

BİLİŞSEL ÖNYARGILAR VE YATIRIMCI KARARLARINA ETKİLERİ

COGNITIVE BIASES AND THEIR EFFECTS ON INVESTORS' DECISIONS

Yrd.Doç.Dr. Engin KÜÇÜKSİLLE

Süleyman Demirel Üniversitesi Keçiörlü MYO Öğretim Üyesi

Doç.Dr. Hayrettin USUL

Süleyman Demirel Üniversitesi İİBF İşletme Bölümü Öğretim Üyesi

ÖZET

Davranışsal Finans yaklaşımında yatırımcıların sıklıkla irrasyonel davrandıkları konusunda birçok araştırma yapılmış ve bu araştırmalarla da irrasyonel davranışın sistematik bir şekilde devam ettiği ispat edilmeye çalışılmıştır. Bu da yatırımcıların yatırım kararları verirken veya portföylerini oluştururken sezgilerinden etkilendiklerini göstermektedir. Bunun nedeni ise insanların sınırlı kavramsal yeteneğe sahip olmalarıdır. İnsanların bu özelliği davranışsal finans yaklaşımında; kayıptan kaçınma, pişmanlık teorisi, hevristikler, sürü davranışları, aşırı ve düşük tepki verme ve bireylerin önyargıları gibi kavramları ortaya çıkarmıştır. Bu çalışmada bilişsel önyargılar üzerinde durulmuş ve şu sonuçlara ulaşılmıştır:

Bilişsel önyargılar yatırımcıların kendi yeteneklerini abartmalarına, sadece bildikleri ya da aşına oldukları şirketlere yatırım yapmalarına, kendilerine aşırı güven duymalarına, yeni duydukları bilgilere eski bilgilerine göre düşük tepki vermelerine, daha fazla bilgi sahibi olarak daha iyi yatırımcı olacaklarına inanmalarına ve sadece kendi görüşlerini destekleyen görüşlere inanmalarına neden olmaktadır. Bu önyargılar tam olarak ortadan kaldırılamasa da tecrübe, öğrenme, uzmanlık ve disiplinli yatırım kararları bu önyargıların azaltılmasına yardımcı olmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Davranışsal Finans, İrrasyonel Davranış, Önyargılar

JEL Kodları: G11, D03

ABSTRACT

There are many studies about investors' irrational behaviors and it has been tried to prove that irrational behavior is going on systematically in behavioral finance approach. This shows that investors are being affected by their intuitions as making decisions about investments or forming portfolios. This is why people have limited conceptual skills. These characteristics of people introduces some concepts like loss aversion, regret theory, heuristics, herd behaviors, over or low reaction and biases of individuals in behavioral finance approach. In this study, it has been mentioned the biases of investors reached followings:

Cognitive biases cause investors to aggravate their own abilities, invest only in stocks which they are familiar, have over confidence, give low reactions to new information rather than old ones, believe that they will be a better investor if they have more knowledge and believe the views which are supporting their opinions. Although there biases cannot be removed fully, experience, learning, expertise and investment decisions given strictly help in reducing these biases.

Key Words: Behaviour Finance, Irrational Behavioral, Biases

JEL Classifications: G11, D03

GİRİŞ

Davranışsal finans, Etkin Piyasalar Hipotezi'nin savunduğu piyasaların her zaman etkin olduğu görüşüne karşı çıkararak, piyasa etkinliğinde sapmalar olduğunu ve bu sapmaların da yatırımcıların irrasyonel davranışlarından kaynaklandığını ileri sürer (Barak, 2008:211). Davranışsal finans bu irrasyonel davranış şekillerini; kayıptan kaçınma, pişmanlık teorisi, hevristikler, sürü davranışları, aşırı ve düşük tepki verme ve bireylerin önyargıları gibi kavramlarla açıklamaya çalışmaktadır. Kayıptan kaçınma belli bir kayıpla ilgili mental cezanın, aynı miktardaki kazançtan elde edilen ödülünden daha büyük olduğu fikrine dayandırılır. Dolayısıyla yatırımcılar kazançlarını korurken temkinli, ancak kayıp pozisyonundan kaçmak için ise istekli davranırlar (Brabazon, 2000:2). Pişmanlık kavramı, yatırımcıların yaptıkları küçük hatalarından bile pişmanlık duydukları görüşünü savunur. Bunun sonucunda da yatırımcılar değeri düşen hisseleri satmayı geciktirirken; değer kazanan hisseleri de pişman olmamak için ellerinden çabuk çıkarma eğilimi gösterirler (Shiller, 2000:7). Hevristikler kavramı ise problemleri çözmede uygulanan ancak her zaman olumlu sonuç vermeyebilen stratejiler olarak tanımlanabilir. Yatırımcılar, belirsiz bir olayın olasılığını değerlendirirken sınırlı sayıdaki hevristiklere güvenmektedirler. Bu hevristikler genelde yararlı olmasına karşın, sistematik hatalara da neden olabilmektedirler (Rabin, 1996:25). Sürü davranışı ise yatırımcıların kendi bilgilerinden bağımsız bir şekilde diğer yatırımcıların gözlemlerine dayanarak aynı yatırımı yapmalarını açıklar (Rappaport ve Mauboussin, 2001:1). Aşırı tepki verme yaklaşımı da yatırımcıların yeni verilere, eski verilere göre daha fazla önem verdiklerini ileri sürer. Bu durum da hisse senetleri fiyatlarının gerçek değerlerinden sapmasına neden olmaktadır (Ferri ve Min, 1996:71). Düşük tepki verme ise yatırımcıların bir şirketi değerlerken önyargılı davrandıklarını belirterek, bu şirketler iyi kar açıklasa bile yatırımcıların bu hisseleri almada düşük reaksiyon gösterdiklerini belirtir (Shefrin, 2000:35).

