etkisidir (Lai, 2011, s. 24).

İlk ortaya çıktığı dönemlerde, yatırımcı davranışlarının analiz edilmesine ya da davranışlardaki anomalilerin tespit edilip olumsuz etkilerinin en aza indirilmesine odaklanan davranışsal finans disiplini, finans alanının önde gelen bilim adamları tarafından eleştiri konusu olmuştur. Finans alanındaki baskın paradigmaya göre yatırımcılar finansal enstrümanlar bağlamında rasyoneldirler ve bu nedenle hiçbir sistematik önyargının etkisi altına girmezler. Piyasalar, etkinlik sınırlarının dışına çıksalar dahi, arbitraj işlemleri sonucunda, bir süre sonra tekrar etkin bir duruma geleceklerdir. Bu nedenle, kusursuz arbitrajı sınırlandıran engellerin olabileceği görüşünü destekleyen çalışmaların varlığına rağmen (Shleifer ve Vishny, 1997), arbitraj süreci, tamamen rasyonel davranış sergileyen piyasaların etkinliği için bir garanti olarak görülmüştür. Bugüne bakıldığında ise piyasalarda, zaman zaman yapılan çalışmalarla da gözlenen ve irrasyonel davranışların artması nedeniyle oluşan volatilitelerin sadece birer kısa dönemli etki olduğu görüşünün akademik çevrelerde hala geniş çapta kabul gördüğü bilinmektedir. Buna karşın, piyasalar etkin olsun ya da olmasın, arbitraj işlemlerini çeşitli nedenlerle sınırlandıran engellerin olduğu açıktır (Heaton, 2002).

Davranışsal finans, yatırımcılar ve piyasalar açısından ele alındığında uluslararası alanda çok sayıda ve önemli çalışmalar yapıldığı görülmektedir. Shefrin (2000), değer maksimizasyonu sürecinde iki önemli davranışsal engel olduğunu belirtmektedir. Bunlardan birincisi dışsal maliyetler olarak tanımladığı ve firmaya özgü değer yaratımını zayıflatma eğiliminde olan engellerdir. Bu maliyetler bilişsel kusurlar ve duygusal etkilerden dolayı meydana gelen yönetici hatalarıyla ilişkilidir. İkinci engel ise analistlerin ya da yatırımcıların davranışsal hatalarından kaynaklanmaktadır. Daniel, Hirshleifer ve Teoh (2002), piyasaların etkin olmadıkları görüşünü destekler nitelikteki çalışmalarında, yatırımcıların sahip oldukları önyargıların menkul kıymetlerin fiyatı üzerinde önemli ölçüde etkisinin olduğunu belirtmektedirler. Barberis ve Thaler (2003), özsermaye primi bilmecesi (equity premium puzzle)¹, aşırı

¹Bu kavram, Barberis ve Thaler'a göre hisse senetlerinin yatırımcılar için yüksek ortalama getirisi olan, tüketimdeki büyüme ile düşük kovaryansa sahip birer varlık gibi görünmelerine rağmen ellerinde tutmakta isteksiz davranmalarını ifade etmektedir. Özellikle, piyasa arzını tutabilmek amacıyla ciddi bir risk primi iştahı sergilediklerini ifade eder. Öz sermaye primi bilmecesi aynı zamanda, tahvil ve hisse senetlerinin ortalama getiri oranları arasındaki aşırı fark olarak da karakterize edilir. Barberis ve Thaler davranışsal finansın bu bilmeceyi iki farklı yaklaşımla ele aldığını belirtmektedirler. Bunlardan birincisi

volatilité, aşırı alım-satım, hisse senedi getiri tahmini gibi modelleri, “Beklenti Teorisi” ve inançlar gibi kişilerin sahip olduğu psikolojik faktörler bağlamında açıklamaya çalışmaktadır. Baker ve Wurgler (2006) bilişsel önyargıların hisse senedi piyasası üzerindeki etkisini incelemişlerdir.

Black (1986), De Long ve diğerleri (1990), Shleifer ve Vishny (1997), Barberis ve diğerleri (2001), Hirshleifer (2001) ve Subrahmanyam (2008) yatırımcıların rasyonel olmadıklarından piyasa etkinliğinden tam olarak söz edilemeyeceğini ve bu nedenle piyasalardaki fiyatların asıl değerlerinden ayrıştığını ileri süren araştırmacılardan bir diğer bölümüdür.

Uluslararası alanda yatırımcıların davranışsal önyargılarını konu alan çalışmalara da sıklıkla rastlamak mümkündür. Rasyonel portföy teorisi temelinde, yatırımcılar, portföylerinde yer alan her bir finansal varlığın ya da menkul kıymetin kendi değerini dikkate almak yerine, tüm portföyün getirisi üzerine odaklanmaktadır (Von Neumann ve Morgenstein, 1947; Savage, 1954). Bununla birlikte yatırımcılarda en azından, en düşük refah düzeyini garanti altına almak amacıyla, yatırımları parçalara ya da gruplara ayırma eğilimi de gözlemlenmektedir. Bu tarz eğilim sergileyen yatırımcıların çoğunlukla mental muhasebe önyargısı (Thaler, 1999; Barberis ve Huang, 2001) altında hareket ettikleri ifade edilmektedir. Bu durumun bazı yatırım şirketlerinin neden yatırım fonlarını ya da portföylerini çeşitlendirdiklerinin ya da bölümlendirdiklerinin bir açıklaması olarak da kabul edilebileceği belirtilmektedir (Rockenbach, 2004, s. 514).

