

## ETKİN PİYASALAR HİPOTEZİNİN, FİNANSAL PİYASALARI AÇIKLAMADAKİ YETERSİZLİĞİ VE DAVRANIŞSAL FİNANS

### THE INADEQUACY OF THE EFFICIENT MARKETS HYPOTHESIS IN EXPLAINING FINANCIAL MARKETS AND BEHAVIORAL FINANCE

*Enver SÜMER<sup>1</sup>, Şakir AYBAR<sup>2</sup>*

**ÖZET:** Geçmişten günümüze geliştirilen finans teorilerinde ve üretilen modellerde, bireylerin yatırım kararlarında, rasyonel davrandıkları ve elde edebildikleri tüm bilgileri dikkate aldıkları savunulmaktadır.

Ancak son dönemlerde finans piyasalarında gözlemlenen anomaliler, yatırım kararlarında her zaman rasyonel davranılmadığı gerçeğini ortaya çıkarmıştır. Bu nedenle tasarruf sahiplerinin, birikim, yatırım ve harcamalarında neden rasyonel olmayan kararlar verdiklerini açıklamaya çalışan Davranışsal Finans doğmuş ve duygular ile kavrayış hatalarının yatırımcıları ve karar alma süreçlerini nasıl etkilediğini anlamaya ve açıklamaya çalışmıştır.

Bu çalışmada finasta genel durumu yansıtmakta yetersiz kaldığı ve özel durumları temsil ettiği ileri sürülen Etkin Piyasalar Hipotezi ve bunun karşısında, sosyal, bilişsel ve duygusal önyargıların etkisinin de göz önünde bulundurulduğu Davranışsal Finansın etkinliği ele alınmaya çalışılacaktır.

**Anahtar sözcükler:** Anomali, Etkin Piyasalar Hipotezi, Davranışsal Finans

**ABSTRACT:** : Finance theories and models that have been developed until today argue that individuals act rationally in investment decisions and consider all the information they can get.

However, anomalies observed in financial markets recently revealed the fact that investment decisions are not always given rationally. Therefore, Behavioral Finance that is trying to explain why depositors give irrational savings, investments and spendings decisions were born. Also it tried to understand and explain how emotions and understanding errors affect investors and their decision making processes.

This study investigates the effectiveness of the Efficient Market Hypothesis which is inadequate to reflect the general situation of finance, and represents only the special circumstances and Behavioral Finance that also considers social, cognitive, and emotional prejudices.

**Keywords:** Anomalies, Efficient Market Hypothesis, Behavioral Finance

## 1.GİRİŞ

Geçmişte, etkin piyasalar hipotezi üzerinde çokça çalışılmış olmasına rağmen, sonraları yapılan çalışmalar, teorinin açıklamada yetersiz kaldığı sonuçları ortaya çıkarmıştır. Elde edilen sonuçlar, yeni modellere olan ihtiyacı ortaya koymuş ve başta davranış bilimleri olmak üzere, farklı sosyal bilimlerle ortak çalışmalar yapılmıştır.

<sup>1</sup> Erzincan Üniversitesi Meslek Yüksekokulu, esumer@erzincan.edu.tr

<sup>2</sup> Erzincan Üniversitesi Meslek Yüksekokulu, saybar@erzincan.edu.tr

Yeni yaklaşımlarla, gerek algılama ve yeniden anlamlandırma, gerekse bu doğrultuda hareket alanını düzenleme aşamaları araştırılmıştır. Buradan yola çıkarak, bireylerin yatırım kararı alırken etki altında kaldıkları bazı psikolojik unsurların var olduğunu ortaya koymaya çalışan davranışsal finans teorisi ortaya çıkmıştır. Bu teori ile tasarruf sahiplerinin yatırım kararı alırken, bazı varsayımlar ve önyargılardan etkilenerek, rasyonel kararlar alamadıkları ve etkin piyasa teorisinin tutarlı olamayacağı anlatılmaya çalışılmaktadır. Araştırmacılar, yatırım kararları alınırken, sadece risk ve getiri unsurlarının göz önüne alınmadığını, bunların dışında başka faktörlerin de yatırım sahiplerini etkilediğini, bu nedenle risk ve getiri dışındaki değişkenlerin de, yatırımcı tarafından eksik veya hatalı değerlendirilebileceğini savunmaktalar. Bazı zamanlarda, yatırımcılar risk ve getiri unsurlarını göz önünde bulundurmamak yerine, kendilerini en fazla tatmin edecek yatırımları tercih edebilmektedir.

