



# JOURNAL OF ACCOUNTING, FINANCE AND AUDITING STUDIES

<http://www.jafas.org>

## Beklenen Fayda ve Beklenti Teorileri Bağlamında Geleneksel Finans - Davranışsal Finans Ayrımı (Traditional Finance - Behavioral Finance Distinction in the Context of Expected Utility and Prospect Theories)

Bilgehan TEKİN<sup>a</sup>

<sup>a</sup> Yrd. Doç. Dr., Çankırı Karatekin Üniversitesi, İ.İ.B.F., İşletme Bölümü,  
btekin@karatekin.edu.tr

### Anahtar Kelimeler

Beklenen Fayda Teorisi,  
Beklenti Teorisi,  
Geleneksel Finans,  
Davranışsal Finans.

### Jel Sınıflandırması

D80, G02, G30, O16.

### Özet

Geleneksel finans beklenen fayda ve rasyonel tercih olmak üzere iki temel varsayıma dayalı olarak gelişim göstermiştir. Bununla birlikte bu varsayımların yeterince gerçekçi olmadığı ileri sürülerek yoğun bir şekilde eleştirilmiştir. Davranışsal finans alanının temeli ise beklenti teorisine dayanmaktadır. Bu teoriye göre bireyler tam rasyonel hareket edemezler ve kayıplara, aynı miktarda kazançlardan daha fazla anlam yüklerler, riskten ve kayıptan kaçınma davranışı gösterirler. Davranışsal finans bireylerin davranış ve duygusal kalıplarını karar verme süreçlerine dahil ederek finansal karar verme süreçlerinde kullandıkları akıl yürütme kalıplarının daha gerçekçi olarak anlaşılmasını amaçlamaktadır. Bu çalışmada, geleneksel finans ve davranışsal finans alanları ile bu iki alanın temelleri üzerinde durulmuş ve genel prensipler üzerinden karşılaştırılarak tartışılmıştır. Bu çalışma, konuya ilişkin geniş kapsamlı bir bakış açısı yansıtmaktadır. Çalışmanın hedefi, geleneksel ve davranışsal finans disiplinlerinin ortaya koydukları farklı bakış açılarının ve temellerinin bir bütün olarak daha iyi anlaşılmasını sağlamaktır. Bu çalışma ile ayrıca, daha sonra yapılacak çalışmalarda kullanılacak teorik alt yapıya veya kavramsal çerçeveye katkı sağlanması da amaçlanmıştır.

### Keywords

Expected Utility Theory,  
Prospect Theory,  
Traditional Finance,  
Behavioral Finance.

### Jel Classification

D80, G02, G30, O16.

### Abstract

Traditional finance has developed based on two fundamental assumptions, including the expected utility theory and rational choice or decision. However, this hypothesis has been criticized heavily by put forward that are not realistic enough. The basis of behavioral finance theory is based on the "prospect theory". According to this theory individuals cannot act fully rational, they install more sense to loses than at the same amount of profit and they exhibit risk and loss aversion behaviour. Behavioral finance is intended individuals' understanding of the reasoning patterns that used in their financial decision-making as a more realistic by including the behavioral and emotional patterns of individuals to the decision making processes. This study has focused on traditional finance and behavioral finance fields and the basics of these two fields. And also these fields are discussed and compared with general principles. This study reflects the terms of a comprehensive view on the subject. The goal of the study is to provide a better understanding of the different viewpoints that put forward by traditional and behavioral finance disciplines as a whole. Also with this study it is aimed to contribute to the theoretical background and conceptual framework that will be used in next studies.

## 1. Giriş

Belirsizlik altında karar alma teorileri, özellikle yatırım kararları (portföy tercihi, fon tercihi, menkul kıymet yatırımları v.b.) açısından ele alındığında, beklenen faydanın maksimizasyonu varsayımına dayanmaktadır. 1950'li yılların ortalarından itibaren ortaya atılan modellerin dayandığı temel nokta ya da varsayım, insanların rasyonel birer canlı olmaları nedeniyle finansal piyasalarda yaptıkları veya yapacakları işlemlerde de rasyonel hareket edecekleri, ilgili tüm bilgilere ulaşabilecekleri ve bu bağlamda beklenen faydalarını maksimize edecek şekilde kararlar alacakları şeklindedir. Bununla birlikte karar verme mekanizmasının merkezinde yer alan insan, bir robot ya da makine değildir. Duyguları, sezgileri, yargıları ve önyargıları olan canlı bir varlıktır. Bu tür davranışsal ve psikolojik faktörler bizlerin mevcut tüm bilgileri kullanmamıza, tamamen rasyonel kararlar almamıza ve sadece "beklenen faydanın maksimize edilmesi" şeklinde amaçlar edinmemize engel olur.

Sahibi olduğumuz psikolojik ve davranışsal özellikler bizleri diğer canlılardan da farklı kılar. İnsanı farklı kılan bu özellikler nedeniyle bilim insanları zamanla, geleneksel ekonomi ve finans teorilerinin öne sürdüğü bu gibi varsayımların her durumda geçerli bir yaklaşım olamayacağını düşünmelerine, gündeme almalarına ve geleneksel ve modern finansa eleştirel bir yaklaşımla yeni çalışmalar ortaya koymalarına neden olmuştur. Geleneksel finans teorisinin varsayımlarına dayalı ve Nobel ödülü kazanmış olan çok sayıda çalışma olmasına rağmen bu teorilerin gerçek dünyaya uygunluğu ve geçerliliği günümüzde de tartışılmaya devam etmektedir.

Jureviciene ve Ivanova (2013) tarafından da belirtildiği gibi, bireylerin davranışsal özelliklerinin aldıkları finansal kararlardaki etkisinin<sup>1</sup> gerçek dünyaya bakıldığında, geleneksel ekonomi ve finans araştırmacıları tarafından ortaya konan teorilerdeki davranışlardan farklı olduğu görülmektedir. Bu nedenle, geleneksel finans teorileri bir yönüyle finansal boyut içeren her türlü kararın açıklanmasında yeterli düzeyde açıklama yapamayacak veya bu tür kararları tahmin edemeyecektir (Jureviciene ve Ivanova, 2013:53-54).

Günümüzdeki tartışmaların yanında irrasyonel davranış kalıplarını vurgulayan ilk isimlerden biri Fransız sosyolog Le Bon (1896)'dur. Le Bon, piyasalarda işlem yapan bireylerin, karar verme süreçlerini iki kategoride incelemektedir. Birinci kategori, kazara

---

<sup>1</sup> Le Bon (1896), Raiffa (1968), Kahneman ve Tversky (1979) gibi araştırmacıların yaptıkları çalışmaların da etkisiyle...

ve anlık çözümleri içerirken, ikinci kategori, yasalar ile düzenlenen ve halk tarafından desteklenen çözümler içermektedir (Jureviciene ve Ivanova, 2013:53-54).

Rasyonel birey ve bu bağlamda ortaya konan rasyonel ekonomik modele ilk eleştiri yapan kişilerden biri ise “sınırlı rasyonalite” önermesi ile Simon (1947, 1996, 1999)’dır. Simon’ın, sınırlı rasyonellik konusunda yaptığı çalışmalar nedeniyle kendini “sınırlı rasyonalitenin peygamberi” olarak nitelendirdiği de belirtilmektedir (Barros, 2010). Simon ve sınırlı rasyonalite önermesine ileride daha ayrıntılı değinilecektir. Markowitz (1952), karar verme sürecinde etkisi olan değişkenin sadece toplam refah artışı olamayacağını bunun yanında refahtaki değişimin de önemli bir faktör olabileceğini ileri sürmüştür. Fayda fonksiyonunda meydana gelebilecek geçici değişimler nedeniyle ilgili ayırımın veya karşılaştırmanın, alışagelmış zenginlik ile şimdiki zenginlik arasında yapılması gerektiğini belirtmektedir. İrrasyonel davranış kalıplarını vurgulayan bir diğer araştırmacı Fransız ekonomist Allais (1953)’tır. Allais verilen kararların doğrusal olamayacağını ileri sürmüştür. Allais, bireylerin bilgi eksikliği olan durumlarda ve kalıplaşmış rasyonel tercihleri engelleyen değerlendirmeler sırasında, olası alternatifler arasından tercih yaparken irrasyonel hareket ettiklerini belirtmektedir (Jureviciene ve Ivanova, 2013:53-54). Geleneksel finans teorisi ve modellerin geçerliliğini ciddi manada eleştiren çalışmaların sayısı 1970’lerin sonlarına doğru daha da artmıştır.

Bu bağlamda Langer (1975), irrasyonel davranış kalıplarını inceleyen bir başka önemli araştırmacıdır. Langer irrasyonel kararların, **kontrol yanılsaması (illusion of control)** olarak adlandırdığı davranışsal önyargı sonucu ortaya çıktığını ifade etmiştir. Buna göre bireyler, kendi yeteneklerinin olayları kontrol edebilmelerine yetecek düzeyde olduğuna inanırlar. Bu durum bireylerin, yüksek düzeylerde risk almalarına neden olan bir unsurdur (Jureviciene ve Ivanova, 2013).

Geleneksel finansa yöneltilen bir başka eleştiri konusu ise, sermaye yapısı ve kar dağıtım politikası gibi temel finansal kararların, teorik ve ampirik açıdan yetersiz oldukları şeklindedir. Bu kararlar, finans alanının önde gelen araştırmacıları tarafından “bilmece”<sup>2</sup> şeklinde ifade edilerek eleştirilmiştir (Black, 1976; Myers, 1984). Özellikle etkin piyasalar hipotezinin piyasalarda görülen anomalileri açıklamada yetersiz kalması ve bireylerin mevcut bilgilerin tümünü rasyonel karar alma süreçlerinde kullanamayacakları

---

<sup>2</sup> Capital Structure Puzzle (Myers, 1984), Dividend Puzzle (Black, 1976).

görüşünün yoğun bir şekilde dillendirilmeye başlanması bu eleştirilerin temel noktalarını oluşturmuştur.

Diğer yandan, geleneksel finansa yöneltilen eleştiriler genel olarak, ekonomi modellerinde tanımlanan ekonomik insanın ana hedefinin kar maksimizasyonu (homo economicus) olduğu iddiası üzerine yoğunlaşmaktadır. Bu tür bir iddia aslında sanıldığından daha az önemlidir ve buna karşın asıl önemli unsur, kişilerin ihtiyaçlarını karşılamasına yetecek düzeyde bir kar ya da getiri düzeyi beklentisine sahip olmalarıdır. Bu durum, ekonomik/rasyonel insan ya da homo economicus varsayımlarının yerini, normal ya da gerçek insan olgusunun alması gerektiğini ortaya koymaktadır.

Geleneksel finans teorisi en uygun seçim ve gerçek seçim olmak üzere iki varsayılan amaca dayandırılarak oluşturulmuştur. Bununla birlikte bireylerin en iyi tercihi yapamamaları noktasında ortaya çıkan problemin çözümü için yeni modeller geliştirilmesi ihtiyacı doğmuştur. Bu modeller piyasalardaki davranışlara ilişkin tanımlayıcı nitelik taşıyan özellikte olacaktır. Davranışsal finans, böyle bir ortamda gelişim göstermiştir (De Bondt ve Thaler, 1994:387).