Benartzi ve Thaler (1995), bazı yatırımcıların belirledikleri fiyatla cari hisse senedi fiyatlarını karşılaştırmışlardır. Birçok yatırımcının bir menkul kıymetin satın alma fiyatını kendi belirledikleri fiyat düzeyinde olmasını tercih ettiklerini ifade etmektedirler. Bu fiyat seviyesi yatırımcılar için dayanak ya da referans noktasıdır. Yatırımcılar bu düşünceden hareketle çoğunlukla menkul kıymetin fiyatının kendi dayanak noktalarına gelmesini beklerler ve bu andan itibaren alım veya satım işlemini gerçekleştirirler (Lai, 2011, s. 11). Bu tip yatırımcıların dayanak noktası önyargısı altında hareket ettikleri ifade edilmektedir (Aktaran: Lai, 2011, s. 11).

Davranışsal finans çerçevesinde, literatürde, üzerinde en çok durulan ön yargı ise kendine aşırı güven önyargısıdır. Kendine aşırı güven önyargısının finansal piyasaların işleyişi ve yatırımcıların davranışları temelindeki öncelikli varsayımı, yatırımcıların kendi yetenek, bilgi ve tecrübelerine olan aşırı güvenleridir (Michailova, 2010, s. 9). Bu önyargı, yatırımcıların karar verme süreçlerini etkileyen ana etkidir. Kendine aşırı güven önyargısının kaynağı, bireylerin, kendi yeteneklerine, bilgilerine ve riski önemsememeye olan aşırı güvenleridir. Kyle ve Wang (1997), çalışmalarında kendine aşırı güvenen yatırımcıların rasyonel yatırımcılardan daha yüksek beklenen getiri ve fayda elde edebileceklerini, bunun sebebinin kendine aşırı güvenin agresif yatırıma neden olması olarak ifade etmektedirler (Baker ve Nofsinger, 2010, s. 250). Bununla birlikte, zaman içerisinde piyasalar bu açığı kapatacaklarından, kendine aşırı güven önyargısının sağladığı bu avantaj, ilk harekete geçen kendine aşırı güven önyargısına sahip yatırımcılar için geçerlidir. Piyasadaki işlem hacmi, kendine aşırı güvenli yatırımcıların olduğu durumda oldukça yüksek düzeylerde gerçekleşebilmektedir (Lai, 2011, s. 10).

Kendine aşırı güven önyargısına sahip yatırımcıların, finansal piyasalarda yaptıkları işlemler üzerine yapılan çalışmaların ulaştığı ortak sonuç, bu tür yatırımcıların genel olarak riskli pozisyon

beklenti teorisi diğeri belirsizlikten kaçınmaz. Her iki yaklaşımın da popüler tercihlerin kaçınılmasına neyin neden olduğunu açıklamaya çalıştıkları belirtilir.

arak, rasyonel yatırımcılara göre daha büyük işlem hacimlerinde ve miktarlarda alım-satım yaptıkları şeklindedir. Ayrıca kendine aşırı güven önyargısı piyasalarda, olağanüstü işlem hacimlerine (De Bondt ve Thaler, 1985) ve aşırı fiyat volatilitesine neden olmaktadır (Scheinkman ve Xiong, 2003; Benos, 1998; Daniel ve diğerleri, 1998). Odean (1998) eksik rekabet piyasalarında, kendine aşırı güven önyargısının piyasa bozulmalarına neden olabildiğini ve piyasa dengesinin mevcut olduğu koşullarda, beklenen hacim, piyasa derinliği, fiyat volatilitesi ve etkin bilgi düzeyinin içerden bilgi sağlayan kişilerin kendine aşırı güven önyargılarının etkisi ile birlikte artacağını ifade etmektedir.

Davranışsal Kurumsal Finans

Davranışsal finans disiplini çerçevesinde ilk zamanlar sadece yatırımcıların kararlarını etkileyen davranışsal faktörler ya da rasyonel karar verme süreçlerinden sapma nedenleri üzerinde durulmuştur. Bu kapsamda finansal piyasalardaki öngörülemeyen, etkin piyasalar hipotezi gibi geleneksel finans teorileri ile açıklanamayan ve rasyonel bir şekilde oluşmayan fiyat hareketlerinin nedenleri incelenmiştir.