Yatırımcıların rasyonellikten ayrıldığı bir durum ise önyargılar ile açıklanabilir. Bu önyargılar sadece eğitimsiz yatırımcılarla sınırlı olmayıp, tüm yatırımcıları etkileyebilmektedir. Bu önyargılar; sonradan anlama önyargısı, optimizm önyargısı, tutuculuk önyargısı, aşına olma önyargısı, aşırı güven, doğrulayıcı önyargı, yüklenme önyargısı ve ayrılma etkisinden oluşmaktadır. Yatırımcılar sonradan anlama önyargısıyla, belli bir yatırım sonuçlandığında olayı daha anlaşılır ve tahmin edilir görmekte; optimizm önyargısıyla kendi yeteneklerini abartmalarına ve dolayısıyla olası riskleri daha düşük görmekte; tutuculuk önyargısıyla kısa vadede işletmelerle ilgili önemli gelişmelere ve haberlere fazla önem vermemekte; aşına olma önyargısıyla sadece bildikleri şirketlere yatırım yapmakta ve diğer fırsatları değerlendirmemekte ve kendi bilgi ve deneyimlerini aşırı güvenerek portföy çeşitlendirmesi yapmamakta, dolayısıyla yüksek risk almakta; doğrulayıcı önyargıyla sadece kendi fikirleriyle aynı olan görüşlere önem vermekte, diğer görüşleri önemsememekte; yüklenme önyargısıyla başarılı yatırımları kendi yeteneklerine, başarısız yatırımları ise kötü şansa bağlayarak kendilerine aşırı güven duymalarına ve bunun sonucunda daha spekülatif ve aktif işlemler yapmakta ve ayrılma etkisiyle de hisse senedi yatırımlarını beklentilere göre değil, işletme ile ilgili önemli haberler çıktıktan sonra gerçekleştirmektedirler.

Bu makalede önyargılar üzerinde durulmuştur. Öncelikle önyargı türleri ve bu önyargıların yatırımcı davranışlarını nasıl etkilediği açıklanmış, son olarak da önyargıların nasıl azaltılabileceği üzerinde görüşler tartışılmıştır.

1. ÖNYARGILAR

Davranışsal teorilerin birçoğu birbirinden oldukça farklı olan ve yatırımcı davranışı hakkında sıklıkla zıt sonuçlar üreten önyargılara dayanmaktadır (Coval ve Shumway, 2001:1). Bu önyargılar genel olarak; bilginin depolanması, düzeltilmesi ve işleme şekline kaynaklanan algı hataları sonucu ya da karar probleminin formüle edilmesi sürecindeki hatalar nedeniyle ortaya çıkmaktadır (Döm, 2003:3; Mcfadden, 1998:1). Bireyler yatırım kararlarını verirken çok farklı önyargılar içerisinde olmaktadır. Bu önyargılara aşağıdaki gibidir.

1.1. Sonradan Anlama Önyargısı

Sonradan anlama önyargısı gerçekleşen bir olayın sonucunda, insanların sonucu önceden bildiklerini söyleme önyargısıdır. İnsanların bir problemle ilgili olarak problemin çözümünü bilmese de bilmediğini göstermemesi de bu önyargıya örnek olarak gösterilebilir. (Ede, 2007:46)

Sonradan anlama önyargısı, bireylerin sonucu elde ettikten sonra “ben zaten biliyordum” iddiasını gösteren deneysel bir kanıtla dayandırılır. Zaten böyle bir sonucu elde eden bireyler büyük oranda bu sonucun kendi kararları üzerine olan etkisinin farkında değildir. Olaylar bittiğinde, olmadan öncekinden daha anlaşılır ve tahmin edilir görünür (El-Sehity ve Diğerleri, 2002:3).

Hisse senedi piyasaları yorumcularının da düştüğü en büyük yanılgılardan birisi olan sonradan anlama önyargısı, piyasalardaki değişimlerden sonra yorumcuların değişimlere göre yorum yapmalarına ve kendilerine aşırı güven duymalarına neden olmaktadır. (Ede, 2007:46)

Sonradan anlama önyargısı; genel bilgi konuları, çalışan değerlendirme, muhasebe ve işletme kararlarını da içeren çok çeşitli alanlarda örneklerle kanıtlanmıştır (El-Shetiy ve Diğerleri, 2002:3).

Bu çalışmanın birinde subjeler rastgele “sezgili” ve “sonradan anlayan” olarak iki gruba ayrılmıştır. İlk gruptan belirli olayların meydana gelme olasılığını tahmin etmeleri istenirken; ikinci gruba doğru sonuçlar anlatılır ve eğer onlara doğru sonuçlar verilmeseydi, olayların meydana gelme ihtimalini tahmin etmeleri istenir. Eğer bireyler “sonradan anlama” önyargısına eğilimlilerse, diğer gruba göre daha yüksek bir olasılık sonucu vermeleri beklenir. Deneysel sonuçlar bu varsayımı doğrulamaktadır ve olayı tahmin etmeleri istenen kişiler ihtimalleri “sonradan anlayan” kişiler kadar kolay bulamazlar (El-Shetiy ve Diğerleri, 2002:3).

Sonradan anlama önyargısı; hafıza zayıflamaları ve yeniden yapılanma önyargılarının motivasyon için etkileşim etkisi göstermesi gibi bilişsel faktörlerin yanında motive edici faktörlerle de açıklanmıştır. Genelde bilişsel faktörler, sonradan anlama önyargısını açıklamada motive edici faktörlerden daha önemli görülür. Ayrıca ne “daha fazla çabalama” veya geri bildirim bilgisini önemse-

meme talimatı, ne de parasal güdüler sonradan anlama önyargısını azaltamaz (El-Shetiy ve Diğerleri, 2002:3).