## 2. ETKİN PİYASALAR HİPOTEZİ

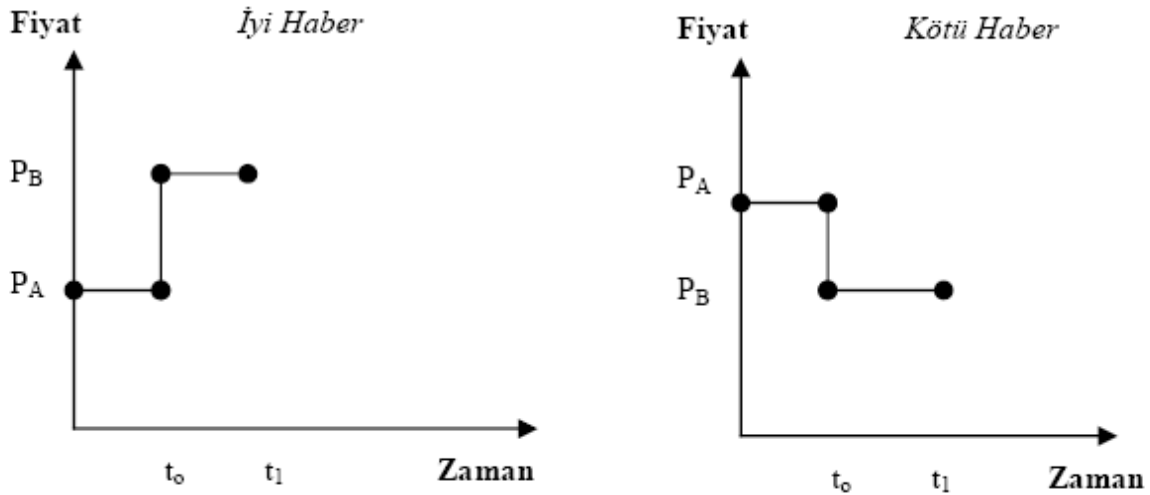
Hali hazırdaki bilgilerin bütün yönleriyle ortaya konulduğu menkul kıymetlerin işlem gördüğü piyasalara etkin piyasalar denir (Fama, 1970). Etkin piyasalar hipotezi, uzun süredir, finansın temel kaynaklarından biri olarak varlığını sürdürmüştür (Shleifer, 2003). Aslında, etkin piyasalar kavramı, çok daha öncelerde çalışmalara konu olmuştur.

Diğer değişkenlerin sabit olduğu koşullarda, piyasalar düşüş ya da yükseliş beklentisinde olmamaktadır. Çünkü, piyasa cari gerçek fiyatlar dışında bir şeyle ilgilenmez. Menkul kıymet fiyatlarının rassal yürüyüş modeli, matematiksel özelliklerden etkilenmektedir (Altun, 1992).

Etkin piyasa hipotezinin dayandığı varsayımlar; mevcut bilginin serbest bir şekilde her yatırımcı tarafından piyasadan elde edilmesi, risk ve getiri bakımından yatırımcıların beklentilerinin birbirleri ile paralellik göstermesi, yatırımcıların seçimlerini yaparken risk ve getiri temelinde süreçleri sürdürmesi, yatırım yapan kişilerin en önemli amacının nihai zenginlik olması ve aynı zamanda gelecek bakımından yatırımcıların benzer doğrultuda düşünmeleridir (Tamer ve Kayalıdere, 2002).

Tüm bilgilerin aktarılması ve kullanıcılar tarafından değerlendirilmesi halinde, hisse senedinin anlık değeri ile gerçek değeri eşitlenecektir. Temel ve teknik yaklaşımlar, etkin piyasalar hipotezi tarafından kabul edilmemektedir. Fiyatların rassal oluştuğu varsayılmaktadır ve bu da fiyat belirleme yaklaşımlarının gereksizliğini göstermektedir. Piyasalardaki fiyat değişimleri birbirinden bağımsızdır. Fiyatlar elde edilen bilgilere göre oluşmaktadır. Bu durumda yanlış fiyatlandırmayı önleyecektir.

Yatırımcıların elde ettikleri bilgiler doğrultusunda isabetli kararlar vermeleri, rasyonel davrandıklarının göstergesidir. Hisse senetlerinin değerlerinde iki yönde de hatalı dalgalanmalar görülebilmektedir. Ancak bu dalgalanmaları ortadan kaldırmak için hareket gerçekleştiremeyecektir. Etkin bir piyasada bazı verilerin sebep olacağı etkilenme aşamaları aşağıda gösterilmiştir.



Şekil 1. Yatırımcının Anormal Değişimlere Tepkisi

Piyasalardan beklentilerin rasyonel olmaması durumunda, etkin piyasalardan söz edilemez. Yatırımcıların hisse senetlerinin fiyatlarında, geleceğe yönelik beklentileri, elde ettikleri bilgiler doğrultusunda oluşmaktadır. Şayet, piyasa fiyatı beklentilerinin altında kalıyorsa, hisse senedi alışı, aksi durumda hisse senedi satışı gerçekleşir.