Çalışmanın bundan sonraki başlıkları altında öncelikle karar verme davranışının temelleri üzerinde durulacak olup devamında fayda, beklenen fayda ve beklenti teorilerine değinilecek daha sonra davranışsal finans konusunda genel bir değerlendirme yapılacaktır.

## **2. Karar Vermenin Temelleri**

İş dünyasında, ekonomide ve akademik çevrelerde kabul gören genel varsayım, kişilerin rasyonel bireyler olmalarından ileri gelen rasyonel tercih davranışı sergiledikleri şeklindedir. Rasyonel tercih davranışının kökeni ise 18. yy' da Adam Smith (1776) tarafından yapılan çalışmaya kadar dayanmaktadır. Smith, bu çalışmasında kişilerin karar verme süreçlerini tam ve mükemmel bilgi altında yürüttüklerini ve bu bilgiyi doğru ve önyargısız olarak işleyebildiklerini varsaymaktadır. Bugüne baktığımızda, Smith'in bu teorisinin dünyanın saygın üniversitelerinde okutulan derslerin, ekonomik modellemelerin ve politikaların dayanak noktasını oluşturduğu gözlemlenmektedir. Söz konusu teori aynı zamanda, yetersizlikleri, gerçek dünyayla bağdaşmayan varsayımları ve insan tasviri nedeniyle sıklıkla eleştirilmektedir.

Adam Smith'in "tarafsız gözlemci" varsayımı ile Sigmund Freud'un "süper ego" önermesi bireylerin rasyonel karar verme süreçlerinden sapmalarına yol açan faktörlere değinen ilk örneklerdendir (Diamond ve Vartiainen, 2007:235). Diğer yandan, literatüre

bakıldığında karar teorisinin üç temel paradigmasından bahsedildiği görülmektedir. Bunlar; beklenen fayda teorisi, beklenti teorisi ve ortalama varyans analizidir (Hens ve Bachmann, 2008:12). 1738 yılında Daniel Bernoulli tarafından ortaya atılan “beklenen fayda teorisi (expected utility theory)” daha sonra Von Neumann ve Morgenstern tarafından 1944 yılında “beklenen sübjektif fayda teorisi” adı altında yeniden ele alınmış ve geliştirilmiştir (Von Neumann ve Morgenstein, 1953, 2007). Beklenen fayda ve beklenen sübjektif fayda teorilerine göre bireyler aldıkları kararları yaptıkları olasılıksal hesaplamalara dayandırır ve kendilerine en çok fayda sağlayacağına inandıkları şekilde karar verirler.

Daniel Kahneman ve Amos Tversky (1979) tarafından ortaya konan “beklenti teorisi (prospect theory)”, normal bir insanın karar verme sürecinde kayıplara kazançlardan daha fazla anlam yüklediği üzerine kurulmuştur. Buna göre, insanlar kendilerinin fayda durumlarında meydana gelen değişmelere kendilerinde meydana gelen değişmelerden daha fazla odaklanırlar ve sübjektif olasılıkların beklentisi, yüksek düzeyde önyargılı olarak gerçekleşir. Beklenen fayda teorisi, hangi kararların rasyonel olduklarını açıklar. Beklenti teorisi ise hangi tür kararların en sık gözlendiğini açıklamaktadır (Hens ve Bachmann, 2008:12).

Markowitz’in (1952) ortalama varyans analizi ise gerçek hayatta en sık kullanılan karar verme modelidir. Bu modelde, alternatifler değerlendirilerek, minimum düzeyde risk içeren beklenen bir getiri düzeyinde en fazla getiriye sahip alternatifin tercih edilmesi amaçlanır. Bu model, etkin bir portföy seçim modeli olarak kullanılmasının yanında, amaç fonksiyonu ve kısıt yapısı itibari ile kısıtlı kaynaklar altında en fazla fayda ya da en az maliyet amaçlı klasik bir optimizasyon problemi olarak da görülmektedir (Keçeci, 2015:462).

Normal dağılım gösteren durumlarda (örneğin normal dağılım gösteren kazançlar) olduğu gibi özel durumlarda da bu üç karar modelinin birbirine yakın sonuçlar ortaya koyduğu, fakat genel olarak bakıldığında ve modeller arasında karşılaştırma yapıldığında birbirlerinden farklı oldukları belirtilmektedir. Özellikle ortalama varyans kararları irrasyonel iken, beklenti teorisi kararlarının rasyonel olabilmesi söz konusudur. Dolayısıyla saf bir sınıflandırma olan davranışsal önyargı = irrasyonel davranış ve ortalama varyans = rasyonel davranış önermelerinin tamamıyla yanlış olabileceği ifade edilmektedir (Hens ve Bachmann, 2008:12).

Karar teorisi ilk olarak, şans ya da piyango oyunlarının nasıl seçilip birleştirileceği ile ilgili olarak ortaya çıkmıştır. Bugün, her türlü karar ve yatırım durumlarının temelinde bu teorinin yattığı söylenir. Karar ve olasılık teorisinin temellerinin anlaşılması açısından, **St. Petersburg Paradoksu** önemli bir yere sahiptir. Bu paradoksa göre, bir oyunda, beklenen değere bağlı olarak karar veren katılımcılar mevcutsa, o oyun, bu tür katılımcılar açısından oynanamaz yapıdadır. Bu paradoks, Daniel Bernoulli tarafından 1738 yılında “Commentaries of the Imperial Academy of Science of Saint Petersburg” dergisinde yayınlanmıştır. St. Petersburg Paradoksu’nda bir yazı-tura oyunu söz konusudur. Burada “tura” gelene kadar madeni para ile “yazı-tura” atılır. Oyundan kazanılacak ödül, tura gelene kadar madeni paranın kaç kez atıldığına bağlıdır. Tura gelene kadar para x kez atılmışsa kazanılacak para 2x olacaktır. Eğer ilk atıştan sonra oyun biterse yapılacak ödeme birdir. Eğer ikinci para atıldıktan sonra oyun biterse ödeme iki olacaktır. Yani para atışı oyununda sıra değiştiğinde kazanç ya da ödül iki katına çıkmaktadır. Dolayısıyla üçüncü para atıldıktan sonra kazanç dört olmaktadır ve bu durum bu şekilde devam eder (Taşdemir, 2007:307; Hens ve Bachmann, 2008:12).

Oyuna başlamak için gereken başlangıç miktarının ya da ücretinin ne olması gerektiği konusu tartışmalıdır. X rasgele ödül değişkeni kabul edildiğinde olasılık dağılımı aşağıdaki şekilde tanımlanır;

$$f_x(x) = \left(\frac{1}{2}\right)^x \quad (1)$$

Beklenen ödül E harfi ile tanımlanırsa;

$$E = \frac{1}{2} \cdot 1 + \frac{1}{4} \cdot 2 + \frac{1}{8} \cdot 4 + \dots = \sum_{x=1}^{\infty} \left(\frac{1}{2}\right)^x \cdot 2^{x-1} = \sum_{x=1}^{\infty} \frac{2^{x-1}}{2^x} = \sum_{x=1}^{\infty} \frac{1}{2} = \infty \quad (2)$$

Formülden de anlaşılacağı üzere beklenen fayda ya da ödül sonsuza gitmektedir ve herhangi bir sınırı yoktur. Bu nedenle oyun için ödenen değer ne miktarda olursa olsun her durumda avantajlıdır. Bununla birlikte kişilere “böyle bir oyuna katılmak için ne kadar ödeme yaparsınız?” şeklinde bir soru sorulduğunda, verilen miktar cevabının ortalamasının oldukça düşük olduğu görülmüştür. Bernoulli bu durumu azalan marjinal fayda kanunu ile açıklamaktadır. Bunun yanında “beklenen fayda hipotezi” bu durumun açıklanması için kullanılan bir başka varsayımdır. Bernoulli’nin de belirttiği üzere, 1000 TL kazanç elde etmek, fakir bir kişi için zengin bir kişiye oranla daha değerlidir. Bernoulli, ödemeleri, “logaritmik fayda fonksiyonu”na göre değerlendirmektedir. Buna göre St.

Petersburg Paradoksu'nun sübjektif değeri yani beklenen faydası (Hens ve Bachmann, 2008:12);

$$\sum \frac{1}{2^t} \ln(2^t) = \sum_{t=1}^n \frac{t}{2^t} \ln(2) = 2 \ln(2) = 1.3863 \quad (3)$$

şeklinde hesaplanır.

1944 yılında von Neumann ve Morgenstern beklenen fayda teorisinin sübjektiflik olmasını eleştirerek bu teoriye ilaveler yapmıştır. Beklenen fayda teorisi her ne kadar uzun bir zamandan beri belirsizlik altında yapılan tercihler için tanımlayıcı bir model olarak kullanılsa da gerçek davranışların tanımlanması bağlamında tam olarak işlevini yerine getiremediği ileri sürülerek eleştirilmiştir (Hens ve Bachmann, 2008:13). Bu durum **Allais Paradoksu** olarak adlandırılmaktadır. Örneği ek 10'da verilen Allais Paradoksu kısaca, yatırımcıların karar verirken sistematik bir şekilde beklenen fayda teorisi varsayımlarını ihlal ettiklerini öne sürmektedir (Görmüş, 2010:47; Aksoy ve Şahin, 2015:9).

Geleneksel karar verme modellerine bakıldığında matematiksel semboller, formüller ve işlemlerden oluştuğu, mantıksal, rasyonel ve güvenilir modeller olarak addedildikleri görülmektedir. Basit ve dikkat çekici yapılarına rağmen bu modeller gerçek dünyadaki karar verme süreçleriyle çoğunlukla bağdaşmazlar. 1950'li yıllara kadar Feller ve Hirsh gibi matematikçilerin iddiası, çeşitli piyangolar arasından yapılacak tercihin beklenen değer ve varyans gibi objektif bir istatistiksel kritere dayanması gerektiği şeklindeydi. Bununla birlikte, yatırım kararlarında da görüldüğü gibi, herhangi bir getiri düzeyinin, satın alınan ve getiri beklenen yatırımın çeşidi veya niteliği bağlamında değerlendirilmesi daha doğru bir yaklaşım olacaktır. Karar verme süreçlerinin çok nadir olarak mantıksal yapıları takiben başarıya ulaştığı şeklinde genel bir kanı olmasına rağmen, matematiksel modellemelerin ve analizlerin cazibesi bu modellemelere diğer alternatiflere nazaran daha fazla güven duyulmasına neden olmaktadır.

Geleneksel modeller ve teorilerde karar verme, aynı zamanda evrensel bir olgu olarak karşımıza çıkmaktadır. Buna göre karar verici hangi ülkede yer alırsa alsın belirli koşulları takip ederek dünyanın başka bölgelerinde başka kültürlerde yaşayan insanlarla aynı istikamette karar vermektedir (Schramm-Nielsen, 2001:405).

