



FİNANSTA YENİ BİR ALAN “DAVRANIŞSAL FİNANS”

Öğr. Gör. Yunus Emre AYTEKİN
Yüzüncü Yıl Üniversitesi
Özalp Meslek Yüksekokulu
yeaytekin@yyu.edu.tr

Doç. Dr. Mehmet AYGÜN
Yüzüncü Yıl Üniversitesi
İİBF İşletme Bölümü
maygun@yyu.edu.tr

Özet

Bu çalışmada davranışsal finans açıklanmaya çalışılmıştır. Bu çerçevede, yatırımcıların yatırım kararlarında rasyonel davrandıklarını varsayarak geliştirilmiş geleneksel finans teorileri incelenmiş ve özellikle Etkin Piyasalar Hipotezi'nin, yatırımcıların piyasada sergilemiş oldukları irrasyonel davranışları açıklamakta yetersiz kalmasıyla, psikolojinin de içine katıldığı davranışsal finansın ortaya çıkmasına neden olan faktörler irdelenmiştir.

Anahtar Kelimeler: Davranışsal Finans, Etkin Piyasalar Hipotezi, Eğilimler

Abstract

In this study, behavioural finance was aimed to explain. In this context, traditional finance theories, which were supposed that investors' behaving rationally on their investment decision, has been analysed and by means of especially Efficient Market Hypothesis' remaining incapable on explaining the irrational behaviours of investors in the market, the factors, which have caused the birth of behavioural finance where psychology is affiliated is studied.

Key Words: Behavioral Finance, Efficient Market Hypothesis, Biases



Giriş

Davranışsal finans, bireylerin rasyonel olmadıkları varsayımıyla, geleneksel finans teorilerinin açıklamakta yetersiz kaldığı piyasa anomalilerini inceler. Bunu yaparken de psikoloji, sosyoloji ve antropoloji vb. bilim dallarından yararlanır.

Bireyler gündelik hayatlarında birçok kararı verirken psikolojik ve sosyolojik etki altındadırlar. Finansal kararlarında da, klasik yaklaşımın tanımlaması olan, sadece kendi çıkarlarını düşünen ve bu şekilde kararlar veren, insani diğer etkenleri sabit kabul eden homo economicus olmadıkları ve ekonomik birçok faktörden etkilendikleri ortadadır. Bundan dolayı davranışsal finans, üzerinde durulması gereken ve her geçen gün önemi artan bir alandır.

Karar verme sürecinde davranışsal faktörlerin ve bu faktörlere etki eden etkenlerin incelenmesini amaçlayan davranışsal finansın ana temellerini oluşturan bireysel yatırımcılar ve yatırım kararlarıdır. Bireysel yatırımcılar, sermaye piyasalarının tarafları arasında en önemlisi, adeta temel direğidir. Bireysel yatırımcılar ister uzun vadeli düşünen yatırımcılar ister konuya kısa vadeli yaklaşan al-sat mantığı ile hareket eden yatırımcılar olsun, sermaye piyasasının vazgeçilmez unsurlarıdır. Ancak bireysel yatırımcıların varlığı durumunda sermaye piyasası araçları bir anlam ifade eder. Bireysel yatırımcıların ilgi duymadığı bir piyasada canlı ve sağlıklı bir görünüm oluşmaz ve piyasanın diğer tarafları açısından da verimlilik arz etmez (Barak, 2008: 31).

Yukarıdaki tartışmalardan hareketle bu çalışmanın amacı, davranışsal finans hakkında bilgi vermektir. Bu amaçla hazırlanan çalışma dört bölümden oluşmaktadır. Girişi takiben ikinci bölümde geleneksel yaklaşımlar özetlenmiştir. Üçüncü bölümde davranışsal finans hakkında kapsamlı bilgi verilmiştir. Son bölüm ise değerlendirmelere ayrılmıştır.

1. Geleneksel Yaklaşımlar

Bireylerin faydasını maksimize etmek amacıyla, tüm bilgiler ışığında akılcı ve rasyonel davranan bir varlık olduğunu savunan geleneksel yaklaşımlar, piyasaların yeterince katılımcı barındıran, alım-satım yapan tarafların arz-talep dengesi ile fiyatları oluşturacağı ve öngörülebilir durumların yaşanacağı muazzam bir piyasa ortamını varsaymaktadır. Bu teoriler kısaca şöyledir:

Modern Portföy Teorisi: Modern Portföy Kuramının kurucusu Harry Markowitz'in yaklaşımının genel çerçevesini bir yatırımcının bugün sahip olduğu belirli bir tutardaki parayı çeşitli menkul değerlere yatırarak bir dönem tutması oluşturmaktadır (Karan, 2013: 131).