### 2. 1. Etkin Piyasa Formları

Menkul kıymet fiyatlarını etkileyen bilgiler, etkin piyasalar hipotezi tarafından, geçmiş fiyat bilgileri, ulaşılabilen bilgiler, iç bilgiler olarak üçe ayrılır (Kıyılar, 1997). Bilgi alt kümesi açısından ise, Zayıf, Yarı Güçlü, Güçlü olarak ayrılan gruplar aşağıda açıklanmıştır (Fama, 1970).

### 2. 2. Zayıf Formda Etkinlik

Derece bakımından etkin piyasalar hipotezinin en düşük derecesi olan zayıf formda etkinlik, ortalamanın üzerinde bir getiri elde etmek için yatırımcıların geçmişteki fiyat hareketlerini kullanmasıdır. Diğer bir ifade ile şimdiki ve geçmişteki fiyat değişimleri ile gelecekteki fiyat değişiklikleri konusunda anlamlı bir tahmin yapılamaması durumudur (Altun, 1992).

Piyasada daha önce belirtildiği gibi arz ve talebe göre serbestçe oluşan menkul kıymet fiyatları, ilgili menkul kıymetin geçmiş tüm fiyat bilgilerini yansıtacağı için, zayıf formda etkin bir piyasada teknik analiz yatırımcıya ortalamanın üzerinde bir getiri sağlamayacaktır.

### 2. 3. Yarı Güçlü Formda Etkinlik

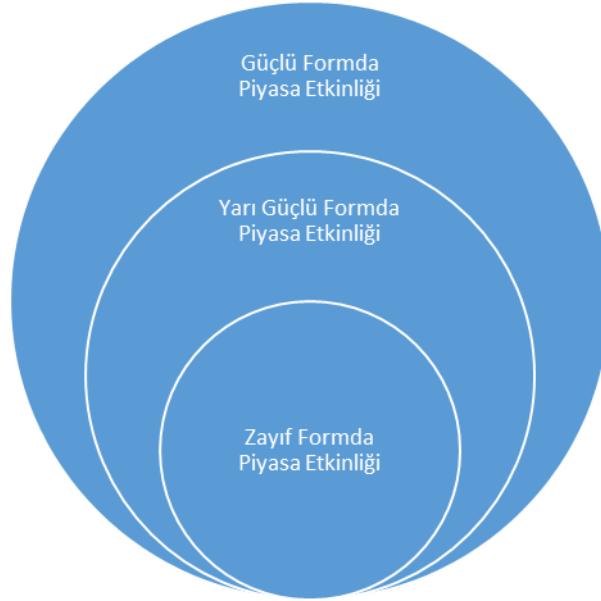
Yarı güçlü formda etkinlik, etkin piyasalar hipotezinde yer alan derecesi zayıf formda etkinlikten sonra gelen bir etkinliktir. Bu etkinliğin özelliklerine baktığımızda; piyasada oluşan fiyatlara, hem kamuya açıklanan tüm bilgilerin hem de geçmiş fiyat bilgilerinin yansıtılması, cari fiyatlara yansıyan kamuya açıklanmış bilgilerin olması ve bu bilgilerin kullanılması sonucu ortalama üstü getirilerin engellenmesi ve temel analiz ile teknik analizin kullanılmasının anlamsız hale getirilmesi özellikleri yer almaktadır (Bodie, Kane ve Marcus, 2009). Yarı güçlü formda etkin olan piyasalarda yatırımcılar, tüm bilgiler fiyatlara yansıdığı için normalin üstünde getiri elde edememektedir.

### 2. 4. Güçlü Formda Etkinlik

Arz ve talebe göre piyasada oluşmuş fiyatların geçmiş fiyat bilgileri, kamuya açıklanan tüm bilgiler ve bunların yanında firma içi bilgiler (insider information) adı verilen özel bilgileri

de yansıtıyor olması, piyasanın güçlü formda etkin olduğunu göstermektedir. Tüm bu bilgileri yansıtan fiyatların sonucunda, özel bilgi sahibi firma yöneticileri ve firma sahipleri de ortalamanın üzerinde getiri elde edemeyecek, böylece teknik ve temel analizlerin yanı sıra “içeriden öğrenenlerin ticareti” (insider trading) de anlamsız olacaktır.

Tüm bu etkinlik formları toplu olarak değerlendirildiğinde zayıf, yarı güçlü ve güçlü formda etkin piyasaların birbirlerinden bağımsız olmadıkları gözlemlenmektedir. Yarı güçlü formda etkin bir piyasanın aynı zamanda zayıf formda da etkin olması gerektiği, güçlü formda etkin bir piyasanın ise hem zayıf formda etkin, hem de yarı güçlü formda etkin olması gerektiği görülmektedir (Karan, 2004).



Şekil 2. Etkin Piyasalar

## 2. 5. Fiyat Anomalileri

Anomali; gözlemsel olarak teoride sunulan bulgular ile olağan olmayan bir davranışın uyuşmamasıdır. Teorik çerçevede deneysel bir bulguyu ifade etmek güç ise ya da varsayımlar yapmak gerekli ise ilgili bulgu, anomali olarak göz önünde bulundurulabilir.