Oysa karar verme, geleneksel modellerin iddia ettiği kadar basite indirgenebilen ve belirli kalıplar dahilinde sürdürülen bir süreç değildir. Karar verme süreçleri çok çeşitli

faktörlerin etkisi altında, farklı şekillerde ortaya çıkabilir ve genellikle karar vericiler tarafından varsayımlar ve önyargılar nedeniyle karmaşık bir hale dönüştürülür. Bu nedenle, başarılı karar verme modellerinin geliştirilebilmesi, öncelikle kararları etkileyen varsayımların ve önyargıların bilinmesini ve anlaşılmasını bunun yanında bu faktörlerin olumsuz etkilerinin en aza indirilmesini sağlayacak çözüm yöntemlerinin bulunmasını ve uygulanmasını gerektirir (Korte, 2003).

Edwards (1954), çoğu sosyal bilimcinin, psikoloji bilimcilerinden daha fazla bireylerin davranışlarını hesaba kattıklarını belirtmektedir. Ekonomistler ve psikoloji bilimciler, bireylerin karar vermeleri ile ilgili geniş bir teori yelpazesine ancak az sayıda deneysel bulgulara sahiptirler. Kahneman ve Tversky (1979), yayınladıkları bir makale ile "beklenti teorisi" adı altında tercihler için tanımlayıcı bir başka teori önermişlerdir. Bu teori aynı zamanda Allais paradoksuna karşı bir çözüm olarak görülmüştür (Görmüş, 2010:47).

İfade edildiği gibi karar verme süreci hayatın her anında her kesimden bireyin karşı karşıya kaldığı önemli aşamalardan biridir. Baltaş (2011), karar vermeyi "bireyin (grubun veya bir organizasyonun) olasılıkla ilgili bilgileri toplayıp değerlendirerek seçim yaptığı zihinsel bir süreç" olarak tanımlamaktadır. Yazar, yaptığı çalışmada karar verme olgusuyla ilgili aşağıdaki ifadelerle yer vermektedir;

"Psikoloji araştırmaları; aldığımız kararları dayandırdığımız sebeplerin ve karar verme sürecinin işleyiş biçiminin sübjektifliğinin reddedilemeyeceğini ancak buna rağmen, bireysel farklılıkların altında yatan zihinsel süreçlerin ortak yanları olduğunu göstermiştir. Ne var ki farklar bulduğunu ortaya koyan çalışmalar, benzerliklerin öne çıktığı araştırmalardan daha fazla yayımlanmaya değer bulunmuştur. Beynin temel işleyişi benzerliklerimizin, farklılıklarımız kadar önemli olduğunu göstermektedir. Bu mekanizmanın işleyişi, özel yaşamda ve iş yaşamında bireyleri mevcut alternatifler arasından en iyi sonucu verecek olanı seçmeye yönlendiriyor. "En iyi" ye atfedilen değer, kişiliğimiz ve geçmiş yaşantılarımızla şekillense de, karar anını yaşarken hepimizin beyinde benzer bölgeler aktive oluyor, beyin haritalarımızda aynı yönetsel fonksiyonların sonucunu gözlemleyebiliyoruz".

"Farklılıkların bütüncül bir çatı altında toplandığı kurumlarda, alınan kararların çalışanların bireysel yönelişlerinin önüne geçerek kurum stratejilerini yansıtması beklenir."



Karar verme, aynı zamanda, her türlü organizasyon içerisinde yer alan yönetim fonksiyonunu da ifade etmektedir. Bunun başlıca nedeni, yöneticilerin buldukları organizasyonları sadece idare etme görevleri üstlenmemeleri aynı zamanda karar verici konumda bulunmalarıdır. Bu konuya ileriki bölümlerde daha detaylı olarak değinilecektir.

Geleneksel yaklaşımda, değinildiği gibi, karar verme denildiğinde rasyonel karar verme anlaşılmaktadır. Bir sonraki başlık altında rasyonel karar verme olgusu irdelenmiştir.

### **3. Rasyonel Karar Verme**

Rasyonel davranış teorisinin incelenmesi bizi, rasyonel karar vermenin ortalama bir bireyin davranışının dışında bir eylem olduğu sonucuna götürmektedir. Alışkanlık, gelenek, dini inanç, sosyal ilişki, ilgi alanı, hedef, deneyim, algı ve ön yargı gibi faktörler, karmaşık çevre içerisinde düşünce ve davranışlarına yön veren bireylerin davranışlarını etkilemektedir. Karar verme, bu karmaşıklığın bir uzantısıdır. Bireyler bu karmaşık yapı içerisinde çevrelerini etkileyen çok sayıdaki faktörü ya da değişkeni anlamlandırmaya çalışmaktadır.

Cosmides ve Tooby (1994), mantık, matematik ve olasılık teorisi temelinde oluşmuş rasyonel karar verme yöntemlerinin hesaplama ya da sayısal açıdan zayıf olduklarını ifade etmektedirler. Yine Cosmides ve Tooby (1992) ve diğer araştırmacıların belirttikleri gibi insan zihni spesifik amaçlar için fonksiyonlar ile donatılır ve özel dizayn edilmiş mekanizmalar ile problemleri çözmeye çalışır.

Simon, bilimsel yöneticilik ve insan ilişkileri görüşlerini tamamlayıcı özellikte yönetimde karar verme üzerine çalışmış ve ilk akla gelen isimlerden biridir. Simon, "Administrative Behavior" isimli çalışmasında örgütteki insan davranışını çözümlenmiş, özellikle de karar verme sürecini incelemiştir. Bu kitabın 1945 yılındaki ilk baskısında rasyonel kararlardan bahsederken ikinci baskısında (1947) yönetsel kararların doyurucu kararlar olması gerekliliği üzerinde durulmuştur (Tural, 1988:498).

Rasyonelliğin literatürde çok sayıda tanımı bulunmaktadır. Bununla birlikte Etzioni (1988) rasyonelliği en genel anlamıyla, kişilerin hedeflerine ulaşmak amacıyla en uygun alternatifleri, akıllarını kullanarak, etkili bir şekilde seçmeleri şeklinde tanımlanmaktadır. Rasyonel kararlar ise, verilecek kararın sonuçlarının içerdiği belirsizlik ile kararı veren kişinin sahip olduğu yargıları ve karakteristik özellikleri arasında denge kuran kararlar şeklinde ifade edilebilir.

Ayyıldız Ünnü (2014), rasyonel karar verme modellerinde yer verilen karar verme kavramının genel olarak, tanımlayıcı yerine kuralcı bir yaklaşımla ele alındığını belirtmektedir. Bu modeller, finansal piyasalarda ve diğer çevrelerde yapılan seçimleri gözlemlemeye, tanımlamaya, açıklamaya ve en önemlisi tahmin etmeye çalıştıklarından, bir dereceye kadar faydalı modeller olarak değerlendirilir. Aynı zamanda, bireysel hedeflere ulaşmayı sağlayacak ideal standartlar seti ve davranış normları önerirler ve bu nedenle normatif niteliktedirler (Aktaran: Ayyıldız Ünnü, 2014:93).

Psikoloji alanında çalışan bilim insanları ile davranışsal ekonomi savunucuları ise insan davranışlarının bu denli basit ele alınmaması gerektiğini ifade etmişler ve rasyonel karar verme modellerini yoğun bir şekilde eleştirmişlerdir. Bu eleştirilerin temelinde yatan neden, varsayımlardan yola çıkılarak, hukuki bir yapıya sahip örgütlerin verecekleri kararların nasıl olması gerektiğine yönelik gereken şartları ortaya koymanın, doğru olmadığını düşünülmesidir (Ayyıldız Ünnü, 2014:93).

Alanında önemli isimlerden biri olan Heracleous (1994), "Rational Decision Making: Myth or Reality?" başlıklı çalışmasında, geleneksel yaklaşımlarda rasyonel karar verme sürecinin ardışık bir süreç izlediğini belirtmektedir. Şekil 1, geleneksel yaklaşımla ele alınan "bir rasyonel karar verme modeli"ni ifade etmektedir. Modele göre, öncelikli olarak karar verilmesi gereken problemin açık bir şekilde ortaya konması gerekir. İkinci aşamada karar problemiyle ilgili ulaşılabilecek beklenen hedefler ve amaçlar belirlenmelidir. Üçüncü olarak karar probleminin çözümüne ulaştıracak alternatif rotaların yeterli bir araştırma sonucunda belirlenmesi gerekmektedir. Daha sonra bu alternatiflerin objektif olarak değerlendirilmesi aşaması gelmektedir. Beşinci aşamada, hedeflerin başarılmasına olanak sağlayacağı düşünülen en iyi alternatifin seçimi yapılır. Seçilen alternatif ile karar verme sürecinin rotası uygulanır. Uygulama sonucunda elde edilen sonuçlar izlenir ve değerlendirilir. Elde edilen sonuçlardan beklenen oranda tatmin olunamaması durumunda süreç tekrarlanır (Heracleous, 1994:16).



**Şekil 1:** Rasyonel Karar Verme Modeli

**Kaynak:** Heracleous, 1994:16

Heracleous, bu sürecin, gerçek durumlarla büyük oranda bağdaşmayan belirli varsayımlar ve karakteristik özellikler gibi etkenler bağlamında öne sürüldüğünü ifade etmektedir. Ayyıldız Ünnü (2014) söz konusu etkenleri şu şekilde sıralamaktadır:

- *“Karar vericilerin meselenin doğasına ve meseleye ilişkin hedeflerine yönelik açık/net ve karmaşık olmayan bir anlayışları vardır.*
- *Her seçeneğe ve seçeneklerin sonuçlarına ilişkin kapsamlı bir araştırma yapmak mümkündür ve söz konusu araştırma gerçekleştirilir.*
- *Tüm seçenekler istenen hedefleri gerçekleştirebilme olasılıkları baz alınarak objektif bir şekilde değerlendirilir ve belirlenen hedefi gerçekleştirme olasılığı en yüksek olan seçenek seçilerek uygulanır*
- *Sonuçlar sürekli ve objektif olarak izlenir.*
- *Rasyonel model, örgütsel paradigmanın karar verme süreci üzerindeki kısıtlayıcı etkilerini dikkate alır.*
- *Model, politik davranışın karar verme süreci üzerine etkilerini de yok sayar.”*

Karar verme süreci, bireyler için tercihler arasından en uygununun seçilmesini gerektirmesi, belirsizlik içermesi ve hatalı bir kararın ciddi olumsuz sonuçlar ortaya koyma olasılığından dolayı dikkatle yürütülmesi gereken bir süreçtir. Psikolojik araştırmalar sonucu insanların karar verme süreçlerinde nasıl davrandıkları üzerine her geçen gün büyüyen bir literatür oluşmuştur. Bugüne bakıldığında ise karar verme denildiğinde genel olarak, rasyonel karar verme yapısının kastedilmeye devam ettiği

görülmektedir. Bununla birlikte, insanlar çoğunlukla davranışsal ya da psikolojik özelliklerinin etkisi altında kaldıklarından irrasyonel ya da sınırlı rasyonel hareket ederler. Yaptıkları tahminler çoğu durumda öngörülebilir şekilde hatalıdır. İnsanların bilgi depolama ve bu bilgiyi işleme kapasitelerinin sınırlı olmasının yanında onları makinelerden ayıran önyargı, duygu, sezgi ve yargılama gibi özellikleri, davranışları ve karar verme süreçleri üzerinde son derece etkili unsurlardır.