Oysa davranışsal finans yalnızca yatırımcı davranışlarını inceleyen bir bilim dalı değildir. Uluslararası planda yapılan çalışmalara bakıldığında bu alanın üzerinde önemle durduğu bir diğer konu, “Davranışsal Kurumsal Finans” çerçevesinde ele alınan davranışsal önyargıların ya da rasyonaliteden sapmaların firmalar ve firmalarda karar mekanizmasında görev alan bireyler üzerinde nasıl bir etkisinin olduğudur. Bu bağlamda Shefrin (1999), davranışsal finans disiplininin işletme finansı için faydalı ve yardımcı sonuçlar ortaya koyduğunu ifade etmektedir. Baker ve Nofsinger (2010) bu disiplinin amacını, yöneticiler arasında irrasyonel davranışların tartışılmasını sağlamak ve bu yolla sermaye varlıklarının yanlış fiyatlanması problemi gibi anomalileri daha gerçekçi açıklayabilmek şeklinde özetlemektedirler.

“İşletme yöneticileri, firmalarını ilgilendiren ve en önemli karar aşamalarından biri olan finansal kararları nasıl alırlar? Alınan bu finansal kararlar, firmayı ve paydaşları nasıl etkiler?” gibi soruların yanıtları saf rasyonalite kavramı açısından bakıldığında oldukça basittir. Geleneksel finansın klasik varsayımları olan fayda maksimizasyonu, homo economicus varsayımı ve matematiksel modellemeler bu soruların yanıtı için yeterli görülmektedir. Fakat aynı soruların cevapları Davranışsal Kurumsal Finansın baktığı çerçeveden o kadar da kolay görülmemektedir. Çünkü insan karmaşık bir varlıktır. Çok karmaşık çözümler yapan zihinsel süreçlere sahiptir. Bunun yanında duygusal ve sezgisel özellikleri, olayları değerlendirme aşamasında oldukça karmaşık hareket eder ve her olaya birbirinden farklı anlam yükleyebilir. Sahip olduğu yüksek bilişsel ve duygusal özellikleri ve yargılama özelliği insanın makinelerden ayrı olarak değerlendirilmesini gerekli kılar. Ekonomik hayat göz önüne alındığında yönetsel karar vericilerin söz konusu özelliklerini daha fazla kullandıkları öne sürülebilir.

Geleneksel ekonomik varsayımlara ve teorilere bakıldığında, optimal tercihlerin firmanın statüsü ya da karakteriyle ilişkili olduklarının ifade edildiği görülmektedir. Daha geniş bir anlamda yönetsel karar vericiler vekalet çatışmalarında kimliksiz ve homojen vekiller olarak tasvir edilmektedir (Graham, Harvey ve Puri, 2013). Bununla beraber birçok çalışma, bireysel yöneticilerin kurumsal kararları etkilediğini göstermiştir.

Geleneksel finans teorilerinin temel varsayımlarından birinin rasyonel birey olduğu daha önce de belirtilmişti. Bu kavram firma yöneticileri veya sahipleri için de geçerli bir varsayım olarak kabul görmektedir.

Davranışsal finans literatürü, yönetici ve firma karar vermeleri konusuna bu kararlar üzerinde etkisi olan önyargıların ya da hevristiklerin incelenmesi bağlamında yaklaşmaktadır. Bu çabalar Davranışsal Kurumsal Finans başlığı altında toplanmaktadır. Özet olarak, davranışsal finans, yatırımcı irrasyonallitesi/bilişsel önyargısına etkin piyasalar ya da sermaye varlıklarını fiyatlandırma modeli gibi geleneksel finans teorilerinin bir eleştirisi olarak odaklanırken, Davranışsal Kurumsal Finans firma yöneticilerinin ya da sahiplerinin irrasyonallitesi/bilişsel önyargısına firma finansal kararları bağlamında yaklaşmaktadır.

Karar verme firmaların en önemli fonksiyonlarından biridir. Firmalarda karşı karşıya kalınan en önemli karar verme durumları ise finansal kararlarla ilgilidir. İnsan faktörünün söz konusu olduğu tüm organizasyonlarda olduğu gibi firmalarda da karar verme süreçleri, ciddiye alınması ve emin adımlarla yürütülmesi gereken hayati öneme sahip bir süreçtir. Firma yöneticileri, faaliyetlerine devam ettikleri süre boyunca sürekli olarak karar verme aşamalarıyla karşı karşıya kalmaktadırlar. Bu kararlar tüm paydaşların faydasını maksimum yapacak şekilde alınmalıdır.

Baltaş (2011)'in belirttiği gibi, firmalarda alınacak kararların bireysel hedeflerden ziyade kurumsal hedeflere yönelik stratejileri yansıtması gerekir. Dolayısıyla yöneticilerin verecekleri her türlü karar, doğrudan firmayı ve paydaşlarını etkileyecektir. Bu nedenle yöneticilerin karar verme süreçleri üzerinde etkili olan faktörlerin mümkün olduğunca çok yönlü incelenmesi önemlidir. Bu bağlamda, firma yöneticilerinin ve/veya sahiplerinin karar verme süreçleri üzerinde, psikolojik ve davranışsal faktörlerin olası etkisinin göz önüne alınmasının, daha etkin sonuçlar elde edilmesine yardımcı olacak bir unsur olduğu düşünülmektedir.