Teorik ve deneysel birçok araştırma yapılarak, piyasa araçlarının getirilerinin davranışsal özellikleri üzerinde, etkin piyasa hipotezinin geçerliliği sınanmıştır. Yapılan bu araştırmalar literatürde fiyat anomalisi olarak tanımlanmakla birlikte, bu anomalilerin, sermaye piyasası araçları bazında ortalamadan sapmalar olarak veya hisse senedi getirilerinde belirli dönemler gözlemlendiği belirlenmiştir.

Anomaliler, mevsimsel anomaliler ve fiyat anomaliler olmak üzere uluslararası literatürde iki ana başlık altında incelenmektedir. Fiyat anomalileri, aşırı reaksiyon ve düşük reaksiyondan kaynaklı olarak piyasa etkinliğinden sapma durumunu ifade eder. Mevsimsel anomaliler ise; belirli bir dönem öncesi ya da sonrası oluşan anomaliler olarak adlandırılmaktadır.

Ampirik bir bulgunun bir anomali olarak adlandırılması için etkin piyasa hipoteziyle uyuşmaması gerekmektedir. Gözlemlenen anomaliler; gün içi anomaliler, günlere ilişkin anomaliler, aylara ilişkin anomaliler, tatillere ilişkin anomaliler ve firma büyüklüklerine ilişkin anomalilerdir. Piyasaların zayıf formda etkinliğini incelemek için dönemsel anomaliler testi uygulanmaktadır (Barak ve Demireli, 2002).

Hisse senedi getirileri ile ilgili ampirik çalışmalar, finans literatüründe, yaygın iki anomali üzerinde yoğunluk göstermektedir. Bunlar, hisse senetlerindeki, bazı haberlere karşı (kazanç

## Etkin Piyasalar Hipotezinin, Finansal Piyasaları Açıklamadaki Yetersizliği ve Davranışsal Finans

duyuruları gibi), düşük reaksiyon durumu ve birbirini takip eden iyi ya da kötü haberler sonucu oluşan aşırı reaksiyon durumu anomalisidir (Barberis, Shleifer ve Vishny, 1998).

Düşük reaksiyon bulguları, 1 ve 12 aylık dönemler arasında yatırımcıların hisse senetleri fiyatları ile ilgili bazı bilgilere yetersiz ilgi gösterdiğini ileri sürmektedir. Aşırı reaksiyon anomalisinde ise hisse senetleri fiyatları, 3 ila 5 yıl gibi bir dönemde, aynı doğrultudaki haberlere tutarlı bir şekilde aşırı ilgi göstermekte ve bu da aşırı tepkiye neden olmaktadır. Aşırı tepki uzun vadede, iyi haberlere sahip senetlerin, yüksek değerlenmesine (değerinden fazla fiyata gelmesine) neden olmakta, takip eden yıllarda ise ortalama kârın düşmesine yol açmaktadır (Barberis, Shleifer ve Vishny, 1998).

Kimi zaman yatırımcıların aşırı reaksiyon göstermelerine sebep olan faktörler; kaybeden hisse senetlerinin erken satılması ya da kazanan hisse senetlerinin çok yüksek fiyattan satın alınmasıdır (Döm, 2003).

### 2. 6. Davranışsal Finans

18. ve 19. yüzyıllarda ‘Homo economicus’ iktisadi denklemlerin oluşturulması amacıyla, temel insan modeli olarak ortaya konulmuştur. Her yerde ve her zamanda var olduğu kabul edilen Homo economicus, aynı zamanda üretim, tüketim ve mübadele faaliyetlerinde içinde bulunduğu süreç ve geleceğe ilişkin tam bilgiye sahip olduğu varsayılmaktadır. Homo economicus sahip olduğu bu bilgiler çerçevesinde alacağı karar ve yatırımlarında daima tutarlı ve saf akılcı hareket etmektedir (Yalçınkaya, 2004).

Homo economicus’un tam bilgi sahibi ve yanlış yapmayan karar birimi olma özelliğinin geçersiz olma sebebi; toplumsal yapının çok değişkenli ve belirsiz esaslı olması ve beklenmeyen zamanda beklenmeyen değişkenden belirsiz bir etkiye bağlı kalmasıdır. Davranışsal finans alanındaki çalışmalar iki ana konu üzerinde durmaktadır. Bunlardan birincisi; Bilişsel Kusurlar (anlama ve kavrama ile ilgili psikolojik kusurlar) diğeri de bu bilişsel kusurların karar alma sürecindeki etkileridir (Ergincan, 2004).