Sonradan anlama önyargısı etkisi üzerine yapılan araştırmaların temeli bilişsel bir yorum yönündedir. Bazı araştırmacılar hem bilişsel hem de motive edici faktörlerin sonradan anlama önyargısı etkisini etkilediği konusunu tartışmışlardır. Hell 1988’de parasal güdülerin değişmesinin, sonradan anlama etkisinin büyüklüğünü etkilemek için otomatik faktörlerle etkileştiğini söylemiştir. Ayrıca Sharpe ve Adair 1993’te konu hakkında kişilerin yorumunun bilişsel ve motive edici faktörler arasında aracı bir faktör olabileceğini ifade etmiştir.

1.2. Optimizm Önyargısı

Asimetrik etkileri olan bir diğer önyargı da optimizm önyargısıdır. Aşırı güven ve optimizm, insanların olayları kontrol ederken bilgilerini abartmalarına, riskleri olduğundan az görmelerine ve kendi yeteneklerinin mükemmel olduğuna inandırmakta ve istatistiksel sürprizlere karşı ise savunmasız bırakmaktadır (Kahneman ve Riepe, 1998:4).

DeneySEL kanıtlar, analistlerin kazanç tahminlerinin ortalamada optimistik ve geçmiş hatalarla pozitif korelasyon içinde olduklarını göstermektedir. Bir aracı kurum adına çalışan bir analistin herhangi bir şirket için optimistik kazanç tahmini; yatırımcıları şirket hisselerini alma yönünde teşvik edecek ve bu durum da aracı kurum komisyonlarını artıracaktır. Öte yandan kötümser bir tahmin ve bununla ilgili satış tavsiyesi daha düşük işlem hacmine ve dolayısıyla daha düşük komisyon gelirine neden olacaktır. Bu nedenlerden dolayı analistlerin optimist olma konusunda güçlü dürtüleri bulunmaktadır (Espahbodi ve Diğerleri, 2001:2).

İkinci olarak optimizm, şirketlerle karlı ve faydalı yatırım bankacılığı ilişkileri sürdürme isteğinden de kaynaklanmaktadır. Siconolfi ve Raghavan (1995) analistlerin yatırım bankacılığı işine getirildiği zaman maaşlarının üç katı prim aldıklarını belirtmektedir. Dugar ve Nathan (1995) bir şirket ile yatırım bankacılığı ilişkisine sahip kurum için çalışan analistlerce yapılan kazanç tahminlerinin, aynı şirket için tahmin yürüten diğer analistlere nazaran önemli ölçüde daha fazla optimist olduğunu göstermektedir (Espahbodi ve Diğerleri, 2001:2).

Üçüncü olarak optimizm, analistlerin takip ettikleri firmaların yönetimleri ile iyi ilişkiler kurma ihtiyacından kaynaklanmaktadır. Analistler izledikleri şirketlerle ilişkin doğru ve zamanlı bilgi için şirket yönetimine bağımlı olmakta ve şirketler kendi hisselerine ilişkin negatif sonuçlar sunan analistlere karşı bunu tehdit unsuru olarak kullanmaktadırlar. Bu tehditler analistlerin bilgi alma isteğini reddetme, şirketin toplantılarına çağırılmama ve hatta fiziki olarak zarar vermeye kadar gidebilmektedir (Espahbodi ve Diğerleri, 2001:2).

Lim (2000) tarafından sunulan irrasyonel davranışa son açıklamaya göre analistler yönetime erişimi ve tahmin doğruluğunu geliştirebilmek için optimizm göstermektedirler. Mesleki geleceği tahminlerinin doğruluğuna bağlı olduğu kabul edilen analistler için enformasyonel çevreye ilişkin belirsizlik arttıkça ve bilgi kaynağı olarak yönetsel erişime daha fazla bağımlı olanların daha fazla optimist oldukları öne sürülmektedir (Espahbodi ve Diğerleri, 2001:3).

Analistler, optimistik kazanç tahminini maliyet ve fayda kıyaslamasına dayandırır. Faydalar öncelikli olarak yüksek komisyon ve iyi yönetim ilişkilerinden elde edilirken, maliyetler ise analistin saygınlık ve yasal sorumluluğu ile ilişkilendirilir. Optimist bir tahmin yapmanın maliyeti faydaları aşıyorsa, optimizm daha az görünecektir ya da olmayacaktır (Espahbodi ve Diğerleri, 2001:3).

1.3. Tutuculuk Önyargısı

Barberis, Shleifer and Vishny'ye (1998) göre yatırımcıların maruz kaldıkları önyargılardan birisi de tutuculuk önyargısıdır. Tutuculuk önyargısı yatırımcıları yeni gelişmelere karşı çok yavaş bir şekilde inançlarını yenilemelerine neden olmaktadır. Tutuculuk önyargısı kısa vadede yatırımcıların düşük reaksiyon göstermelerine ve uzun vadede ise temsillik önyargısıyla birlikte geri dönüşlere neden olmaktadır (Rau ve Diğerleri, 2001:1).

Barberis, Shleifer and Vishny ayrıca tutuculuk önyargısının yatırımcıları bilgiye karşılık nasıl düşük reaksiyon göstermeye yönlendireceğini tartışmışlardır. Edward tarafından yapılan deneylerle belirlenen tutuculuk önyargısı, yatırımcıların önceki bilgilerini yeniledikleri zaman duydukları yeni bilgileri fazla önemsemediklerini belirtmektedir. Eğer yatırımcılar bu şekilde davranırlarsa, fiyatlar bilgiye bağlı olarak yavaş bir şekilde düzelecektir. Ancak bilgi tam olarak fiyatlara dahil edildiğinde, hisse senetlerinin getirileri hakkında daha fazla tahmin yapılamayacaktır (Jegadeesh ve Titman, 2001:1).