Rasyonel tercih teorisi altında optimal kararın ne olabileceğine yönelik tartışmalar, insan karar verme davranışına ilişkin olarak alternatif tercih teorilerinin geliştirilmesini sağlamıştır. Bu teorilerden biri, rasyonalite kavramını daha gerçekçi bir bakış açısıyla ele alan "sınırlı rasyonalite"dir (Simon, 1947, 1996, 1999). Simon'dan bu yana, tam rasyonalite kavramı daha az kutsallaştırılmaya başlanmış ve psikoloji ile ilgilenen bilim insanları, bulgularını, ekonomistler ve diğer alanlardaki psikolojiyle ilgilenen araştırmacılar için daha erişilebilir hale getirmişlerdir (Klauss, 2006:28).

#### 4. Sınırlı Rasyonalite

İnsan karar verme süreçleriyle ilgili ilk teoriler, Herbert Simon (1955, 1957) tarafından tanımlanmıştır. Simon (1996, 1999) daha sonra bu teorilerini daha da geliştirerek, ekonomik kararların mükemmel bilgilerle alındığı varsayımına karşı çıkmıştır. Birçok araştırmacı ve bilim insanı gibi Simon da rasyonel karar verme varsayımının gerçekçi bir varsayım olmadığını düşünerek daha gerçekçi bir yaklaşım olan **Sınırlı Rasyonalite** önermesini ortaya koymuştur (Simon, 1947). Simon bu önerme ile bireylerin problem çözme yeteneklerine ilişkin daha gerçekçi yaklaşımlar getirmiştir. Buna göre bireyler, sınırsız zaman ve beyin gücüne sahip olmadıklarından, problemleri her zaman optimal bir şekilde çözümlenmeyi başaramazlar ve başarmayı beklememelidirler. Rasyonaliteden uzaklaşma eğilimi hem yargılarda hem de alınan kararlarda kendini gösterir (Thaler ve Mullainathan, 2008).

Sınırlı rasyonalite, karar verme sürecinde değerlendirilecek ya da yararlanılacak bilginin istenilen düzeyde olmaması ya da bilgi asimetrisi durumunda beliren ve klasik ekonomi teorilerinde gördüğümüz rasyonel insan davranışları yerine, insanların sınırlı rasyonel bir biçimde hareket ettiklerini ifade eden kavramdır.

Aslında, Simon (1999), sınırlı rasyonalite kavramını ve bu kavramın yansımalarını siyaset bilimi merkezli olarak ele almıştır. Bununla beraber, kariyeri boyunca, siyaset (organizasyonel davranış), ekonomi (bu alanda 1978 yılında Nobel Ödülü almıştır),

psikoloji (bilişsel psikoloji) ve bilgisayar bilimleri (yapay zeka çalışmalarını tetiklemiştir) gibi farklı bilimlere de önemli katkılarda bulunmuştur (Jones, 1999:299).

Sınırlı rasyonalite önermesinin varsayımına göre insanlar, bilgi toplama ve topladıkları bu bilgiyi işleme bakımından mükemmel bir zihinsel yapıya sahip değildirler. Onların bilgi toplama ve işleme süreçlerinde hata yapmalarına ya da engellenmelerine neden olan zihinsel sınırlılıklara sahiptirler. İnsanlar yalnızca tam bilgi altında rasyonel hareket edebilirler. Tam bilgi altında karar verirken dahi yeterince değerlendirdikleri ve üzerinde düşündükleri bilgi ile karar verebilirler fakat bu kesinlikle mükemmel bir yargılama ve değerlendirme süreci yapıldığı anlamına gelmez (Mulholland, 1998:18-19).

Sınırlı rasyonalite teorisi, bireyler tarafından verilen kararların nasıl ve hangi faktörlere bağlı olarak gerçekleştiğinin daha iyi anlaşılmasını sağlayan bir teoridir. Teorinin temelinde karar vericilerin en uygun davranışlarını engelleyen farklı sınırlamalar ile karşı karşıya kaldıkları varsayımı yatmaktadır. Bu kısıtlar iç veya dış kaynaklı olabilirler (Klauss, 2006:28). Örneğin kişinin optimal karar verme durumuna tam bağlılığını sınırlayan unsur kişinin kişisel hesaplama yeteneği olabilecektir (Simon, 1955:101). Sınırlı rasyonalite sahibi karar verici, sınırlı sayıdaki alternatif seçenekleri toplar ve karar sürecini sürdürür. Finansal ve ekonomik modellerde sınırlı rasyonalite sıklıkla, emek maliyeti (yöneticiler, normatif olarak en uygun bir tercih yapma arzusundadırlar fakat aynı zamanda gösterdikleri çabanın maliyeti tarafından sınırlandırılırlar) olarak ifade edilir (Ofek, Yıldız ve Haruvy, 2002:4). Sonuç olarak birey, optimize olmamakla birlikte yalnızca tatmin olmaktadır (Simon, 1955:104; Klauss, 2006:29).

Sınırlı rasyonellik kavramıyla ilgili en dikkat çeken problem bu kavramın açık bir yorumunun olmamasıdır. Emek maliyeti ya da karar vericinin entelektüel yeteneğinin sınırlı olduğu belirtilirken, sınırlı rasyonelliğin, gerçekliğin sadece belirli sınırlayıcı yönleri ile karşı karşıya kalan, buna rağmen hala tam rasyonaliteye sahip bireyler için tanımlanmasından söz edilmektedir. Bu anlamda sınırlı rasyonellik teorisi bugünkü araştırmalardan oldukça farklı bir izlenim oluşturmaktadır. Simon (1955:100), sınırlı rasyonellik varsayımını, psikoloji bilimciler ile ekonomistlerin tam ortasında yer alan “işaret taşı” olarak nitelendirmektedir (Klauss, 2006:29).

Simon (1967), karar verme ve yönetme kavramlarının eş anlamlı olduklarını ve birbirlerinin yerine rahatlıkla kullanılabileceklerini ifade etmiştir. Bu görüşe göre “yönetici” kavramı yerine, “karar veren” de kullanılabilir. Yönetim, işlerin yapılmasını

sağlama sanatı olduğundan, bir yönetici karar verme sürecini dikkate alarak eylemlerine yön vermelidir.

Karar verme süreçlerinin daha basit hale getirilmesi amacıyla, temel olarak yoğunlaşılacak konular, zaman içerisinde, rasyonel varsayımlardan, davranışsal önyargıların bu süreçlerdeki kullanımlarının ve etkilerinin incelenmesine doğru kaymıştır. Kaynaklarının ve yeteneklerinin sınırlı olması nedeniyle insanlar, karar verme süreçlerinde, basit yöntemler ya da kısa yollar kullanmayı tercih ederler. Araştırmacılar, bu basitleştirilen karar verme davranışlarının, kişilerin önyargılarının etkisi altında belirdiğini ortaya koymaktadırlar (Mulholland, 1998:19).

Tarihsel akış içerisinde insanlar karşı karşıya kaldıkları karar durumları karşısında farklı arayışlar içerisinde olmuşlardır. Rönesans ile birlikte, karar verme, risk alma ve belirsizlik konularında matematiksel yaklaşımların daha fazla ön plana çıktığı görülmektedir. 17. ve 18. yy' da yapılan çalışmalarda ortaya konulan söz konusu yaklaşımlardan biri de **Fayda Teorisi**'dir.

### 5. Fayda Teorisi

18. yüzyılda ekonomide sürdürülen felsefi tartışmalar, insan davranışlarını motive eden unsurların ne olduğuna yönelik olarak sürdürülmüştür. Bu alanda yapılan çalışmalar bugün, "faydacı literatür" olarak bilinmekte ve öncüsünün Jeremy Bentham olduğu ifade edilmektedir. Bu yaklaşım altında; insanların mutluluğu elde etmek için arzularının tatminini sürdürmeye devam ettiklerine inanılmaktadır. Risk altında alınan kararların temelini "beklenen fayda" teorisi oluşturmaktadır. Fayda; bir malın tüketiminden ya da bulundurulmasından duyulan mutluluğu ifade etmektedir. Adam Smith (1776), faydayı, "kullanım değeri" olarak tanımlar ve değer kavramının iki farklı anlamı olduğundan bahseder. Faydanın bazı durumlarda herhangi özel bir nesnenin kullanımını ifade ederken, bazen de diğer nesnelere satın alma gücünü ifade etmek amacıyla kullanıldığından bahsetmektedir. Birinci ifadenin, kullanım değerini, ikinci ifadenin ise "takas değeri"ni ifade ettiğini belirtir (Klauss, 2006).

Ekonomi alanında yaşanan gelişmelerle birlikte bu disiplinin daha bilimsel bir hal alması, daha ölçülebilir kavramların ortaya konmasını gerektirmiştir. Bu, sonuç olarak, fayda teriminin daha yalın bir şekilde ifade edilerek basitleştirilmesine yol açmıştır. Zaman içerisinde fayda, sadece parasal terimlerle ölçülebilir bir kavram olarak varsayılma noktasına gelmiştir (Klauss, 2006). John von Neumann ve Oscar Morgenstern (1953), rasyonel davranış üzerine yaptıkları öncü çalışmalarında, ekonomik sistem

içerisindeki tüm katılımcıların amacının para ya da paraya eşdeğer bir meta olduğunu varsaymaktadırlar.

Klasik ekonomi ve finans teorilerine bakıldığında, ekonomik sistem ve finansal piyasalardaki tüm aktörlerin rasyonel oldukları ve her türlü bilgiye erişme imkanlarının olduğu, bununla beraber elde ettikleri bilgiyi mükemmel şekilde işleyebildikleri şeklinde bir takım varsayımlara dayandıkları görülmektedir. Kısacası söz konusu teoriler, etkin piyasalar ve piyasa katılımcılarının rasyonelliği varsayımları temel alınarak oluşturulmuştur. Bu varsayımların dayanak noktası ise **beklenen fayda teorisidir**. Çalışmanın bundan sonraki bölümünde beklenen fayda teorisi ve beklenen fayda teorisine eleştirel bir bakış açısıyla ortaya atılan **beklenti teorisi** üzerinde durulacaktır.