Yatırımcılar üzerinde yapılan araştırmalar yatırımcıların yatırım kararlarında rasyonel olarak tercihlerini maksimize etmek, portföylerini çeşitlendirmek ve riskte kaçınmak istemelerine rağmen bunu gerçek hayatta yaptıkları yatırımlarında gerçekleştiremedikleri saptanmıştır. Buna temel gerekçe olarak ise; bilişsel kusurlar gösterilmektedir. Bu psikolojik önyargılar sonucunda farklı davranış süreçlerinde bulunabilirler (Döm, 2003).

Yatırımcıların, yatırım kararlarını alırken neleri dikkate aldıkları incelendiğinde sadece risk ve getiri değişkenlerini değil bunların yanında başka değişkenleri de gözettiklerini ve bütün değişkenlerin değerlendirmesinin kusursuz bir süreç olmadığını sonuç olarak da alınan kararların, faydayı maksimize eden değil, en iyi ihtimalle karar alıcı durumundaki yatırımcıyı tatmin eden kararlar olduğu varsayımı davranışsal finans konusunda yapılan araştırmaların çıkış noktasıdır (Bostancı, 2003).

Geleneksel finans araştırmalarında genellikle önce bir model ortaya atılmakta ardından yapılan ampirik çalışmalarla bu modelin doğruluğu araştırılmaktadır. Davranışsal finasta ise, önce piyasadaki davranış biçimleri gözlenmekte sonra bu gözlemlerin sonucuna göre davranış biçimlerini açıklayan bir model oluşturulmaya çalışılmaktadır (Estrada, 2001). Davranışsal finasta geliştirilen modeller finansal piyasalarda insanların nasıl hareket etmesi gerektiğini değil, “gerçek hayatta nasıl hareket ettiklerini” anlamaya çalışmaktadır.

Davranışsal finans bazı finansal problemlerin, rasyonel insan modeli yerine tam anlamıyla rasyonel olmayan insan modeli kullanılarak daha kolay çözülebileceğini tartışmaktadır (Barberis ve Thaler, 2002).

### 2. 7. Beklenen Fayda Teorisi ve Eleştiriler

Teorinin kökenleri Bernouilli’nin St. Petersburg paradoksundan hareketle “değer”in normatif bir karar kuralının varlığı olmadan çelişkili sonuçlar vereceği ve bu normatif karar kuralının da fayda üzerinden tanımlanabileceği çalışmasına dayanır. Bernouilli insanların sadece

beklenen değere göre değil, faydalarını maksimum etmelerini sağlayacak seçimler yaptıkları sonucuna varmıştır. Bernouilli'nin önermesine göre fayda fonksiyonu sadece servetin, gelirin doğrusal değildir, tam tersine subjektif ve içbükey bir fonksiyondur. Fonksiyonun konkav şekli “azalan marjinal fayda” kavramının başlangıcı sayılabilir.

Bernouilli'nin teorimi, fayda teorisinin başlangıcı sayılmaktadır. Fakat Bernouilli'den iki yüzyıl sonra Neumann ve Morgenstern, bu teoride önemli aşama kaydederek var olan aksiyomatik yapıyı daha da geliştirmişlerdir. Subjektif fayda teorisi adıyla anılan bu modele göre, insanlar subjektif faydalarını maksimum yapacak tercihlerde ve seçimlerde bulunurlar.

Bir seçimin rasyonel olabilmesi için şu üç aksiyomu içermesi gerekmektedir (Colell, Whinston ve Green, 1995).

**Bütünlük:** Tüm  $x, y \in X$  için,  $x \geq y$  veya  $y \geq x$  veya ikisi birden olmalıdır (Aslında burada bireyin çoğu aza tercih edeceği belirtilmektedir).

**Dönüşlülük:** Herhangi bir tercih en az kendisi kadar iyi olmalıdır ( $x \geq x$ ) (Bu da marjinal faydanın azalması olarak ifade edilebilmektedir).

**Geçişkenlik:** Tüm  $x, y \in X$  için, eğer  $x \geq y$  ve  $y \geq z$  ise bu durumda  $x \geq z$  dir. Tüketici farklı mal gruplarını kendisine sağladığı faydaya bağlı olarak sıralayabilmektedir.

Gerçek hayatta karar vermeden önce sonuçların olasılıklarını bilmeyiz. Beklenen fayda teorisi böyle bir durumu açıklamada yetersiz kalması nedeniyle L. Savage tarafından Subjektif Fayda Teorisi geliştirilmiştir. Buna göre belirli aksiyomlar altında, tercihler bireyin subjektif olasılık değerlendirilmesiyle çarpılan fayda fonksiyonudur (Barberis ve Thaler, 2002). Ancak Beklenen Fayda Teorisi gibi Subjektif Beklenen Fayda Teorisi de yoğun eleştiriler almıştır.