Örneğin şirketler belli bir dönem sonunda mükemmel veya çok kötü kar/zarar rakamları açıkladıklarında, piyasa bu bilgiye bir süreliğine fazla önem vermeyecektir. Bu nedenle fiyatlar tam bilgiyi yansıtmada yavaş kalacak, ancak orta vadede bu durum fiyatlara yansiyacaktır (Chapurat ve Deaves, 2003:10).

1.4. Aşırı Güven

Aşırı güven, yatırımcıların sahip oldukları bilgilerin doğruluğuna aşırı güven duyma eğiliminde olmaları durumudur. Bu durum, yatırımcıların mevcut riskleri düşük tahmin etmelerine ve kendi becerilerini de abartmalarına neden olmaktadır (Barak, 2006:108).

İnsanlar kendi yeteneklerine aşırı güven duyarlar. Aşırı güven davranışı kendini çeşitli şekilde gösterebilir. Yatırımcıların kendilerine tanıdık olan şirketlere çok fazla yatırım yapma eğilimlerinden dolayı çok az çeşitlendirme yapmaları buna örnek olarak verilebilir. Bu nedenle insanlar çeşitlendirme açısından kötü bir yatırım olmasına rağmen yerel şirketlere yatırım yapmayı tercih ederler. Warren Buffett, aynı konuyu kendi yetenek çemberi kavramıyla tekrar açıklamıştır. O'na göre yatırımcıların kendi yetenek çemberlerini veya uzmanlık alanlarını belirlemeleri gerekir ve orada kalmalıdır. Uzmanlığımızdaki aşırı güven kötü kararlara neden olabilir. Will Rogers'a göre aşırı güven, "bizi sorunlara sürükleyen bilmediğimiz şey değil, sandığımız gibi olmayan bildiklerimizdir" (Rappaport ve Mauboussin, 2001:2).

Shiller'a göre, beklenen gelecek fiyat değişiklikleri hakkında yatırımcılar aşırı güvene sahiptirler ve bu kararlar üzerinde hareket etmeye gönüllüdürler. Bu

durum, aşırı güvenin piyasada etkili bir güç haline gelmesine neden olur. Sezgisel aşırı güvenin piyasalarda etkili bir güç olduğu hakkında birçok kanıt bulunmaktadır. Shiller, 19 Ekim 1987'de hisse senedi piyasalarının düşmesinin hemen ardından hem bireysel yatırımcılara hem de kurumsal yatırımcılara bir anket uygulamıştır. Yatırımcılara “o gün tekrar geri dönüş yaşanacağı düşüncesine kapıldınız mı?” sorusuna, bireysel yatırımcıların %29,2'si (bunların %47,1'i o gün hisse senedi alanlar) ve kurumsal yatırımcıların %28'i (bunların %47,9'i o gün hisse senedi alanlar) evet yanıtını vermişlerdir. Ardından onları böyle düşünmeye yönelten şeyin ne olduğu sorulduğunda, yazdıkları cevaplardan anlaşılan tek faktör sadece sezgiyle tanımlamadır. Sonuç olarak psikologların çalıştıkları sezgisel yargılar piyasanın yönünü belirlemede çok önemlidirler (Shiller, 2000:33).

Aşırı güveni artıran üç neden üzerinde durulmaktadır. Bunlar: yüklenme önyargısı, bilgi yanılması ve kontrol yanılmasıdır.

1.4.1. Yüklenme Önyargısı

İnsanlar başarılarını kişisel yeteneklerine, başarısızlıklarını ise diğerlerinin yaptıklarına veya kötü şansa bağlamaktadırlar. Gervais ve Odean (2000) bu yüklenme önyargısının, başarılı yatırımcıların işlem yaparken aşırı güvenlerini artıracığını göstermişlerdir. Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam (1998), yüklenme önyargısının aşırı reaksiyonu yoğunlaştırabileceğini ve hisse senedi fiyatlarında kısa vadeli momentuma ve uzun vadeli ters dönmelere neden olabileceğini tartışmışlardır. Son başarıları sonucu kendi aşırı güvenlerini artıran yatırımcılar daha aktif ve daha spekülatif bir şekilde işlem yapacaklardır (Barber ve Odean, 2002:459-460).

Aşırı güvene sahip yatırımcıların daha sık işlem yapma eğiliminde oldukları görülmektedir. Çünkü kendi işlem kabiliyetlerine inanırlar ve ayrıca kendi özel bilgilerinin değerini ve doğruluğunu da abartırlar, Barber ve Odean 1991-1996 yılları arasında 60.000'in kişi üzerinde yaptıkları çalışmayla; daha sık işlem yapanların, daha az işlem yapanlara göre piyasa getirisinin daha gerisinde kaldığını gözlemlemişlerdir. Bu düşük performansın temel sebebi de yüksek işlem maliyetlerinden kaynaklanmaktadır (Chapurat ve Deaves, 200:9-10).

Başka bir çalışmada da Barber ve Odean, erkeklerin kadınlara oranla %45 daha fazla işlem yaptıklarını belirlemişlerdir. Bu durum erkeklerin kadınlara göre aşırı güvenden daha fazla etkilendiklerini göstermektedir ki bu da yüklenme önyargısının erkeklerde kadınlara oranla daha fazla olduğunu göstermektedir (Chapurat ve Deaves, 2003:10).

Öğrenme sürecinde bu önyargı, aşırı güvenin neden sürekli var olduğunu açıklar. Bu tür bir etki, yatırımcılarda para kaybetseler dahi aşırı güvenin dinamik bir şekilde kalmasını sağlar (Hirshleifer ve Luo, 2001:77).