## 6. Beklenen Fayda ve Beklenti Teorileri

Sefil ve Çilingiroğlu (2011), karar verme teorisinin çözmeye çalıştığı temel problemlerden birinin, çıktılarının sonuçlarına dair olasılık dağılımlarının önceden tespit edilemediği belirsizlik durumu olduğunu belirtmektedirler. Bu sorun ilk olarak, ölçülebilen ve ölçülemeyen belirsizlik durumlarını ortaya atan Knight (1921) tarafından ele alınmıştır (Sefil ve Çilingiroğlu, 2011:257). Knight'ın, belirsizliğin ölçülemeyeceği yönündeki tezine karşılık olarak Daniel Bernoulli tarafından 1738 yılında temelleri atılan **beklenen fayda teorisi**, 1944 yılında John von Neumann ve Oscar Morgensitein tarafından "Oyunlar Teorisi ve İktisadi Davranış" adlı çalışmalarında geliştirilmiştir. Bu teori Kahneman ve Tversky tarafından 1979 yılında **Beklenti Teorisi**'nin ortaya atılmasına kadar risk altında karar verme teorisi olarak kullanılmıştır (Aksoy ve Şahin, 2009:6).

Beklenen fayda teorisinde, karar çıktılarının faydaları, her bir kararın sonucunun gerçekleşme olasılıkları ile ağırlandırılarak hesaplanmaktadır. Beklenti Teorisi'nde ise insan faktörü ile bireylerin sahip olduğu inançlar ve yargılar üzerinden bir çıkarımda bulunmaktadır (Aktaran: Karabulut, 2013:5520).

### 6.1. Beklenen Fayda Teorisi

Klasik rasyonalite, 1970'li yıllara kadar, ekonomi ve finans teorilerine egemen olan temel teori olarak karar problemine rasyonel çözümler üretilmesi esasına dayanmıştır. Bu dönemin temel paradigması "homo economicus" yani rasyonel insandır. Bu dönemde rasyonel insan modeli olarak, **Beklenen Fayda Teorisi** yaygın olarak kabul görmüştür (Tomak, 2009:148).

Beklenen fayda, belirsizlik altında verilen kararlar sonucu elde edilmesi beklenen olası faydanın, olayın gerçekleşme olasılığı ile çarpılmasıyla elde edilen sonuç olarak

tanımlanmaktadır. Buna göre karar verici bireyler rasyonel hareket ederler. Beklenen fayda teorisine göre rasyonel bir fayda optimizasyonu sürecini takip eden tüm bireyler, belirsizlik karşısında her bir olay için gerçekleşme olasılığını Bayesyen yöntemlerle hesaplarlar. Hesaplanan olasılıklarla, olaylardan elde etmeyi beklenen kazanımlar çarpılarak beklenen fayda maksimize edilir (Bostancı, 2003:3).

Beklenen fayda (değer);

$$BD = \sum_{r=i}^n u(x_i) p_i \quad (4)$$

şeklinde ifade edilebilir (Aksoy ve Şahin, 2009:5).  $p_i$ ,  $x_i$  sonucunun gelme olasılığı,  $u(x_i)$  ise  $x_i$  sonucu elde etmenin faydasını göstermektedir.

Bernoulli, bir miktar paranın, fakir bir insan için zengin bir insana göre daha değerli olduğundan kişilerin refahı arttıkça marjinal faydalarının azalacağını belirtmiştir. Bunun sonucu olarak fayda fonksiyonu iç bükey şeklini alır (Trepel, Fox ve Poldrack, 2005:35). Sefil ve Çilingiroğlu (2011) beklenen faydanın maksimizasyonunun finans açısından ele alındığında, finansal değer risk karşısında rasyonel yönetilmesi olarak ifade edilebileceğini belirtmektedirler. Ekonomik çıkarını gözetmeyen bireyin algıladığı risk düzeyi, algıladığı finansal değere göre farklılaşır. Buna göre paranın marjinal faydası riskten sakınan birey için negatif, risk seven birey için ise pozitifdir.

Geleceğe ilişkin belirsizlikler insanları belirsiz ortamlarda nasıl karar vermeleri gerektiği sorusuna yanıt aramaya zorlamıştır. Beklenen fayda teorisi, belirsizlik koşullarında karar vermede, rasyonel seçimler için ve ekonomik davranışları açıklamada yaygın olarak kullanılmıştır. İlk olarak XVIII. yy' da Bernoulli tarafından ortaya atılan bu teori, XX. yy' da Von Neumann ve Morgenstern'in türettikleri aksiyomları ekonomi teorisinin kullandığı standart bir araç haline gelmiştir (Aksoy ve Şahin, 2009:3).

Von Neuman ve Morgenstern (1944), bireylerin bekledikleri faydayı maksimize etmelerinin rasyonel karar için bir ölçüt olduğunu çeşitli aksiyomlarla ifade etmişlerdir (Schoemaker, 1982:531; Aktaran: Aksoy ve Şahin, 2009:7). İlgili aksiyomları Aksoy ve Şahin (2009) aşağıdaki şekilde ifade etmektedirler;

1. Tamlık; X ve Y iki mal sepeti olduklarını varsayalım, bu durumda, ya X en az Y kadar iyidir, ya Y en az X kadar iyidir ya da ikisi birden geçerlidir.
2. Geçişlilik; X ve Y iki mal sepeti olduklarını varsayalım, eğer X en az Y kadar iyiye ve Y de en az Z kadar iyiye, sonuç olarak X en az Z kadar iyidir.



3. Bağımsızlık; X, Y ve Z üç kura olduklarını varsayalım, eğer  $\alpha \in [0,1]$  için,  $\alpha X + (1-\alpha)Z > \alpha Y + (1-\alpha)Z$  sağlanıyorsa X Y'den iyidir. Yani, eğer iki kurayı üçüncüsüyle karıştırırsak, bu iki kuranın tercih sıralaması kullanılan üçüncüye bağlı değildir, ondan bağımsızdır.
4. Süreklilik; X, Y ve Z üç kura olduklarını varsayalım, eğer X Y'den ve Y de Z'den daha iyiyse  $\alpha \in [0,1]$  için  $\alpha$  olasılıkla Y  $\alpha X + (1-\alpha)Z$  kadar iyidir.

Yapılan çalışmalar sonucu, belirsizlik altında karar vermenin, geleneksel ekonomi kuramından sistematik olarak ayrıldığı görülmüştür. Belirsizlik altında verilen kararların çoğu, beklenen fayda teorisinin varsayım ve hipotezlerinden ayrılmaktadır. Beklenen fayda teorisinin açıklayamadığı ya da yetersiz kaldığı noktada "beklenti teorisinin ne gibi yeni yaklaşımlar getirdiğinin anlaşılması önemlidir.

## 6.2. Beklenti Teorisi

Ekonomi ve finans literatüründe yerleşmiş ve önemli bir yeri olan beklenen fayda teorisi, 1950'lerden sonra ciddi şekilde eleştirilmeye başlanmıştır. Yapılan teorik ve ampirik çalışmalarla, eksik ve hatalı yönleri ortaya konulmuştur (Allais ve Ellsberg paradoksları) (Aksoy ve Şahin, 2009:9). Özellikle **rasyonel insan** varsayımı nedeniyle oldukça fazla eleştirilmiştir. Bireylerin gerçek hayatta verdikleri kararların öncesinde bu kararların sonuçlarının olasılık tahminlerini yapmaları çoğunlukla güçtür. Bu nedenle L. Savage (1954) tarafından ortaya atılan **Sübjektif Beklenen Fayda Teorisi**, tercihlerin bireyin sübjektif olasılık değerlendirilmesiyle çarpılan fayda fonksiyonu olarak tanımlanmıştır. Fakat bu teoride, beklenen fayda teorisi gibi yoğun eleştirilere maruz kalmıştır (Aktaran: Sefil ve Çilingiroğlu, 2011:250).

Davranışsal ekonomi ve finansın temellerini atan bilim adamı olarak kabul gören Kahneman, bir başka ünlü psikolog Amos Tversky ile birlikte 1979 yılında "Beklenti Teorisi: Risk Altında Verilen Kararların Analizi" başlıklı bir çalışma yapmıştır. Bu çalışmada "Beklenen Fayda Teorisi"nin (Bernoulli, 1738; Neumann ve Morgenstern, 1944; Herstein ve Milnor, 1953; Savage, 1954; Luce ve Raiffa, 1957; Pratt, 1964; Fishburn, 1970) varsayımlarını eleştirerek bireylerin karar verme süreçlerinden sapma nedenleri üzerinde durmuşlar ve **Beklenti Teorisi**'ni ortaya koymuşlardır.

Beklenti teorisi risk ve belirsizlik altında verilen kararları konu almaktadır. Kahneman ve Tversky tarafından 1979 yılında yaptıkları ve beklenti teorisinin temelini oluşturan çalışmalarında, kayıptan veya riskten kaçınma olgusunun bireylerin verdikleri kararlar

üzerindeki etkisini öğrenciler üzerine yaptıkları bir deney ile incelemişlerdir. Çalışmalarında, öğrenciler üzerinde dört farklı tipte deney yapmışlardır.

Birinci deneylerinde öğrencilerden; %80 olasılıkla 4,000 dolar kazanabilecekleri ve %20 olasılıkla hiçbir şey kazanamayacakları alternatif ile %100 olasılıkla 3,000 dolar kazanabilecekleri alternatif arasında bir tercih yapmaları istenmiştir. Deneklerin %80'i 3,000 dolarlık kesin kazancı tercih etmişlerdir.

İkinci deneyde; %80 olasılıkla 4,000 dolar kaybedecekleri ve %20 olasılıkla hiç bir şey kaybetmeyecekleri alternatif ile %100 olasılıkla 3,000 dolar kaybedecekleri alternatif arasında bir seçim yapmaları istenmiştir. Deneklerin %92'si ilk seçeneği tercih etmişlerdir.

Üçüncü deneylerinde 600 kişinin salgın hastalıktan dolayı ölmesinin beklendiği varsayılmaktadır. Öğrencilerden hastalıktan korunmak için iki farklı alternatiften birini seçmeleri istenir. Birinci alternatife göre 200 kişi salgın hastalıktan kurtulacak, ikinci alternatife göre ise 600 kişinin %33'ü kurtulacak ve %67'si ise kurtarılamayacaktır. Sonuç olarak birinci alternatif deneklerin %72'si tarafından seçilmiştir.

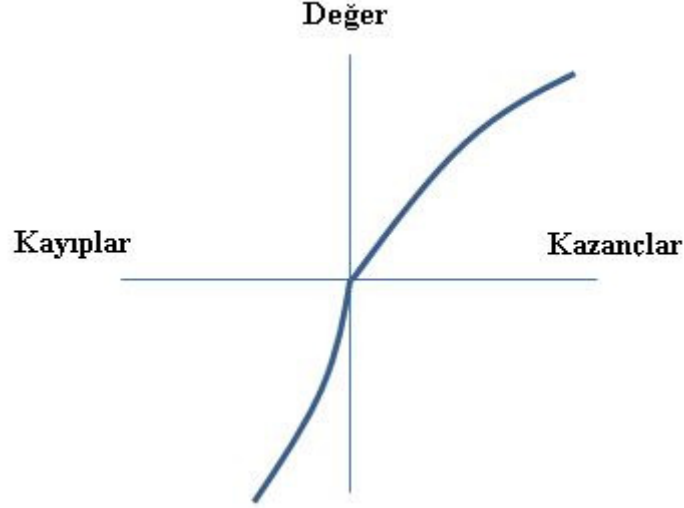
Dördüncü deneyde, üçüncü deneyde belirtilen senaryo değiştirilerek üçüncü ve dördüncü alternatifler deneklere sunulmuştur. Üçüncü alternatifte, 600 kişiden 400 kişi ölecek, dördüncü alternatifte ise %33 ihtimalle kimse ölmeyecek ve %67 ihtimalle 600 kişi ölecek seçenekleri sunulmuştur. Deneklerin %78'i dördüncü alternatifi seçmişlerdir.