## 2. 8. Psikolojik Temeller

İnsanların karar alma süreçlerinde belirsizlik çok önemli bir bileşendir. Bireyler genellikle kararlarını belirsiz olan olayların olası sonuçlarının gerçekleşme olasılığı üzerinden almaya çalışmaktadır. Tüm olayların olası sonuçlarını değerlendirmek için bireyler genellikle kesin ve net sonuçlar veren modeller kullanamamaktadır. Finansal piyasalardaki yatırımcılar da dahil olmak üzere bireyler karar verirken inanışlarına, önyargılarına ve “heuristics” adı verilen buluşsal yöntemlere başvurmaktadır.

Buluşsal Yöntemler (heuristics) teriminin sözlük anlamı insanların kendileri için bir şeyleri bulma yöntemidir ki bu yöntem genellikle deneme yanılmadan oluşmaktadır. Ancak bireylerin karar alma konusundaki sorunlarını çözmek için kullandıkları bu buluşsal yöntemler yanlış kararlara da yol açabilmektedir. Çünkü “buluşsal yöntemler önyargıları da içerebilir. Bu da hedef saptırabilecekleri anlamına gelmektedir (Shefrin, 2002). Diğer bir ifadeyle, insanlar belirli bir konuda karar almaya çalışırken önlerinde hazır bulunan bilgiyi kullanmak için buluşsal yöntemleri ve sahip oldukları önyargıları da karar sürecinde kullanmaktadır. Ancak bireylerin belirli hatalar yapması olasıdır, çünkü kullandıkları buluşsal yöntemler mükemmel değildir ve sahip oldukları önyargılar onları yanıltma eğilimindedir (Montier, 2002).

## 2. 9. Aşırı İyimserlik

Aşırı iyimserlik (optimism bias) kişilerin, arzu ettikleri sonucun gerçekleşme olasılığını yüksek tahmin ederken arzu etmedikleri sonucun gerçekleşme olasılığını daha düşük tahmin etmeleri eğilimidir. İnsanlar kendilerini değerlendirirken daha hoşgörülü olabilmekte ve kendilerini başkalarının kendilerini gördüğünden daha iyi görmektedir.

## 2. 10. Aşırı Güven

İnsanlar sadece aşırı iyimser değillerdir. Aynı zamanda kişisel yeteneklerine ve bilgilerine aşırı derece güven duymaktadırlar. Kamuya açık olan bilgilere olması gerekenin üzerinde bir önem atfederler. Ancak bu durumda riskleri olduğundan daha düşük hesaplamakta ve durumu kontrol güçlerini abartmaktadırlar.

### 2. 11. Bilişsel Çelişki

Bilişsel çelişki, insanların inanışları ve varsayımlarının yanlış olduğunu gösteren kanıtlarla karşılaştıklarında yaşadıkları zihinsel bir zıtlaşmayı ifade etmektedir. İnsanlar zihinsel olarak tutarsızlık yaşamamak veya bu tutarsızlığı azaltmak için hızlıca inkar etme yoluna gitmektedirler.

### 2. 12. Doğrulama Eğilimi

İnsanların elde ettikleri ilk bulguları ve sahip oldukları inançları koruma yönünde davranış sergilemesidir. Doğrulama eğilimi insanların var olan inançları ile örtüşen bilgileri araştırması, inançları ile çelişen bilgileri ise ihmal etmesi şeklinde ortaya çıkmaktadır.

### 2. 13. Tutuculuk

Tutuculuk var olanı korumaya yönelik istektir. Davranışsal finans açısından ise tutuculuk, yatırımcıların yeni kanıtlara ve bilgiye göre kendi inanışlarını güncellemede yavaş kalması anlamı taşımaktadır. Yavaş kalması ise yeni bilgilere geç ve eksik tepki vermesine yol açarak finansal piyasadaki fiyatlarda sapmalara neden olmaktadır.

### 2. 14. Çıpalamak

İnsanlar kantitatif bir değerlendirme yapmak durumunda olduklarında, yaptıkları değerlendirme kendilerine yöneltilen önerilerden etkilenmektedir. Yani karar alıcı karşılaştığı bir karar sorununda hazır olarak verilen seçeneklere dayanarak karar vermektedir. Diğer olası seçenekleri ya da alternatifleri tam olarak değerlendirmemektedir.

### 2. 15. Temsiliyet Kısayolu

Düşünce sürecinde, bir hipotezin doğru olma veya bir örneğin belli bir kategoriye ait olma olasılığını, diğer bilgilerden bağımsız olarak, örnek ile prototipi veya ait olduğu kategori arasındaki benzerliklere bakarak değerlendirmeyi ve söz konusu örneğin ilgili prototipin veya kategorinin temel özelliklerini temsil edip edemediğini belirlemeyi içeren bilişsel bir kestirme yoldur.