1.4.2. Bilgi Yanılması

İnsanların daha fazla bilgiye sahip olmakla tahminlerinin doğruluğunun artacağına inanma eğilimi bilgi yanılmasıdır. Herhangi bir konuda daha fazla bilgi edinme bireyin bilgisini artırmak ve daha iyi kararlar vermesini sağlamakla bir-

likte, bu kural her zaman geçerli değildir. Bunun üç temel nedeni vardır (Döm, 2003:63; Nofsinger, 2001:15):

1. Bazı bilgiler tahmin etmeye yardımcı olmadığı gibi, yanlış yönlendirebilmektedir.

2. Çoğu insanlar bu bilgiyi yorumlayacak eğitim, tecrübe ve beceriye sahip olmayabilir.

3. İnsanlar yeni bilgiyi önceki inançlarını ve görüşlerini doğrulayacak veya destekleyecek yönde yorumlama eğiliminde olmaktadır.

İnsanlara tahmin veya değerlendirme yapacakları zaman daha fazla bilgi verildiğinde tahminlerinin kesinliği; tahminlerde kendilerine olan güvenlerinden çok daha yavaş gelişme eğilimindedir. Tahminlerin doğruluğu daha iyi karar verme olanağı sağlarken ek bilgiler, bilgi yanılmasına ve önyargılı hükümlere neden olan aşırı güvenin gelişmesine yol açabilir (Barber ve Odean, 2002:460-461). Bu bağlamda da, çoğu zamanlarını bilgi toplayarak geçiren yatırımcılar genellikle kendilerini akıllı yatırımcılar olarak değerlendirirler. Akıllı bir yatırımcı faydasız bir bilgi için çok fazla zaman harcamayacağı için topladıkları bilgilerin yararlı olduğuna inanırlar.

1.4.3. Kontrol Yanılması

İnsanların şansa bağlı olayların sonucunu etkileyebilecekmiş gibi davranmaları “kontrol yanılması” kavramını ortaya çıkarmıştır. İnsanlar gerçekte olmasına rağmen, sonuçları kontrol edebileceğine inandığı an daha fazla aşırı güvenli olmaktadır. Becerilere dayalı gelişen başarılar kontrol edilebilir iken, tesadüfi ya da şansa dayalı gerçekleşen başarılar kontrol edilemezler. Bununla birlikte insanların şansı beceriden ayırt etmede başarılı olmadıkları görülmektedir. Bunun sonucunda da kontrol yanılması ortaya çıkmaktadır (Döm, 2003:65).

Langer (1975) yapmış olduğu deneysel çalışmalarında bu durumu açıkça göstermektedir. Bir para atımında her defasında yazı veya tura gelme olasılığı %50’dir. Bireylerin para atımında önceki sonuçlar konusunda bilgi verildiğinde; daha fazla tutarda para ile bahsi kabul etmeye gönüllü iken, önceki bahsin sonuçları gizlendiği zaman bu isteklilik azalmaktadır. Burada bireyler hatalı olarak sonuçlara ilişkin bilgi aldığı zaman sonuçları kontrol altına alabileceğine inanmaktadır. Gerçekte ise, önceki sonuçlar ne olursa olsun, her defasında yazı veya tura gelme olasılığı ½ olup değişmemektedir.

Kontrol yanılmasını artırıcı temel nitelikler şunlardır (Döm, 2003:65): seçme, sonuç dizimi, aşına olma, bilgi ve aktif katılım.

Seçme: Seçme, aktif olarak seçim yapmanın hatalı olarak kontrol altına alınacağı düşüncesidir. Örneğin; tesadüfi olarak kendine sayılar verilen bireylere kıyasla, kendi lotari sayılarını seçen insanlar daha fazla kazanma şansına sahip olduklarına inanırlar. Geçmişte çoğu yatırımcılar yatırım kararlarında ve tavsiyelerinde tam hizmet sağlayan araçlardan yararlanmışlardır. Bununla birlikte yeni anlayışta, karar verme işi daha fazla oranda yatırımcının üzerindedir. Modern yatırımcılar ne zaman ve ne satın alacaklarını ya da satacaklarını kendileri seçme durumundadır. Yatırımcı karar verme sürecinde daha aktif oldukça, kontrol yanılması da daha fazla olmaktadır.

Sonuç Dizimi: Sonucun gerçekleşme yönü de kontrol yanılışmasını etkilemektedir. Önceki gerçekleşen negatif sonuçlara kıyasla pozitif sonuçlar daha fazla kontrol yanılışmasına neden olmaktadır. Örneğin, boğa piyasasında elde edilen erken başarılar kontrol yanılışmasını artırmaktadır.

Aşına Olma: Bireylerin birbirleriyle iletişimi ve belirgin şirketlere yönelik paylaşılan düşünceleri, o şirketlere karşı daha fazla aşına olmalarını sağlamakta ve kontrol yanılışmasını artırmaktadır. Aşına olunan şirketlere yönelik ilgi artmakta ve bireyler aşına oldukları şirketlerin hisselerini tercih etme eğiliminde olmaktadır.

Bilgi: Elde edilen bilgi miktarı arttıkça kontrol yanılışması da artmaktadır. İnsanlar bilginin önemli ya da ekstrem olması üzerinde çok fazla dururken, geçerliliğine ya da doğruluğuna aynı özeni göstermemektedir. Alınan bilginin çoğu ise gerçekte söyleni olup önemli değildir. Bilgi olarak tanımlanan birçok şey gerçekte doğru olmayan, söyleni ya da geçerliliğini yitirmiş şeylerdir. Dolayısıyla bu türden haberler bilgi değeri taşımamakta ve olayları anlamaya da yardımcı olmamaktadır.