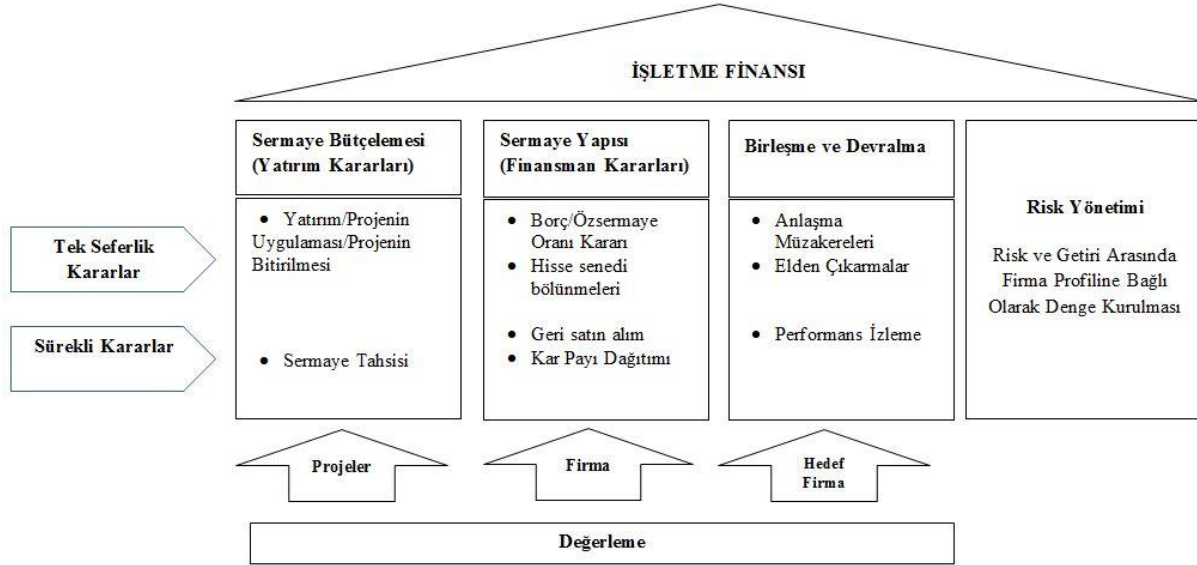
Görüldüğü üzere firmalardaki karar mekanizmalarının merkezinde yer alan yöneticilerin psikolojik faktörlerinin aldıkları kararlardaki etkisi konusu, ihmal edilmiş bir durum arz etmektedir. Yöneticilerin, karar verme süreçlerindeki davranışsal faktörlerin etkisinin dikkate alınması, aynı zamanda daha etkili firma faaliyetlerine zemin hazırlayacak ve rasyonel kararlardan sapmaların oluşturduğu olumsuz etkilerin en aza indirilmesine yardımcı olacaktır.

Malmendier ve Zheng'in de (2012) çalışmalarında belirttikleri gibi, uluslararası alanda yapılan çalışmalardan oluşan finans ve Davranışsal Kurumsal Finans literatürüne bakıldığında, firmaların, yatırım, satın alma-birleşme, sermaye yapısı, kar dağıtımı, sermaye bütçelemesi vb. finansal kararları üzerindeki yöneticilerin karakteristik özelliklerinin ve önyargılarının etkisini inceleyen çalışmaların sayısının her geçen gün arttığı görülmektedir. Yazarlar çalışmalarında, bu konudaki literatürün büyük bir bölümünün İngilizce'de “chief executive officers (CEO)” olarak adlandırılan üst düzey firma yöneticileri üzerine yapılmış çalışmalardan oluştuğunu (Carpenter ve Weikel, 2011) ifade etmektedirler. Literatürün diğer bölümünün ise “chief financial officers (CFO)” olarak adlandırılan finans yöneticilerinin davranışlarının ve önyargılarının analizi üzerine yoğunlaştığını (Ben-David, Graham ve Harvey, 2007; 2010) ifade etmişlerdir.

Finans literatürü, ampirik çalışmaların bir sonucu olarak rasyonel olmayan davranış kalıplarını yapılarına dahil eden modeller geliştirme üzerine her geçen gün daha fazla odaklanmaktadır (Shefrin, 2000; Hirshleifer, 2001). Bu bağlamda yapılan çalışmalar, davranışsal önyargıların firmalarda alınan finansal kararlar üzerinde etkili olduğunu belgelemektedir (Malmendier ve Tate, 2008; Corderio, 2009; Deshmukh, Goel ve Howe, 2010; Hirshleifer, Low ve Teoh, 2010; Malmendier, Tate ve Yan, 2011).

Shefrin (2007), Baker ve Wurgler (2011), psikolojik ve davranışsal faktörlerin firmalarda etkiledikleri finansal karar alanlarını Şekil 3’ de görüldüğü gibi ifade etmişlerdir (Vrabel, 2015, s. 16).