Özetle beklenti teorisine göre bireyler kayıplardan sakınmak için risk almalarına karşın kazançlar söz konusu olduğunda riskten kaçınmaktadırlar.

Beklenti teorisi, risk altında karar vermenin alternatif bir modeli olarak, bireylerin aldıkları kararların son çıktıdan ziyade, kazanç ve kayıpların potansiyel değeri temelinde gerçekleştiğini ileri sürmektedir. Beklenti teorisi aynı zamanda, çeşitli alternatifleri arasından verilen risk içerikli kararları tanımlayan davranışsal ekonomi teorisinin temelini oluşturmaktadır. Bu teori, insanların kazanç ve kayıplara, psikolojik etkilerden dolayı farklı olasılık değerleri atadıklarını ortaya koyarak sadece psikolojide değil finans disiplininde de çığır açmıştır (Sefil ve Çilingiroğlu, 2011).

Beklenti teorisinin varsayımlarına göre insan davranış şekilleri iki yönde ortaya çıkmaktadır. Bunlardan birincisi, kişilerin sahip oldukları duygular aldıkları kararlarda olumsuz bir etkiye yol açmaktadır. İkincisi ise, bilişsel önyargılar, bireylerin rasyonel karar vermelerini zorlaştırmaktadır.

Beklenti teorisi, bireylerin, karar verme süreçlerinde, kararların sonuçlarından ziyade potansiyel kayıp ve kazançlarına yükledikleri değerleri dikkate aldıklarını ifade eder. Buna göre, değer fonksiyonu (şekil 2) kazançlar için normal olarak konkav (riskten kaçınmayı ifade eder), kayıplar için konveks (risk iştahını ifade eder) ve kayıplar için kazançlara oranla daha diktir (kayıptan kaçınmayı ifade eder).



**Şekil 2:** Beklenti Teorisi Değer Fonksiyonu

**Kaynak:** Kahneman ve Tversky (1979)

Beklenti teorisinin ortaya atılmasının ardından, finansal kararları etkileyen bilişsel ve duygusal yanlılıkları açıklayan çok sayıda çalışma yapılmıştır. Kahneman ve Tversky, deneysel psikoloji alanında karar vermeye ilişkin çeşitli örnekler üzerinde ulaştıkları bulguları sunan çalışmalarıyla, davranışsal finansın gelişimine büyük katkılar sağlamışlardır

Daniel Kahneman 2002 yılında davranışsal finans çalışmalarından dolayı Ekonomi Bilimleri Nobel Ödülü'nü kazanmıştır. Bu alanda yapılan bir çalışmanın Nobel ödülü alması davranışsal finansa olan ilgiyi son derece arttırmış ve bu tarihten itibaren tez, kitap, makale, bildiri vb. konuyla ilgili benzer bilimsel çalışmaların sayısında ciddi bir artış meydana gelmiştir. Bugün, Kahneman'ın Tversky ile beraber yürüttüğü ve 2002 yılındaki Nobel ödülüyle taçlanan çalışmalar serisi, modern davranışsal ekonomi ve davranışsal finansın temelleri olarak görülmektedir.

### **6.3. Beklenen Fayda ve Beklenti Teorisi Arasındaki Farklar**

Değindiği gibi beklenti teorisi beklenen fayda teorisinin bir eleştirisi olarak ortaya çıkmıştır. Kahneman ve Tversky ekonomi bilimine yönelik psikolojik yaklaşımların çok kısıtlı olduğunu ileri sürmüşlerdir. Rasyonel karar vermeyi savunan beklenen fayda

teorisine karşı ortaya konan beklenti teorisi, bireylerin psikolojik faktörlerden dolayı rasyonellikten sapmalar gösterdiklerini ortaya koyarak beklenen fayda teorisinin varsayımlarına karşı çıkmıştır.

Beklenen fayda teorisi, normatif analiz üzerine kuruludur. Normatif analiz; karar vermenin mantığı ve doğası ile ilgilidir. Karar problemlerine rasyonel çözümler üretmeye çalışır. Buna karşın, beklenti teorisi betimleyici analiz kullanır. Betimleyici analiz; insanların inanç ve tercihlerinin, ne olması gerektiği değil ne olduğu üzerinde durur, karar vermeye ilişkin davranış ve eğilimleri ölçmeye çalışır (Döm, 2003:11-12).

Beklenen fayda teorisine göre karar vericilerin karşı karşıya kaldıkları karar verme durumlarında olasılıksal inançlar ve beklentiler oluşturacağı ve istatistiksel ilkelere göre eldeki bilgileri işleyeceği kabul edilmektedir. Beklenti teorisi tüm insanların olmamakla birlikte çoğunluğun tamamen rasyonel olmayan tercihler yapacağını deneysel bulgularla ortaya koymaktadır. Beklenen fayda teorisi, bireylerin riskli seçenekler arasındaki tercihlerinin beklenen faydasını maksimize etmeye çalıştığını ve bu amaçla her bir sonucun faydasını olasılıkları ile ölçmekte ve en yüksek ağırlıklı toplama sahip seçeneği tercih edeceğini öne sürmektedir (Döm, 2003).

Beklenen fayda teorisi, finans literatüründe, belirsizlik koşullarında rasyonel davranışı ele alan bir teori olup, bireylerin rasyonel davrandığını varsayan pek çok finansal teoriyi etkilemiş bir teoridir. Ancak beklenen fayda teorisinin, belirli koşullar altında bireysel davranışların ön görülmesinde sistematik hatalar içerdiği de bilinmektedir (Şen, 2003).

## **7. Geleneksel ve Davranışsal Finans Ayrımı**

### **7.1. Geleneksel Finansın Genel Hatları**

Geleneksel finans, insanların riskten kaçınma ve beklenen faydalarını maksimize etme davranışı sergilediklerini varsayar. Bireyler, bekledikleri fayda ya da getiri yeterli ise risk almayı tercih etmezler. Aynı zamanda kişilerin söz konusu riskten kaçınma düzeylerinin birbirleriyle tutarlı olduğu varsayılır. Finans alanında yapılan çalışmalardan da anlaşıldığı gibi, geniş bir şekilde kabul gören ve temel olarak alınan varsayım, bireylerin inançlarının, yargılarının ve verdikleri kararların tamamen rasyonel olarak şekillendiği yönündedir. Bu varsayım altında, finansal piyasalardaki aktörlerin, gelecekteki olaylar ile ilgili tamamen önyargısız olarak öngörüler ortaya koymaları ve bu tahminleri kendi çıkarlarına en uygun şekilde kullanmaları beklenir (Nofsinger, 2011; Baker ve Wurgler, 2013).

Ricciardi ve Simon (2000), akademik finans alanında yakın zamanda ortaya atılan ve kabul gören teorilerin geleneksel finans teorileri olarak adlandırıldığını

belirtmektedirler. Geleneksel finans paradigmasına göre piyasa katılımcıları rasyoneldir ve finans alanında uzman bilim insanları bu varsayım temelinde finansal piyasaları çözmeye ve anlamaya çalışmaktadırlar. İleride de değinileceği üzere modern portföy teorisi (Markowitz, 1952) ve etkin piyasalar hipotezi (Fama, 1965;1970), geleneksel finans modellerinin iki temel konusudur. Bunların yanında sermaye varlıklarını ya da finansal varlıkları fiyatlandırma modeli, opsiyon fiyatlama modeli ve arbitraj fiyatlama teorisi gibi teori ve modeller geleneksel finansın diğer temel dayanak noktalarını oluşturmaktadır. Bununla birlikte tüm bu modeller, **rasyonel insan varsayımı** altında geçerlidir.

Geleneksel ekonomi ve finans teorilerinin rasyonel birey varsayımına göre bireyler, o an mevcut olan tüm bilgileri kullanabilme ve bu bilgileri en uygun şekilde işleme kapasitesine sahiptirler. Aynı zamanda bireylerin tercihlerinin zaman içerisinde istikrarlı ve tutarlı, kararın çerçevesinden de bağımsız olduğu varsayılır. Geleneksel modellerin öne sürdüğü diğer varsayımlara göre bireyler, sınırsız rasyonalite, sınırsız irade gücü ve sınırsız bencillğe sahip ekonomi katılımcılarıdır (Thaler ve Mullainathan, 2008:1).

Nofsinger (2011) geleneksel ya da klasik finans eğitiminin, kişisel önyargıların ya da psikolojik eğilimlerin finansal kararlarda etkisinin olduğunu göz ardı ettiğini ya da dikkate almadığını ifade etmektedir. Nofsinger, son 30 yıllık süreçte finans disiplininin şu iki varsayıma dayalı çalışmalarla geliştiğini belirtmektedir;

- İnsanlar rasyonel kararlar alırlar ve
- İnsanlar gelecekle ilgili tahminlerde tamamen önyargısız hareket ederler.

Geleneksel finansın önde gelen teorileri ve modelleri bu gibi varsayımlardan hareketle geliştirilmiştir (Nofsinger, 2011). Bugüne bakıldığında, bireylerin, kendi çıkarları için en iyisini tercih edebilecekleri çok güçlü modellere ve araçlara sahip olmalarına imkan sağlandığı, akademik çevrelerce kabul edilmektedir. Örneğin yatırımcılar modern portföy teorisini kullanarak kaldırabilecekleri herhangi bir risk altında yüksek düzeylerde getiri elde edebilirler. Sermaye varlıklarını fiyatlandırma modeli, arbitraj fiyatlama modeli ve opsiyon fiyatlama modeli gibi modeller vasıtasıyla menkul kıymetler değerlendirilebilir ve risk ve getiriye karşı öngörüler oluşturulabilir (Nofsinger, 2011).

Geleneksel finansa yöneltilen eleştiriler ve bu disiplinin piyasalarda gözlenen bir takım problemlerin açıklanmasında ve çözümünde yetersiz kalması, beklenti teorisinin varsayımlarını temel alan ve "davranışsal finans" olarak adlandırılan yeni bir disiplinin ortaya çıkmasına zemin hazırlamıştır.