Aktif Katılım: İnsanlar bir işe daha fazla dahil oldukça kontrol yanılışması da daha fazla olmaktadır. İnsanlar para artımı arttıkça kazanma olasılıklarının da daha fazla olacağına inanmaktadır. Günümüzde yatırımcılar kurumlar aracılığıyla kendi yatırım karar verme sürecini yürütmektedir. Bu anlamda da bilgi elde etmek ve değerlendirmek için işlem kararları vermek durumundadır. Modern yatırımcıların da benzer şekilde yatırım sürecine daha fazla katıldıkları için kontrol yanılışması da artmaktadır.

1.5. Aşına Olma Önyargısı

Davranışsal alanda çalışan bilim adamları, bildikleri veya aşına oldukları şeyleri, aşına olmadıklarına tercih ettiklerini belirtmişlerdir. İnsanlar aynı riske ya da aynı kazanma olasılığına sahip iki seçenikle karşı karşıya kaldıklarında aşına oldukları seçeneği tercih etmektedirler. Hatta bazen bireyler bazen kazanma ihtimali düşük ve yüksek riske sahip seçeneği bile tercih edebilmektedirler (Barak, 2006:112, Nofsinger, 2001:117).

DeneySEL araştırmalar bireylerin daha fazla aşına oldukları hisseler hakkında daha fazla optimistik olma eğiliminde olduklarını göstermektedir. Coval and Moskowitz (1999- 2001) Amerikalı yatırım yöneticilerinin yerel firmalara yaptıkları yatırımın diğerlerine oranla çok daha olduğunu belirtmişlerdir. Benartzi (2001), çalışanların emeklilik ikramiyelerini kendi çalıştıkları şirketlerin hisselerine yatırdığını ifade etmiştir (Ahn ve Diğerleri, 2003:1).

Aşına olunan yatırım yapma eğilimi, bu hisselere daha fazla yatırım yapmaya gidilerek düşük çeşitlendirmeye yol açmaktadır. Aşinalık algılanan riski gerçek riske kıyasla daha düşük göstermekte ve sonucunda da yatırımcı yeterince çeşitlendirmeye gitmemektedir. Araştırmalar sadece bireysel yatırımcıların değil, profesyonel yatırımcıların da büyük ölçüde bilgi kaynakları ve analiz araçlarına sahip olmalarına rağmen, Aşına Olma Önyargısı eğilimi gösterdiklerini belirtmektedirler (Döm, 2003:83-84).

(Ackert ve Diğerleri, 2003:11), yaptıkları araştırmalar sonucunda yatırımcıların yerli veya yabancı yatırım fırsatları hakkında eşit bilgiye sahip olmalarında

bile aşına olma önyargısına sahip olduklarını ortaya çıkarmışlardır. Katılımcılar yatırım yapmak için şirketin sadece yerini değil ismini de öğrenme ihtiyacı duyarlar. Şirketin ismi yatırımcının firmayla daha iyi bir bağ kurmasını sağlayabilir ve katılımcıların yerli menkul kıymetlere daha fazla yatırım yapmasını etkileyebilir.

1.6. Ayrılma Etkisi

Ayrılma etkisi; bilginin karar alınmasında önemli olmamasına rağmen, karar alıcıların bu bilgiyi bekleme eğilimine girmesi durumunda ayrılma etkisi söz konusudur. Dolayısıyla ayrılma etkisi Savage'nin rasyonel davranışın garanti ilkesiyle çelişmektedir (Shiller, 2000:18)

Tversky ve Shafir (1992) tarafından ayrılma etkisini gösteren deneysel çalışmalar yapılmıştır. Bu çalışmaların birinde; deneklerin eşit olasılıkla \$200 kazanma ya da \$100 kaybetme şansına sahip para atımında \$200 kazandığı ve \$100 kaybettiği varsayılarak; deneklere bir başka ifade ile %50 olasılıkla \$200 kazanma ve %50 olasılıkla \$100 kaybetme şeklinde ikinci bir bahis önerilmiştir. İlk bahsi oynayanlara tekrardan böyle bir bahse girmek isteyip istemedikleri sorulmuştur. İlk bahsi kazanmasa bile deneklerin çoğu ilk bahsin sonucunu öğrendikleri için ikinci bir bahse girmeyi kabul etmişlerdir. Bununla birlikte ilk bahsin sonucunu bilmeyen deneklerin çoğu ikinci bahse girmek istememişlerdir. Tversky ve Shafir, eğer ilk bahsin sonucu biliniyor ve iyi ise deneklerin ikinciyi kabul etmekle kaybedecek bir şeyleri olmayacağını düşüneceklerini, eğer sonuç kötü ise kayıplarını telafi etmek için yeniden denemek isteyeceklerini öne sürmektedirler. Ancak sonuç bilinmiyor ise, o zaman ikinci bahsi kabul etmek için herhangi bir neden olmayacağını belirtmektedirler (Tversky ve Shafir, 1992:305-309).

Ayrılma etkisi, spekülasyon varlık fiyatları volatilitesindeki değişim ile işlem hacimlerinin değişimini açıklamada yardımcı olabilir. Örneğin, ayrılma etkisi önemli bir açıklama yapılmadan önce düşük volatilité ve düşük işle hacmini; önemli bir açıklamadan sonra ise yüksek volatilité ve yüksek işlem hacminin gerekçelerini izah edebilir (Shiller, 2000:18).

1.7. Doğrulayıcı Önyargı

Doğrulayıcı önyargı, birinin görüşlerini destekleyen deneyimlere inanma ve vurgulama; desteklemeyenleri ise önemsememe ve kötüleme eğilimidir. Bu eğilimin etkileri bilimsel araştırmalarda defalarca belgelenmesine rağmen yeteri derecede araştırılmıştır (Mahoney, 1977:161).