Şekil 3: Finansın Temel Karar Alanları



Kaynak: Shefrin, 2007; Baker ve Wurgler, 2011; Vrabel, 2015

Shefrin, 2007 yılında yaptığı çalışmada önyargıları, kurumsal karar vermeler açısından önemli gördüğü üç kategoride topladığı görülmektedir. Bunlar; hevristikler, önyargılar ve çerçeveleme etkisidir. Tablo 3’ de Shefrin tarafından yapılmış ve psikolojik önyargıların Davranışsal Kurumsal Finans alanında yapılan çalışmalarda kullanımlarını gösteren gruplandırma yer almaktadır. Bu tablo daha çok özet niteliğindedir.

Tablo 3: Davranışsal Kurumsal Finans Alanında İncelenen Psikolojik Önyargı Kategorileri

Önyargılar	Hevristikler	Çerçeveleme Etkisi
Aşırı İyimserlik	Temsiliyet	Kayıptan Kaçınma
Kendine Aşırı Güven	Kullanılabilirlik	Kesin Kayıptan Kaçınma
Onaylama Önyargısı	Dayanak Noktası	Beklenti Teorisi
Kontrol Yanılsaması	Etki ya da Duygu	
Kayıptan Kaçınma		

Kaynak: Shefrin, 2007

Sonuç ve Değerlendirme

Geleneksel finans teorisi, finansal aktörlerin rasyonel olduğunu ve piyasalarda oluşan fiyatların bir standardı olduğunu varsayar. Piyasalarda işlem gerçekleştiren aktör rasyonelitesinin önemli bileşenleri ise beklenen fayda ve Bayes teorisidir (Glaser, Nöth ve Weber, 2003). Kahneman ve Tversky (1973), yatırımcıların belirsiz sonuçları öngörmeye Bayes Teorisini ve diğer benzer olasılık teorilerini sistematik olarak ihlal ettiklerini tespit etmişlerdir. Peki ya söz konusu aktörler sanıldığı gibi rasyonel

değil de irrasyonel veya en fazla sınırlı rasyonel iseler bu durum finansal piyasalar üzerinde önemli etkilere yol açar mı? Bu sorunun cevabına yönelik çalışmalar davranışsal finansın temel uğraşısı olmuştur.

Psikoloji alanındaki araştırmalar, bireylerin çeşitli psikolojik faktörlerin etkisi altında kalarak karar verme davranışlarını şekillendirdiklerini belgelemiştir. Bu önyargılar finansal piyasalarda işlem yapan yatırımcılar ile firmalarını ilgilendiren stratejik finansal kararlar alan yöneticiler için de geçerlidir. Önyargılar, kararlara ve sahip olduğumuz tercihlere ulaşmak için bilgiyi nasıl işlediğimizle ilişkilidir.

Cardes, Cronley ve Cline, (2014) ekonomik ve finansal sistem içerisindeki aktörlerin davranışsal özelliklerinin önemine binaen somut bir örnek olarak 2008 yılında ABD’li finans devi Lehman Brothers’ın iflasını açıklamasıyla başlayan ve etkileri uzun süre devam eden küresel ekonomik krizi vermektedirler. Kriz döneminde görüldüğü gibi zaman zaman büyük firmaları yöneten üst düzey yöneticilerin dahi çok basit hatalar yaparak önemli derecede olumsuz sonuçlara yol açabilmektedirler. Peki, nasıl oluyor da geleneksel finans teorilerinin iddia ettiği gibi sınırsız bilgi işleme kapasitesine sahip “rasyonel bireyler” tarafından yönetilen Lehman Brothers ve Merrill Lynch² gibi devasa firmalar, kusursuz ekonomi modelleri ile etkin piyasaların çevrelediği mükemmel finansal ve ekonomik sistem içerisinde, büyük ekonomik felaketlere yol açabiliyorlar?

Bu çalışmada finans literatüründe son yıllarda kendisine geniş bir alan bulmaya başlayan davranışsal finans ve davranışsal kurumsal finans konuları ile ilgili genel bilgiler verilmeye çalışılmıştır. Özellikle söz konusu alanların temellerine inilerek gördükleri ilginin altında yatan sebeplere ışık tutulmaya çalışılmıştır. Bu bağlamda davranışsal finansın psikolojik temellerini oluşturan bilişsel ve davranışsal önyargılar ve hevristikler açıklanmaya çalışılmıştır.

KAYNAKÇA

- Abelson, R. P. ve Levi, A. (1985). *Decision making and decision theory*. Handbook of social psychology, 1, 231-309.
- Atkinson, R.E.E. Smith, D.J. Bem ve S.N. Hoeksemaç. (1996). *Psikolojiye giriş* (Çev.: Yavuz Alogan) 12. Edition, USA.
- Baker, H. K. ve Nofsinger, J. R. (Eds.). (2010). *Behavioral finance: investors, corporations, and markets*(Vol. 6). John Wiley & Sons.
- Baker, M. ve Wurgler, J. (2006). Investor sentiment and the cross-section of stock returns. *The Journal of Finance*, 61(4), 1645-1680.
- Baker, M. ve Wurgler, J. (2011). *Behavioral corporate finance: An updated survey* (No. w17333). National Bureau of Economic Research.<http://www.nber.org/papers/w17333.pdf>
- Baker, M., Ruback, R. ve Wurgler, J. (2004). *Behavioral corporate finance: A survey*. In *The Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, Espen Eckbo (Ed.). New York: Elsevier/North Holland.<http://down.cenet.org.cn/upfile/10/2008725123226110.pdf#page=172>
- Baltaş, Z., (2011), Karar vermenin psikolojisi, *Kaynak Dergisi*, Sayı 46, Nisan-Haziran.
- Barak, O. (2008). İMKB’de aşırı reaksiyon anomalisi ve davranışsal finans modelleri kapsamında

² ABD merkezli ve dünya çapından faaliyet gösteren en büyük yatırım bankalarından biridir.