## 7.2. Davranışsal Finans

Psikoloji ve sosyoloji bilimlerini, geleneksel finansın varsayımlarının incelenmesi amacıyla kullanan bilim insanları, insan davranışlarını ve psikolojisini dikkate almamaları sebebiyle geleneksel finans modellerinin iyi tasarlanmamış ve ciddi eksiklikleri olan modeller olduğunu ileri sürmüşlerdir. Pratik hayatta karşılaşılan çoğu durumda, kişilerin davranışlarının iddia edildiği gibi söz konusu varsayımlara göre şekillenmediği görülmektedir. Bireyler sıklıkla, geleneksel finansın öne sürdüğü varsayımları ihlal eden davranışlar sergilemektedirler. Örneğin bireyler, bir yandan doğal felaketlere karşı maddi varlıklarını (servetlerini) ya da sağlıklarını korumak adına sigorta hizmeti satın alarak riskten kaçınırlar. Bu kendilerini güvende hissetmelerini sağlar. Diğer yandan ise aynı kişiler, piyango bileti alma, şans oyunu oynama ya da geleceği belirsiz ve riskli yatırımlara yönelme gibi risk arayan bir davranış sergileyebilmektedirler (Nofsinger, 2011).

Bu noktadan hareketle son yıllarda, özellikle uluslararası alanda yapılan çalışmalar, daha gerçekçi varsayımlar ile geleneksel finansın temel dayanak noktalarını eleştirme, değiştirme ya da pratik hayata daha uygun hale dönüştürme amacı taşımaktadır. Bu kapsamda yapılan ve ekonomik ve finansal hayatta insan psikolojisinin önemli bir etkisi olabileceği görüşünü dikkate alan çalışmaların sayısının giderek arttığını görmekteyiz. Bu çalışmaların sayısındaki artışın bir diğer sebebi, geleneksel finans ve ekonomi varsayımlarının ve teorilerinin, ekonomide, finansal piyasalarda ve ekonomik birimlerde görülen problemlerin çözümünde yetersiz kaldığı inancının yaygınlaşmasıdır.

Finans teorilerinin, finansal piyasalarda görülen volatilitiyi tam olarak açıklayamaması, rasyonel insan davranışı temelinde kurgulanan finansal modellerin başarısızlığının piyasaların işleyişini önemli ölçüde etkilemesi vb. finans alanındaki birçok problemin çözümünde yetersiz kaldığı ya da başarısız olduğu görülmüştür. Bu durum, araştırmacıları, yeni modelleme araçları arayışına sevk etmiştir. Bu gelişmeler, 1980'li yıllar itibarıyla **davranışsal finans disiplininin** ortaya çıkmasına zemin hazırlamıştır (Sefil ve Çilingiroğlu, 2011). **Davranışsal finans**, rasyonel insan varsayımını eleştirel bir bakış açısıyla ele almaktadır. Kimi çalışmalarda tarihinin, 1800 ve 1900'lü yıllara kadar uzandığı belirtilen davranışsal finans alanı özellikle 1990'lı yıllarla beraber çok sayıda akademik dergide, iş dünyası dergilerinde ve gazetelerde boy göstermeye başlamıştır. Davranışsal finans alanının gerçek dünyaya daha uygun ve gerçekçi varsayımları bu disiplinin her geçen gün daha fazla ilgi çekmesine neden olmuştur.

### 7.3. Davranışsal Finansın Dayandığı Temel Çalışmalar

Literatüre bakıldığında, davranışçılık kuramının ortaya çıkışından önce bu kuramın oluşmasına zemin hazırlayan dört önemli araştırmacı ve eserleri üzerinde durulduğu görülmektedir. Bunlar; Ivan Michailovich Sechenov (1829-1905), Vladimir Michailovich Bekhretov (1867-1927), Ivan Petrovich Pavlov (1849-1936) ve Edward Lee Thorndike (1874-1949)'dir. Pavlov'un (1904) **Klasik Koşullanma Kuramı** davranışçılığın temeli olarak nitelendirilmektedir. Bu teorinin temelini oluşturan çalışmaların ise Sechenov (1863)'un "Reflexes of the Brain" ve Bekhretov (1910)'in "Objective Psychology" eserlerinin oluşturduğu ifade edilir (Cengil, 2002:19).

**Davranışçılık** terimi ise ilk olarak 24 Şubat 1913'de John B. Watson tarafından düzenlenen bir konferansta duyurulmuştur. Watson ilk kitabı (1914) olan "Behavior: An Introduction to Comparative Psychology"de hayvan psikolojisine dair ortaya koyduğu prensiplerin ikinci kitabı (1919) "Psychology from the Standpoint of a Behaviorist"te insan davranışları için de kullanılabileceğini belirtmiştir. 1925 yılına gelindiğinde ise "Behaviorism" isimli bir kitap daha yayımlamıştır. Bu kitapta davranışçılığın tanımını yapmış ve psikoloji araştırmalarında kullanılması gereken yöntemleri sıralamıştır. Buna göre araştırmalarda kullanılması gereken yöntemler; 1) Gözlem Yöntemi, 2) Test Yöntemleri, 3) Sözlü Rapor (Mülakat), 4) Şartlı Refleks'tir (Cengil, 2002:18-21).

Sefil ve Çilingiroğlu (2011)'nin da belirttikleri gibi **Davranışçılık Kuramı** John D. Watson tarafından, davranışları belirleyen faktörlerin içsel eğilimler değil dış çevre olduğunu iddia eden bir yaklaşım olarak psikolojiye kazandırılmıştır. Davranışsal finans çalışmalarının ise davranışçılık kuramından çok önce ortaya çıktığı görülmektedir. Öyle ki 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" teorisi. 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, 2004:5).

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, 2004:23). 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). George C. Selen (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; Sefil ve Çilingiroğlu, 2011). 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.

Bugünkü anlamıyla davranışsal finans disipliniyi oluşturan temel çalışmaların ise, Tversky ve Kahneman (1971, 1973, 1974, 1981, 1983, 1992) ve Kahneman ve Tversky (1972, 1973, 1979, 1984) tarafından, birey karar verme süreçleri üzerine yapılan çalışmalar olduğu kabul edilir. Davranışsal finans alanında, ufuk açan bir diğer çalışmanın ise, De Bondt ve Thaler (1985) tarafından yapılan çalışma olduğu kabul edilir (McMahon, 2006:5). Davranışsal finansın gelişimi ve prensipleriyle ilgili daha detaylı bilgiler Thaler (1992), Thaler (1993), De Bondt ve Thaler (1994), Schwartz (1998), Shefrin (1999), Statman (1999), Schleifer (1999), Hirshleifer (2001) ve Barberis ve Thaler (2003) tarafından yapılan çalışmalarda bulunabilir (McMahon, 2006:4).

#### **7.4. Davranışsal Finans Alanının Gelişmesi**

Geleneksel finans teorisinin sıkı rasyonellik varsayımları yukarıda bahsi geçen çalışmalarla birlikte daha fazla sorgulanmaya ve gerçek dünyadaki karar verme süreçlerine uygunluğu tartışılmaya başlanmıştır.

Miller (1986)’ın da belirttiği gibi insan faktörü, finans alanındaki teorik ve ampirik araştırmalarda belli bir süre çok nadir yer almıştır. Bununla birlikte bu durum 21. yüzyılın başlarında internet ağının yaygınlaşması ile büyük ölçüde değişmeye başlamıştır. İnsan faktörünün öneminin daha iyi anlaşılmaya başlanmasıyla birlikte “Davranışsal Finans” adı



altında yeni bir disiplin ortaya çıkmıştır. Gerçek hayatta, her birey, sıklıkla, 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.

Statman (1999), akademide 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 finansta dikkate alınan bireylerin rasyonel, davranışsal finansta 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 disiplinini, 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.

Davranışsal finans, rasyonel kestirimler, hesaplamalar, irade gücü ve hırs üzerinde sınırlayıcı etkiye sahip psikolojik faktörleri ve yargılamaları dikkate alarak geleneksel finans modellerini yeniden düzenlemektedir (Rabin, 1998; Mullainathan ve Thaler, 2001; Camerer ve Loewenstein, 2004). Davranışsal finans disiplinde, rasyonel karar verme süreçlerinden sapmalar olarak adlandırılan psikolojik faktörler, davranışsal önyargılar ile hevristik de denilen kısayollardır. Bu kavramlara, çalışmanın ilerleyen bölümlerinde ayrıntılı bir şekilde değinilecektir.

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, 2004:235).

Baker ve Nofsinger (2010) bu yaklaşımın temelini, inanılan bilgiden hareketle geliştirilen önyargılar yoluyla davranışların açıklanması olduğunu belirtir. Yine Baker'a göre bu disiplinin amacı, yöneticiler arasında irrasyonel davranışların tartışılmasını sağlamak ve bu yolla sermaye varlıklarının yanlış fiyatlanması problemi gibi anomalileri daha gerçekçi açıklayabilmektir.

Shefrin (2001) davranışsal finansı, psikolojik faktörlerin finansal karar vermeyi nasıl etkilediğini araştıran çalışmalar olarak tanımlamaktadır.

Bir başka tanıma göre ise davranışsal finans, psikolojinin, finansal kararları, işletmeleri ve piyasaları nasıl ve ne derece etkilediğini araştırmaktadır (Nofsinger, 2011).

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, 2000:211). 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, 2003:94) 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 finans**tır. Bu ikinci başlık altında bir takım önemli finansman ve yatırım kalıpları insan davranışı yaklaşımı ile açıklanmaya çalışılır (Park ve Sohn, 2013:4).

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.

Özetlersek, 1950'lerde piyasa etkinliğine yöneltile 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 rasyonalite çalışmalarından dolayı, Ekonomi Bilimleri Nobel Ödülü'nü kazanmasıdır. Böyle bir ödül, finans çevrelerinde, davranışsal finans alanının tanınması ve güçlendirilmesi olarak algılanmıştır (Pimenta ve Fama, 2014:4; Phung, 2010).

## 8. Sonuç

Bu çalışma "Firmaların Finansal Kararları Üzerinde Davranışsal Önyargıların Etkisi" başlıklı doktora tezinden hareketle hazırlanmıştır. Çalışmada, geleneksel ekonomi ve finans literatüründe temel varsayımlardan olan rasyonel birey ve beklenen fayda teorilerine ve beklenen fayda teorisine eleştirel bir bakış açısıyla ortaya konulmuş beklenti teorisine ilişkin genel bir bilgi verilmiştir. Bu bağlamda geleneksel finansın davranışsal finansa doğru kayan ilgi ve nedenleri ortaya konulmaya çalışılmıştır.

Mevcut finans teorilerinden oluşan finans literatürü geleneksel finans olarak adlandırılmaktadır. Geleneksel finansın temelleri, modern portföy teorisi, etkin piyasalar hipotezi, finansal varlıkları fiyatlandırma modeli gibi geleneksel finans modelleriyle ilişkilidir. Geleneksel finansın bu tür karar verme modellerinin çoğu, rasyonel birey ve beklenen fayda paradigması çerçevesinde geliştirilmiştir. Simon (1947, 1955, 1957, 1972, 1990) geleneksel rasyonel birey önermesini tartışmış ve bu önermeye karşı sınırlı rasyonalite önermesini gündeme getirmiştir. Markowitz (1952) ve Allais (1953), bireylerin gerçek dünyada beklenen fayda teorisine uygun seçimler yapmadıklarını belirtmişlerdir. Bu yazarların çalışmalarını takiben Kahneman ve Tversky (1979), bireylerin her zaman rasyonel hareket edemeyecekleri fikri üzerinden beklenti teorisini ortaya koymuştur. Beklenti teorisi, risk altında karar vermenin alternatif bir modeli olarak, bireylerin aldıkları kararların son çıktıdan ziyade, kazanç ve kayıpların potansiyel değeri temelinde gerçekleştiğini ileri sürmektedir. Beklenti teorisi aynı zamanda, çeşitli alternatifleri arasından verilen risk içerikli kararları tanımlayan davranışsal ekonomi teorisinin de temelini oluşturmaktadır. Kahneman ve Tversky tarafından yapılan bu çalışma aynı zamanda davranışsal finansın temeli olarak da kabul edilmektedir.