Yatırımcılar kendi görüşlerini destekleyen bilgiyi araştırma eğiliminde iken kendi fikirlerinin aksini söyleyen bilgilerden kaçınmaktadır. Bu durum yatırımcıların bilgiyi nereden seçeceklerini etkilerken, aynı zamanda da elde ettikleri bilgiyi nasıl yorumlayacaklarını belirler. Dolayısıyla da, doğrulayıcı kanıtı çok fazla önem verilirken, doğrulayıcı olmayan kanıtı yeteri derecede önem verilmez (Rappaport ve Mauboussin, 2001:5).

Bilişsel psikologlar, insanın bilgi sürecindeki bozulma ve hatanın yayılışı konularını ispat etmişlerdir. Bilişsel yönlü bilimsel psikologlar da bu yanılgıları çeşitli disfonksiyonel örneklerle işaret etmeye başlamışlardır. En son bilişsel terapilerin temel özelliklerinden biriside çoğu uyumsuz davranış örneklerinin

belirli bir nedenle düşünce ve algılama hatalarıyla ilişkili olduğu görüşüdür. Bu yanlış bilişsel yöntemlerin belirli göze çarpan bir yönü doğrulayıcı önyargı olarak adlandırılabilir. Bu kavram, insanların kendi inançlarını desteklediği veya doğruladığı deneyimleri araştırmak, katılmak ve bazen de güzelleştirme eğilimidir. Doğrulayıcı deneyimler rahatlatıcıdır ve kolay güvenilirlik sağlarlar. Öte yandan doğrulayıcı olmayan deneyimler sıklıkla önemsenmezler, itimat edilmezler ve savunmacı bir şekilde davranılırlar (Mahoney, 1977:161).

Yatırımcılar bir yatırım kararı verdikten sonra sıklıkla doğrulayıcı tuzağa düşerler. Örneğin yatırımcılar bir hisse senedi aldığı anda, kendi tezlerini doğrulayan kanıt ararlar ve kendi tezlerini doğrulamayan bilgiye aldırış etmezler. Alfred Rappaport ve Michael J. Mauboussin, yatırım sürecindeki beklentilerde doğrulama tuzağı için yararlı bir teknik geliştirmişlerdir. Bu teknik, şirket ve endüstri hakkında en fazla güdülen ve benimsenen inançlarla ilgili sorular sormak ve bir analiz yürütme şeklindedir (Rappaport ve Mauboussin, 2001:5).

SONUÇ VE ÖNERİLER

İnsanlar yatırım kararları verirken sınırlı bilişsel yetenekleri nedeniyle irrasyonel davranma eğilimindedirler. Bu durum sadece eğitimsiz ve bilgisiz insanlarla sınırlı olmayıp, toplumun tümünü kapsamaktadır. Bu davranışlardan birisi de önyargılardır.

İnsanlar bir sonuç ortaya çıktıktan sonra “ben zaten böyle olacağımı biliyordum” diyerek kendisini kandırmakta, kendi yeteneklerini abartarak mevcut riskleri görememekte, sadece bildikleri ya da aşına oldukları şirketlere yatırım yapmakta, kendilerine aşırı güven duymakta, yeni duydukları bilgilere eski bilgilerine göre düşük tepki vermekte, daha fazla bilgi sahibi olarak daha iyi yatırımcı olacaklarına inanmakta, sadece kendi görüşlerini destekleyen görüşlere inanmakta, başarıları kendi yeteneklerine, başarısızlıkları ise başkalarına veya kötü şansa bağlamakta ve bir şirket ile ilgili önemli bir haber gelmedikçe yatırım yapmamaktadırlar. Bu davranışlar insanların yatırım kararı alırken irrasyonel davranışlarını göstermektedir.

Tecrübe, uzmanlık ve öğrenmenin bilişsel önyargıları önemli ölçüde ortadan kaldırdığı öne sürülse de, insanların sınırlı olarak bilişsel yapıya sahip olmasından dolayı bu varsayımın geçerliliği her zaman doğru değildir. Uzun vadede piyasadaki irrasyonel davranışların ortadan kalkması rasyonel güçlerin yayılması ile gerçekleşir. Bu gerçekleşme ise öğrenmeyle olur. Tversky ve Kahneman sadece belirli durumlarda etkin öğrenmenin gerçekleşebileceğini öne sürmektedir. Etkin olan durumsal koşullar ile uygun yanıt arasındaki ilişkiye yönelik doğru ve çabuk geri bildirim gerekmektedir. Ancak bu gerekler çoğu zaman karşılanamamaktadır. Tversky ve Kahneman bunun nedenlerini şu şekilde sıralamaktadır (Döm, 2003:88; Hanson ve Kysar, 1999:691-692):

1. Sonuçlar genellikle ertelenmekte ve kolaylıkla belirli bir aksiyona işaret etmemektedir.
2. Çevrenin değişkenliği geri bildirim güvenilirliğini olumsuz etkilemektedir.

3. Diğer bir karar alınmadıkça, sonucun ne olacağına ilişkin çoğu zaman bir bilgi mevcut değildir.

4. Önemli kararların çoğunun emsali olmadığından, öğrenmeye de çok az olanak tanınmaktadır.

Araştırmalar öğrenme fikrine ihtiyatla yaklaşılması gerektiğini göstermektedir. Çünkü genel ilkeleri öğrenen birçok insanın bu ilkeleri belirgin durumlara uygulamadığını göstermektedir. Tversky ve Kahneman (1974) bu türden hataları uygulama hataları olarak tanımlamakta ve insanların bildiği ve kabul ettiği bir kuralı uygulamadıklarında belirgin bir probleme ilişkin başarısızlık uygulama hataları olarak nitelirmektedir.