- değerlendirilmesi. *İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 10(1), 1-24.
- Barberis, N. ve Huang, M. (2001). Mental accounting, loss aversion, and individual stock returns. *The Journal of Finance*, 56(4), 1247-1292.
- Barberis, N. ve Thaler, R. (2003). *A survey of behavioral finance*. Handbook of the Economics of Finance, Volume 1, Part B, Pages 1053–1128.
- Barberis, N., Huang, M. ve Santos, T. (2001). Prospect theory and asset prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 1-53.
- Benartzi, S. ve Thaler, R. (1995). Myopic loss aversion and the equity premium puzzle. *Quarterly Journal of Economics*. 110: 1, pp. 73-9
- Ben-David, I., Graham, J. R. ve Harvey, C. R. (2007). *Managerial overconfidence and corporate policies* (No. w13711). National Bureau of Economic Research.<http://www.nber.org/papers/w13711.pdf>
- Ben-David, I., Graham, J. R. ve Harvey, C. R. (2010). Managerial miscalibration (No. w16215). National Bureau of Economic Research.https://faculty.fuqua.duke.edu/~charvey/Research/Working_Papers/W105_Managerial_miscalibration.pdf
- Black, F. (1986). Noise. *The Journal of Finance*, 41(3), 529-543.
- Buchanan, D. ve Huczynski, A. (2004). *Organizational behaviour*. An Introductory Text. FT Prentice Hall, 441.
- Camerer, C. F. ve Malmendier, U. (2004). *Behavioral organizational economics*. Behavioral Economics and Its Applications, Princeton University Press, Princeton and Oxford.http://eml.berkeley.edu/~ulrike/Papers/BEO_chap7.pdf (Erişim:11/04/2015)
- Camerer, C. F.,& Malmendier, U. (2007). Behavioral organizational economics. Behavioral Economics and Its Applications, Princeton University Press, Princeton and Oxford.
- Camerer, C. ve Loewenstein, G. (2004). *Behavioral economics: Past, present, future*. Princeton: Princeton University Press
- Carpenter, M. A. ve Weikel, M. K. (Eds.). (2011). *The handbook of research on top management teams*. Edward Elgar Publishing.
- Cordeiro, L., (2009) *Managerial overconfidence and dividend policy*, Available at SSRN:<http://ssrn.com/abstract=1343805> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1343805>
- Cornicello, G. (2004), *Behavioural finance and speculative bubble*, Doctoral dissertation, University of Bocconi
- Daniel, K., Hirshleifer, D. ve Teoh, S. H. (2002). Investor psychology in capital markets: Evidence and policy implications. *Journal of monetary economics*, 49(1), 139-209.
- Datta, S., Iskandar-Datta, M. ve Raman, K. (2003). Value creation in corporate asset sales: The role of managerial performance and lender monitoring. *Journal of Banking & Finance*, 27(2), 351-375.
- Selody, K. (2010). *Board independence and the gender pay gap for top executives* (CRI 2010-013). Retrieved [insert date] from Cornell University, ILR School, Compensation Research Initiative site: <http://digitalcommons.ilr.cornell.edu/cri/16>
- De Bondt, W. F. ve Thaler, R. (1985). Does the stock market overreact?. *The Journal of finance*, 40(3), 793-805.