### 2. 16. Mevcudiyet Önyargısı

Mevcudiyet kısayolu (availability heuristic) insanların sistematik olarak bazı türdeki bilgilere düşük ağırlık verirken bazılarına yüksek ağırlık vermesinden kaynaklanmaktadır. İnsanlar karar sürecinde dikkatlerini çeken ve daha çabuk hatırlayabildikleri bilgilere aşırı ağırlık verme eğiliminde olabilmekte ve bir olayın gerçekleşme ihtimali üzerine karar verilirken, konuya ilişkin geçmiş tecrübelerinden yararlanılabilmektedir.

### 2. 17. Belirsizlikten Kaçınma

Gerçek hayatta olayların objektif olasılığı nadiren bilinmektedir. Fakat bir ekonomik aktör iki olaydan birinin olasılığına ilişkin göreceli olarak daha fazla bilgiye sahipse nasıl davranacaktır? Daha önce kısaca değinilen subjektif beklenen fayda teorisine göre, belirli aksiyomlar altında tercihler yapılırken fayda fonksiyonu herbir olayın subjektif olasılığına verilen ağırlıklarla çarpılarak oluşturulmaktadır.

### 2.18. Önceden Biliyordum Yanılgısı

Bu yanılgı çok basit bir şekilde "Ben zaten biliyordum" düşüncesine sahip bireylerin yanılgısı olarak özetlenebilir. Bir olay yaşanıp bittikten sonra önceden biliyordum yanılgısına sahip insanlar, önceden tahmin etme olanağı olmamasına rağmen olayı önceden tahmin ettiğine inanmaktadır.

### 2. 19. Çerçeve Yanılgısı

Çerçeve yanılgısı karar almak durumunda olan bireyin aynı sorunun farklı şekilde tarif edilmesine / çerçevenemesine farklı şekilde tepkiler vermesidir. Çerçeve yanılgısına aşağıdaki şekildeki gibi optik yanılgılar da neden olabilir.

### 2. 20. Donatı Yanılgısı

Donatı yanılgısı belirli bir objeye olması gerektiğinden farklı bir değer eklendiği zihinsel sürecin ürünüdür. Eklenen bu değer, bireyin objeye sahip olması ya da sahip olma potansiyelinin bulunmasına bağlı olarak farklılaşmaktadır.

### 2. 21. Zihinsel Muhasebe

Bireylerin ve hane halklarının finansal aktivitelerini organize ederken, değerlendirirken ve hesabını tutarken kullandıkları bilişsel operasyonlardır.

Temel istatistik kavramları iktisatçılar tarafından karar alma süreçlerini incelerken bir analiz yöntemi olarak kullanılmaktadır. Olayın olma hali yani “olasılık” olayın görece olarak meydana gelme sıklığı ile ilişkili bir kavramdır. Örneğin, havaya atılan para yere düşmeden, kişilerin sonuca ilişkin kesin bir fikri yoktur. Çünkü, paranın yazı veya tura gelmesi sonucu önceden kesin bilinmeyen bir durumdur. Fakat, tahmin önceden yapılan deneylerden elde edilen sonuca göre yapılan objektif olmayan bir değerlemeyi içerir. Bu değerlendirme kişilerin beklentileridir.

İktisat teorisinde insan davranışlarına kazanma isteği egemen olan davranış olarak görülür. Bu sebeple, deterministik bir dünyada, kazancı kayıbdan fazla olan aktiviteler insan için çekici olacaktır. Eğer, dürüst bir oyunun beklenen kazancı, bu oyunun kayıbdan fazla ise, çoğu daima aza tercih eden rasyonel insanın bu oyuna katılması beklenecektir. Fakat, iktisatçılar, insanların genelde bu gibi dürüst oyunlara katılma eğiliminde olmadıklarını gözlemlemişlerdir.

Alınan kararın tek başına dürüst bir oyunun beklenen değerine de bağlı olmadığı görülmektedir. Oysa yukarıda verilen örnek, insanın elde etmeyi beklediği bir gelirin doğuracağı fayda ile kaybetmeyi beklediği gelirin doğuracağı faydanın birbirine denk olmadığını göstermektedir (Abaan, 1998: 80).

## 3. SONUÇ

Yıllar boyunca birçok ekonomi ve finans teorisinin geliştirilmesi ve modellerin üretilmesinin sebebi; bireylerin rasyonel davranışları ve karar alma süreçlerinde mevcut tüm bilgileri dikkate almalarıdır. Bu noktada davranışsal finans gelişerek boşluğu doldurmuş ve duygular ile kavranış hatalarının yatırımcıları ve karar alma süreçlerini nasıl etkilediğini daha iyi anlama ve açıklamaya çalışmıştır. Her ne kadar davranışsal finans hala tartışmalı bir konu olsa da, birçok araştırmacı, psikoloji ve insan davranışlarıyla ilgili diğer sosyal bilimlerin, etkin piyasalar hipotezinin yanında, mali piyasalardaki birçok anomalinin, piyasa balonlarının ve çöküşlerin anlaşılmasına önemli ölçüde ışık tutabileceğine inanmaktadır.