İstatistiksel yöntemler geliştikçe yatırımcıların yatırım kararları alırken karşılaştıkları riskler azaltılabilmektedir. Örneğin regresyon analizi standart hatayı, bir başka ifade ile riski hesaba kattığı için birçok bilişsel önyargıya önlem olarak düşünülebilir. Ancak insanlar sistemli ve disiplinli bir şekilde bu yöntemleri kullanmadıkları sürece önyargılarına göre karar vermeye devam edeceklerdir.

KAYNAKÇA

- ACKERT Lucy F., Bryan K. CHURCH, James TOMPKINS, Ping ZHANG, (2003). “What’s in a Name? An Experimental Examination of Investment Behavior”, Working Paper, Federal Reserve Bank of Atlanta.
- AHN Dong-Hyun, H. Henry CAO, Zhiwu CHEN, (2003) “Familiarity Bias and Optimal Security Design in International Markets”, Journal of Financial Markets, 1-8.
- BARAK Osman, (2006). “Hisse Senedi Piyasalarında Anomaliler ve Bunları Açıklamak Üzere Geliştirilen Davranışsal Finans Modelleri –İMKB’de Bir Uygulama”, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- BARAK Osman, (2008). “İMKB’de Aşırı Reaksiyon Anomalisi ve Davranışsal Finans Modelleri Kapsamında Değerlendirilmesi”, Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 10/1, 207-229.
- BARBER Brad M., Terrance ODEAN, (2002). “Online Investors: Do The Slow Die First?”, The Society Of Financial Studies, Vol.15, No:2, 459-465.
- BARBERIS N. , A. SHLEIFER, R. VISHNY, (1998). “A Model of Investor Sentiment”, The Journal of Financial Economics 49, 307-343.
- BRABAZON Tony, (2000). “Behavioral Finance: A New Sunrise or A False Dawn?”, University of Limerick.
- CHARUPAT Narat, Richard DEAVES, (2003). “How Behavioral Finance Can Assist Financial Planners”, York University, Working Paper.
- COVAL Joshua D., Tylar SHUMWAY, (2001). “Do Behavioral Biases Affect Prices?”, Harvard Business School, Working Paper.
- DANIEL K, D. HIRSHLEIFER, A. SUBRAHMANYAM, (1998) “Investor Psychology and and Security Market Under and Overreactions”, The Journal of Finance, 53, 6, 1839-1885.
- DÖM Serpil, (2003). Yatırımcı Psikolojisi, Değişim Yayınları, İstanbul,
- DUGAR A., S. NATHAN, (1995). “The Effect of Investment Banking Relationships on Financial Analysts” Earning Forecasts and Investment Recommendations, Contemporary Accounting Research, 131-160.
- EDE Müjdat, (2007). “Davranışsal Finans ve Bireysel Yatırımcı Davranışları Üzerine Ampirik Bir Uygulama”, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.

- EL-SEHITY Tarek, Hans HAUMER, Christian H. STEIN, Erich KIRCHLER, Boris MACIEJOVSKY, (2002). "Hindsight Bias and Individual Risk Attitude within the Context of Experimental Asset Markets", Journal of Psychology and Financial Markets, 3-10.
- ESPAHBODĪ Reza, Amitabh DUGAR, Hassan TEHRANĪAN, (2001). "Further Evidence On Optimism And Underreaction In Analysts' Forecasts", Review Of Financial Economics, 2-10
- FERRI M. G., C. MIN, (1996). "Evidence that the Stock Market Overreacts and Adjusts", The Journal of Portfolio Management.
- GERVAIS S., S. ODEAN, (2000). "Learning to be Overconfident", Working Paper, Wharton School, University of Pennsylvania.
- HANSON, J. D., D.A. KY SAR, (1999). "Taking Behavioralism Seriously: The Problem of Market Manipulation", New York University Law Review.
- HIRSHLEIFER David, Guo Ying LUO, (2001). "On The Survival Of Overconfident Traders in a Competitive Securities Market", Journal of Financial Markets, 72-85
- JEGADEESH Narasimhan, Sheridan TITMAN (2001). Momentum, Journal Of Finance,.
- KAHNEMAN, D., M. W. RIEPE, (1998). "Aspects Of Investor Psychology", Journal of Portfolio Management, Vol.24, No.24
- LANGER W. (1975) "The Illusion of Control", Journal of Personality and Social psychology, 32,311-328.
- MAHONEY Michael J. (1977) "Publication Prejudices: An Experimental Study of Confirmatory Bias in the Peer Review System", Cognitive Therapy and Research, Vol.1, No. 2, 160-169
- McFADDEN Daniel, (1998). "Rationality for Economicists", Department of Economics, University of California, Working Paper, 1-36.
- NOFSINGER J. R. (2001) Investment Mdness: How Psychology Affects Your Investing. and What to do About it.USA, Financial Times-Prentice Hall.
- RABIN M., (1996). "Psychology and Economics", University of California, Unpublished Working Paper, Berkeley.
- RAPPAPORT, A., M. J. MAUBOUSSIN, (2001). "Pitfalls to Avoid", Working Paper.
- RAU P. Raghavendra, Ajay Patel Igor OSOBOV, Ajay KHORANA, Michael J. COOPER, 2001; "The Game of the Name: Value Changes Accompanying Dot.com Additions and Deletions", <http://soauniversity.ac.in>, 20.10.2011
- SICONOLFI M., A. RAGHAVAN, (1995, August 4), Brokers Launch Bidding War for Top Analysts, The Wall Street Journal,
- SHILLER Robert J., (2000). "Human Behavior and the Efficiency of the Financial System", Yale University Working Paper.
- TVERSKY A., E. SHAFIR, "The Disjunction Effect in Choice Under Uncertainty", Psychological Science, 3, 5, pp. 305-309.