Bu çalışma, konuyla ilgili literatüre bir bütüncül bakış açısı sağlamayı hedeflemiş ve çalışmanın kapsamına giren konular literatürde yer alan çalışmaların ortaya koyduğu bulgular çerçevesinde tartışılmıştır. Bu çalışmanın ilgili literatüre iyi bir katkı sunması ve gelecek çalışmalar için iyi bir kaynak ve yol gösterici olması arzu edilen bir durumdur.

## Kaynakça

Aksoy, T. ve Şahin, I. (2015). Belirsizlik Altında Karar Alma: Geleneksel Ve Modern Yaklaşımlar. *İktisat Politikası Araştırmaları Dergisi*, 2(2), 1-28.

Allais, M. (1953). Le Comportement de l'Homme Rationnel devant le Risque: Critique des Postulats et Axiomes de l'Ecole Americaine. *Econometrica*, 21(4), 503-546.

- Ayyıldız Ünnü, N. A., (2014): "Rasyonel" Perspektif Işığında Karar Verme Eylemi: Nitel Bir Analiz, *Journal of Management and Economics Research (Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi)*, 24, 91-116
- 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. (2013). *Do Strict Capital Requirements Raise the Cost of Capital? Banking Regulation and the Low Risk Anomaly* (No. w19018). National Bureau of Economic Research  
[https://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/con\\_044678.pdf](https://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/con_044678.pdf),
- Baker, M., Ruback, R. ve Wurgler, J. (2004). *Behavioral Corporate Finance: A survey*, forthcoming in *The Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*. <http://www.nber.org/papers/w10863.pdf>
- Baltaş, Z., (2011), Karar Vermenin Psikolojisi, *Kaynak Dergisi*, Sayı 46, Nisan-Haziran.
- Barberis, N. ve Thaler, R. (2003). A survey of behavioral finance. *Handbook of the Economics of Finance*, 1, Bölüm B, 1053–1128.
- Barros, G. (2010). Herbert A. Simon and the concept of rationality: boundaries and procedures. *Revista de economia política*, 30(3), 455-472.
- Black, F. (1976). The dividend puzzle. *The Journal of Portfolio Management*, 2(2), 5-8.
- Bostancı, F., (2003). Davranışçı Finans, Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi Yeterlilik Etüdü, İstanbul, s.1.  
<http://spk.gov.tr/yayingoster.aspx?yid=399&ct=f&action=displayfile>, Erişim Tarihi: 15/06/2015
- 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](http://eml.berkeley.edu/~ulrike/Papers/BEO_chap7.pdf) Erişim Tarihi:11/04/2015
- Camerer, C. ve Loewenstein, G. (2004). *Behavioral economics: Past, present, future*. Princeton: Princeton University Press
- Cengil, M., (2002), Davranışçılık Ekolünün Dine Yaklaşımı, *Doktora Tezi*, Ondokuz Mayıs Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Samsun.
- Cornicello, G. (2004), Behavioural Finance and speculative bubble, *Doktora Tezi*, University of Bocconi.
- Cosmides, L. ve Tooby, J. (1994). Beyond intuition and instinct blindness: Toward an evolutionarily rigorous cognitive science. *Cognition*, 50(1), 41-77.
- De Bondt, W. F. ve Thaler, R. (1985). Does the stock market overreact? *The Journal of finance*, 40(3), 793-805.

- De Bondt, W. F. ve Thaler, R. H. (1994). *Financial decision-making in markets and firms: A behavioral perspective* (No. w4777). National Bureau of Economic Research.
- Diamond, P. ve Vartiainen H. (ed.)(2007), *Behavioral Economics and Its Applications*, Princeton: Princeton University Press, 2012.
- Döm, S. (2003), *Yatırımcı Psikolojisi*, İstanbul: Değişim Yayınları.
- Edwards, W. (1954). The theory of decision making. *Psychological bulletin*, 51(4), 380.
- Etzioni, A. (1988). Normative-affective factors: Toward a new decision-making model. *Journal of Economic Psychology*, 9(2), 125-150.
- Fama, E. F. (1965). The behavior of stock-market prices. *Journal of business*, 34-105.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Fishburn, P. C. (1970). *Utility theory for decision making* (No. RAC-R-105). Research Analysis Corp Mclean va.
- 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.
- Görmüş, Ş., (2010), *Kriz ve Seçim Dönemlerinde İMKB: Teori ve Uygulama (İMKB Yatırımcısına Tavsiyeler)*, Ankara:Gazi Kitabevi.
- Hens, T. ve Bachmann, K. (2008). *Behavioural finance for private banking*. Chichester, West Sussex: John Wiley & Sons Ltd.
- Heracleous, L., Th., (1994), Rational Decision Making: Myth or Reality? *Management Development Review*, 7(4), 16-23
- Hirshleifer, D. (2001). Investor psychology and asset pricing. *The Journal of Finance*, 56(4), 1533-1597.
- Jones, B. D. (1999). Bounded rationality. *Annual review of political science*, 2(1), 297-321.
- Jurevičienė, D. ve Ivanova, O. (2013). Behavioural Finance: Theory and Survey. *Science-Future of Lithuania/Mokslas-Lietuvos Ateitis*, 5(1), 53-58.
- Kahneman, D. ve Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 263-291.
- Karabulut, A. N. (2013). Tüketicilerin Algılanan Risk Değişkeni Karşısında İnternette Alışveriş Yapma Eğilimlerinin Ölçülmesi: Beklenen Fayda Teorisine Karşı Beklenti Teorisi, *Journal Of Yaşar University*, 8(32), 5515-5536.
- Keçeci, N. F. (2015). Second Order Stochastic Dominance Efficiency Analysis of Borsa İstanbul. *Journal Of Economics Finance and Accounting*, 2(3).

- Klauss, P., C., (2006), Capital Investment Decisions with Managerial Overconfidence and Regret Aversion, *PhD Thesis*, University of Bath School of Management.
- Korte, R. F. (2003). Biases in decision making and implications for human resource development. *Advances in Developing Human Resources*, 5(4), 440-457.
- Langer, E. J. (1975). The illusion of control. *Journal of personality and social psychology*, 32(2), 311.
- Luce, R. D. ve Raiffa, H. (1957). *Games and decisions: Introduction and critical surveys*. New York, NY.: Wiley.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *The journal of finance*, 7(1), 77-91.
- 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.
- Mulholland, R., (1998), The Overconfidence Bias and Entrepreneurs, *Doktora Tezi*, York University, Ontario, England.
- Mullainathan, S. ve Thaler, R. H. (2000). *Behavioral economics* (No. w7948). National Bureau of Economic Research.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The journal of finance*, 39(3), 574-592.
- Nofsinger, J. R. (2011). *The psychology of investing*. 4. Baskı, New Jersey: Prentice Hall.
- Ofek, E., Yildiz, M. and Haruvy, E. (2002), Sequential Decision Making: How Prior Choices Affect Subsequent Valuations. MIT Department of Economics Working Paper No. 02-40. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=353421> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.353421>
- 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.
- Phung, A., (2010), "Behavioral finance" [http://www.investopedia.com/university/behavioral\\_finance/default.asp](http://www.investopedia.com/university/behavioral_finance/default.asp)
- Pimenta, A. ve Fama, R. (2014). Behavioral Finance: A Bibliometric Mapping of Academic Publications in USA Since 1993. Available at SSRN 2406763.
- Pratt, J. W. (1964). Risk aversion in the small and in the large. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 122-136.
- Rabin, M. (1998). Psychology and economics. *Journal of economic literature*, 11-46.

- 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.
- Schleifer, A., 1999, *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioural Finance*, Oxford University Press, Oxford, United Kingdom.
- Schoemaker, P. J. (1982). The expected utility model: Its variants, purposes, evidence and limitations. *Journal of economic literature*, 529-563.
- Schramm-Nielsen, J. (2001). Cultural dimensions of decision making: Denmark and France compared. *Journal of Managerial Psychology*, 16(6), 404-423.
- Schwartz, H., (1998), *Rationality Gone Awry? Decision Making Inconsistent With Economic and Financial Theory*, Praeger, Westport, Connecticut.
- 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> (Erişim Tarihi: 25/06/2015)
- Shefrin, H. (1999). Irrational exuberance and option smiles. *Financial Analysts Journal*, 91-103.
- Shiller, R. J. (2003). From efficient markets theory to behavioral finance. *Journal of economic perspectives*, 83-104.
- Simon, H. A. (1955). A behavioral model of rational choice. *The quarterly journal of economics*, 99-118.
- Simon, H. A. (1967). Motivational and emotional controls of cognition. *Psychological review*, 74(1), 29.
- Simon, H. A. (1996). *The sciences of the artificial* (Vol. 136). MIT press.
- Simon, H. A. (1999). *The potlatch between economics and political science*. Alt, J., Levi, M., and Ostrom, E.(eds.) *Competition and Cooperation*, 112-119.
- Simon, H., A., (1947), *Administrative Behavior, a Study of Decision-Making Processes in Administrative Organization*. New York: The Macmillan Co.
- Simon, H., A., (1957) *Models of Man: Social and Rational*. New York: John Wiley and Sons, Inc., 279 pp.
- Statman, M. (1999). Behavioral finance: Past battles and future engagements. *Financial Analysts Journal*, 55(6), 18-27.
- Şen, M. (2003). Beklenti Teorisi ve Ticari Bankalarda Uygulanması, *İktisat İşletme ve Finans*, 18(209), 82-92.



- Taşdemir, M. (2007). Belirsizlik Altında Tercihler ve Beklenen Fayda Modelinin Yetersizlikleri. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(1).
- Thaler, R. H. (1992). The winner's curse. *Across the Board*, 29, 30-30.
- Thaler, R. H. ve Mullainathan, S. (2008). How behavioral economics differs from traditional economics. *The concise encyclopedia of economics*, 2.
- Tomak, S. (2009). Girişimci hevristikleri: Bir kavramsal çözümleme. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 10(2).
- Trepel, C., Fox, C. R. ve Poldrack, R. A. (2005). Prospect theory on the brain? Toward a cognitive neuroscience of decision under risk. *Cognitive Brain Research*, 23(1), 34-50.
- Tural, N., K., (1988), Rasyonel Karar Kuramı ve Eğitim Yönetiminde Karar Kuramı, Ankara Üniversitesi Eğitim Bilimleri Fakültesi Dergisi, 21(1), 497-508.