Piyasalar genelinde etkisi olan birçok rasyonel olmayan davranış kalıpları meydana gelmiştir. Bireylerin kendi kararlarına aşırı güvenleri, geçmişten hafızada kalan bilgilere göre karar verme eğilimi olan çıpalama etkisi, ilk yatırımlara veya seçimlere bağlanılan maddi ya da manevi kaynağın ziyan edilmemesi güdüsü, yapılan hataların ne kadar küçük olursa olsun davranışların pişmanlık hissetmemek üzere programlanması gibi süreçler rasyonel olmayan davranışların yaygın örnekleri sayılabilir.

Kavrayışsal ve duygusal faktörler finansal piyasalarda önemi ihmal edilemeyecek bir rol oynamaktadır. İlgili süreçler yatırımcıların daha etkin ve bilgili olacağı şekilde yalınlaştırılarak uygulanmalıdır.

Dikkat edilmesi gereken bir diğer önemli durum ise, yatırımcıların farklı bilgi ve eğitim seviyelerinde olmalarıdır. Bunun için standart ve tek tip eğitim veya bilgilendirme çalışmaları



**Etkin Piyasalar Hipotezinin, Finansal Piyasaları Açıklamadaki Yetersizliği ve Davranışsal Finans**

yerine, hitap edilecek olan yatırımcı kitlesinin durumuna uygun programların oluşturulması, yatırımcılara ulaşmak için televizyon, radyo, internet ve süreli yayınlar gibi birden çok kanalın kullanılması da önem arz etmektedir.

## KAYNAKÇA

- Abaan, Ernur Demir. (1998), "Fayda Teorisi ve Rasyonel Seçimler", TCMB Tartışma Tebliğ No:2002/3.
- Altun, U. Oğuz. 81992), "Sermaye Piyasalarında Etkinlik: İMKB Üzerine Fiyat Etkinliği Testi", SPK Araştırma Dairesi Yeterlilik Etüdü, Ankara.
- Barak, Osman ve Demireli, Erhan. (2002), "İMKB'de Gözlemlenen Fiyat Anomalilerinin Davranışsal Finans Modelleri Kapsamında Değerlendirilmesi".
- Barberis, Nicholas, Shleifer, Andrei and Vishny, Robert. (1998), "A Model of Investor Sentiment", *Journal of Financial Economics*, c.49.
- Barberis, Nicholas, Thaler, Richard, "A Survey Of Behavioral Finance", *The Handbook of the Economics Of Finance* 2002, b.18.
- Bostancı, Faruk. (2003), "Davranışçı Finans" Yeterlilik Etüdü, S.P.K. Yayın No:57, Ankara.
- Döm, Serpil. (2003), "Yatırımcı Psikolojisi", İstanbul, Değişim Yayınları.
- Ergincan, Yakup. (2004), "Davranışçı Finans ve Yatırımcı Bilgilendirme Perspektifiyle MKS Uygulamaları", <http://www.mkk.com.tr/MkkComTr/assets/files/tr/yay/mektuplar/GM24.pdf>.
- Estrada, Javier. (2012), "Law and Behavioral Economics", <http://webprofesores.iese.edu>.
- Fama, Eugene F. (1970), "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance*, Vol. 25, No:2.
- Karan, Mehmet Baha. (2004), "Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi", 2. Baskı, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Kıyılar, Murat. (1997), "Etkin Pazar Kuramı ve Etkin Pazar Kuramının İMKB'de İrdelenmesi – Test Edilmesi", Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Ankara.
- Montier, James. (2002), "Behavioral Finance: Insights into Irrational Minds and Markets", John Wiley & Sons, Ltd. West Sussex.
- Öncü, Semra, Aktaş, Hüseyin, Kargın, Sibel, Aktaş, Rabia ve Kayalı, Nilgün. (2001), "Yatırımcıların Anormal Fiyat Değişimlerine Tepkisi", [www.finansbilim.com/ufs2006/Makaleler/YATIRIMCILARINANORMAL.pdf](http://www.finansbilim.com/ufs2006/Makaleler/YATIRIMCILARINANORMAL.pdf).
- Shefrin, Hersh. (2002), "Beyond Greed and Fear", Oxford University Press, New York.
- Shleifer, Andrei. (2003), "Are Financial Markets Efficient?", *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*, Clarendon Lectures in Economics, New York, Oxford University Press Inc.
- Tamer, Tuna, Kayalidere, Koray. (2002), "1995 - 2000 Döneminde İMKB'de Anomali Araştırması", *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, c.9, sayı: 1-2.
- Yalçınkaya, Timuçin. (2004), "Risk ve Belirsizlik Algılamasının İktisadi Davranışlara Yansımaları", Muğla Üniversitesi Tartışma Tebliğ, Working Paper No: 2004/05.