- De Long, J. B., Shleifer, A., Summers, L. H. ve Waldmann, R. J. (1990). Noise trader risk in financial markets. *Journal of political Economy*, 703-738.
- DeLong, J. Bradford, Andrei Shleifer, Lawrence H. Summers ve Robert J. Waldmann, 1990, Positive feedback investment strategies and destabilizing rational speculation, *Journal of Finance* 45, 379-395.
- Deshmukh, S., Goel, A. M. ve Howe, K. M. (2010). *CEO overconfidence and dividend policy*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1496404> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1496404>
- Dow, J. ve G. Gorton, 1994, Arbitrage chains, *Journal of Finance* 49, 819-849.
- Döm, S. (2003), Yatırımcı Psikolojisi, İstanbul: Değişim Yayınları.
- Fairchild, R. (2010). Behavioural corporate finance: existing research and future directions. *International Journal of Behavioural Accounting and Finance*, 1(4), 277-293.
- Frankfurter, G. M. ve McGoun, E. G. (2000). Market efficiency or behavioral finance: The nature of the debate. *The Journal of Psychology and Financial Markets*, 1(3-4), 200-210.
- Fuller, R. J. (1998). Behavioral finance and the sources of alpha. *Journal of Pension Plan Investing*, 2(3), 291-293.
- Fuller, R.J. (2000), *Behavioral finance and the sources of alpha*. Working Paper.
- Gazel, S., (2014), *Davranışsal finans (psikolojik eşik ve önyargılar)*, Ankara: Detay Yayıncılık.
- Gilovich, T., Griffin, D. ve Kahneman, D. (2002). *Heuristics and biases: The psychology of intuitive judgment*. Cambridge University Press.
- Glaser, M., Nöth, M., & Weber, M. (2003). *Behavioral finance. Rationalitätskonzepte, Entscheidungsverhalten und ökonomische Modellierung*, 3., https://ub-madoc.bib.uni-mannheim.de/2770/1/dp03_14.pdf
- Graham, J. R., Harvey, C. R. ve Puri, M. (2013). Managerial attitudes and corporate actions. *Journal of Financial Economics*, 109(1), 103-121.
- Haley, U. C. ve Stumpf, S. A. (1989). Cognitive trails in strategic decision-making: linking theories of personalities and cognitions. *Journal of Management Studies*, 26(5), 477-497.
- Haselton, M. G., Nettle, D. ve Andrews, P. W. (2005). *The evolution of cognitive bias*. The handbook of evolutionary psychology, 724-746.
- Heaton, J. B. (2002). *Managerial optimism and corporate finance*. Financial management, 31(2), 33-45.
- Hirshleifer, D. (2001). Investor psychology and asset pricing. *The Journal of Finance*, 56(4), 1533-1597.
- Hirshleifer, David, Siew Hong Teoh ve Angie Low, (2010), *Are overconfident CEOs better innovators?*. Working paper, University of California, Irvine.
- Jurevičienė, D. Ve Ivanova, O. (2013). Behavioural Finance: Theory and Survey. *Science–Future of Lithuania/Mokslas–Lietuvos Ateitis*, 5(1), 53-58.
- Kahneman, D. (1992). Reference points, anchors, norms, and mixed feelings. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 51(2), 296-312.
- Kahneman, D. (2003). *Maps of bounded rationality: Psychology for behavioral economics*. American economic review, 1449-1475.
- Kahneman, D. Ve Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 263-291.
- Kahneman, D. ve Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 263-291.

- Kahneman, D. Ve Tversky, A. (1984). Choices, values, and frames. *American psychologist*, 39(4), 341.
- Kahneman, D., & Egan, P. (2011). *Thinking, fast and slow (Vol. 1)*. New York: Farrar, Straus and Giroux.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1972). *Subjective probability: A judgment of representativeness*. In *The Concept of Probability in Psychological Experiments* (pp. 25-48). Springer, Dordrecht.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1973). On the psychology of prediction. *Psychological Review*, 80(4), 237-251.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1982). The psychology of preferences. *Scientific American*, 246(1), 160-173.
- Kanheman, D., Slovic, P. ve Tversky, A. (1982). *Judgement under uncertainty: Heuristics and biases*. Cambridge University Press, Cambridge, UK.
- Kanheman, D., Slovic, P. ve Tversky, A. (1982). *Judgement under uncertainty: Heuristics and biases*. Cambridge University Press, Cambridge, UK.
- Karan, B. (2001). *Yatırım analizi ve portföy yönetimi*, Ankara: Gazi Kitabevi.
- Kardes, F., Cronley, M. ve Cline, T. (2014). *Consumer behavior*. Cengage Learning.
- Lai, L. (2011), *Behavioral biases in corporate financial decision making*, Bachelor Thesis Finance, Tilburg University, International Business.
- Malmendier, U. ve Tate, G. (2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of financial Economics*, 89(1), 20-43.
- Malmendier, U. ve Zheng, H. (2012). *Managerial duties and managerial biases*. University of California at Berkeley Working Paper.
- Malmendier, U., Tate, G. ve Yan, J. (2011). Overconfidence and early-life experiences: the effect of managerial traits on corporate financial policies. *The Journal of finance*, 66(5), 1687-1733.
- Mcmahon, R. G. P., (2006). *Behavioural finance*, Entrepreneurial Cognition and SME Financial Management, Working Paper Number: 06-3, School of Commerce, Flinders University.
- Miller, M. H. (1986). Behavioral rationality in finance: The case of dividends. *Journal of Business*, S451-S468
- Nisbett, R. Ve Ross L., (1980), *Human inference: Strategies and shortcomings of social judgment*, Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.
- Nofsinger, J. R. (2011). *The psychology of investing*. 4. Baskı, New Jersey: Prentice Hall.
- Özerol, H. (2011), *Davranışsal finans: Bireysel yatırımcıların nasıl davranacakları belli olmaz*, Elma yayınevi.
- Park, H. ve Sohn, W. (2013). Behavioral finance: A survey of the literature and recent development. *Seoul Journal of Business*, 19(1), 3.
- Payne, J. W., Bettman, J. R. ve Johnson, E. J. (1988). Adaptive strategy selection in decision making. *Journal of Experimental Psychology: Learning, Memory, and Cognition*, 14(3), 534.
- Payne, J. W., Bettman, J. R. ve Johnson, E. J. (1992). Behavioral decision research: A constructive processing perspective. *Annual Review of Psychology*, 43(1), 87-131.
- Pimenta, A. ve Fama, R. (2014). *Behavioral finance: a bibliometric mapping of academic publications in usa since 1993*. Available at SSRN 2406763.
- Pitz, G. F. ve Sachs, N. J. (1984). Judgment and decision: Theory and application. *Annual Review of Psychology*, 35(1), 139-164.
- Ricciardi, V. ve Simon, H. K. (2000). What is behavioral finance?. *Business, Education & Technology*

- Journal*, 2(2), 1-9.
- Ritter, J. R. (2003). Behavioral finance. *Pacific-Basin Finance Journal*, 11(4), 429-437.
- Rockenbach, B. (2004). The behavioral relevance of mental accounting for the pricing of financial options. *Journal of economic behavior & organization*, 53(4), 513-527.
- Savage, L.J. (1954), *The foundations of statistics*. New York: John Wiley.
- Schwenk, C. R. (1988). The cognitive perspective on strategic decision making. *Journal of management studies*, 25(1), 41-55.
- Sefil, S. ve Çilingiroğlu, H., K., (2011), Davranışsal finansın temelleri: Karar vermenin bilişsel ve duygusal eğilimleri, *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 10 (19), 247-268.
- Sewell, M., (2010), *Behavioural finance*, Available online at: <http://www.behaviouralfinance.net/behavioural-finance.pdf>
- Shafer, G. (1986). Savage revisited. *Statistical science*, 1(4), 463-485.
- Shefrin, H. (1999). Irrational exuberance and option smiles. *Financial Analysts Journal*, 91-103.
- Shefrin, H. (2000). *Beyond greed and fear: Understanding behavioral finance and the psychology of investing*. Oxford University Press.
- Shefrin, H. (2001). Behavioral corporate finance. *Journal of Applied Corporate Finance*, 14(3).
- Shefrin, H. (2007, June). Behavioral finance: biases, Ortalama-variance returns, and risk premiums. *In CFA Institute Conference Proceedings Quarterly*, 24(2), 4-12.
- Shiller, R. J. (2003). From efficient markets theory to behavioral finance. *Journal of economic perspectives*, 83-104.
- Shleifer, A. ve Vishny, R. W. (1997). The limits of arbitrage. *The Journal of Finance*, 52(1), 35-55.
- Simon, H. A. (1955). A behavioral model of rational choice. *The Quarterly Journal of Economics*, 99-118.
- Simon, H. A. (1957). *Models of man; social and rational*. Oxford, England: Wiley.
- Simon, H. A. (1979). *Rational decision making in business organizations*. The American economic review, 493-513.
- Statman, M. (1999). Behavioral finance: Past battles and future engagements. *Financial Analysts Journal*, 55(6), 18-27.
- Stevenson, M. K., Busemeyer, J. R. ve Naylor, J. C. (1990). *Judgment and decisionmaking theory*. In MD Dunnette & LM Hough (Eds.), *Handbook of industrial and organizational psychology* (Vol. 1, pp. 283-374). Palo Alto, California: Consulting Psychologists Press.
- Tanör, R. (1999). *Türk Sermaye Piyasası, 1. Cilt* (Taraflar).
- Thaler, R. (1985). Mental accounting and consumer choice. *Marketing Science*, 4(3), 199-214.
- Thaler, R. H. (1999). Mental accounting matters. *Journal of Behavioral Decision Making*, 12(3), 183-206.
- Tversky, A. Ve Kahneman, D. (1973). Availability: A heuristic for judging Frekans (Sıklık) 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.
- Tversky, A. ve Kahneman, D. (1992). Advances in prospect theory: Kümülatif representation of uncertainty. *Journal of Risk and Uncertainty*, 5(4), 2
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1971). Belief in the law of small numbers. *Psychological Bulletin*, 76(2), 105-110.

- Tversky, A., & Kahneman, D. (1981). The framing of decisions and the psychology of choice. *Science*, 211(4481), 453-458.
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1983). Extensional versus intuitive reasoning: The conjunction fallacy in probability judgment. *Psychological Review*, 90(4), 293-315.
- Ünal, T., (1995), *Gelişmekte olan piyasalar ve kurumsal yatırımcılar*, İMKB Yayınları, No:7, İstanbul.
- Von Neumann, J., & Morgenstern, O. (1947). *Theory of games and economic behavior*, 2nd rev.
- Vrabel, D., (2015), *Behavioral biases and their impact on corporate finance: Overview of literature and implications for valuation, corporate governance and corporate strategy*, Master Thesis, HEC Paris, MSc International Business CEMS.
- Wilke A. and Mata R. (2012) Cognitive Bias. In: V.S. Ramachandran (ed.) *The Encyclopedia of Human Behavior*, vol. 1, pp. 531-535. Academic Press.