Markowitz'in modeli yatırımcı davranışı hakkında; beklenen getiri, beklenen fayda, portföy riski, risk ve getiri ile ilgili bazı varsayımlara dayanmaktadır (Bayar, 2012: 34).

Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli (CAPM): CAPM, Sharpe ve Lintner tarafından Markowitz'in modern portföy teorisi temel alınarak ortaya konulmuştur. CAPM, varlıkların nasıl fiyatlandırıldığını görmek için bir model oluşturulması üzerine kurulmuştur. CAPM, piyasanın etkin olduğu, portföy değerlendirmesinde bir dönemin göz önüne alındığı, yatırımcıların daima yüksek getiri bekledikleri, yatırımcıların riskten kaçtığı, bireysel varlıkların bölünebilir olduğu, yatırım ve borç açısından risksiz bir oran olduğu, vergi ve işlem maliyetlerinin olmadığı, her yatırımcının aynı ufka sahip olduğu, bilginin serbest ve ulaşılabilir olduğu, yatırımcıların homojen beklentilere sahip olduğu varsayımlarına dayanmaktadır (Karan, 2013: 199-200).

Arbitraj Fiyatlama Teorisi (APT): APT, CAPM'e alternatif olarak S.Ross tarafından geliştirilmiştir. APT, CAPM'e göre daha az kısıtlayıcı varsayım üzerine kurulmuştur. CAPM, finansal varlık getirilerinin normal dağılıma sahip olduklarını varsayarken, APT dağılımın yapısı üzerinde varsayımda bulunmaz. Ayrıca APT bireylerin fayda fonksiyonları üzerine herhangi bir varsayım içermez, sadece bireylerin riskten kaçındıklarını varsayar. CAPM menkul kıymet getiri oranlarının tek ortak faktör piyasa portföy getiri oranıyla lineer ilişki içerisinde olduğunu öngörmektedir. APT ise herhangi bir menkul kıymetin getiri oranının K sayıda faktörün lineer fonksiyonu olduğunu varsaymaktadır. CAPM, piyasa portföyünü tek faktör olarak alan APT modelinin özel bir durumu olarak görülebilir (Bayar, 2012: 37).

Etkin Piyasalar Hipotezi: İlk olarak Eugene Fama tarafından tanımlanması yapılan etkin piyasalar hipotezi, piyasaların bilgi açısından oldukça etkin olduğunu, bu sebeple de alım-satım konu varlıkların da mevcut tüm bilgiyi yansıttığını ve yeni gelen bilgilere de en yüksek hızla tepki verdiğini savunur. Bu varsayımlara dayanarak, piyasada var olan bilgiler aracılığıyla beklenenin üstünde bir verimin alınması ancak şans yardımı ile olabilir (Fama, 1970: 383). Etkin bir sermaye piyasasında her türlü bilgi piyasaya yansımış ve yatırımcılar tarafından değerlendirilmiş ise herhangi bir andaki hisse senedinin fiyatı, hisse senedinin gerçek değerine eşit olacaktır.

Etkin piyasalar hipotezine dair birçok eleştiri olsa da, Shostak tarafından eksikliklerden bazıları kısaca şu şekilde ifade edilmiştir (Shostak, 1997: 27-45):



- Yatırımcıların hepsinin rasyonel beklentilerle homojen bir yapı oluşturduğunu öngören EPH, bir ticaretten bahsedilmesi için heterojen bir yapıda olmaları gerektiğini yani yatırımcılardan bazılarının fiyatların yükselmesi beklentisi ile alış, bazılarının ise fiyatların düşeceği beklentisi ile satış gerçekleştirilmesi gerektiği ve ancak bu durumda piyasaların devamlılık arz edeceğini göz ardı etmektedir.
- Tüm yatırımcılar tarafından bilgilerin elde edildiğini varsayan EPH, bu bilgiler eşit şekilde elde edilse dahi, yatırımcılar tarafından yorumlanmasında tek bir sonucun ortaya çıkacağını savunmakta ve tek fiyattan bahsetmektedir.
- Geçmiş bilgilerle şu anki fiyatlar arasında bir ilişki olduğunu savunan EPH, daha önce piyasalar tarafından bilgisi alınan fakat reelde henüz uygulanmayan ekonomik değişkenlerin, yatırımcılar tarafından haberin alındığı zaman mı yoksa gerçekleştiği zaman mı piyasalara etki edeceği kestirilememektedir.

2. Davranışsal Finans

Modern Portföy Analizi, Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli ve Etkin Piyasalar Teorisi gibi geleneksel finansın yapı taşlarını oluşturan teoriler, Beklenen Fayda Teorisi'ni baz alan, insanların rasyonel davrandıkları varsayımı üzerine kurulmuş teorilerdir. Son yıllarda yapılan çalışmalarda geleneksel finans modellerinin finans piyasalarında olup biteni açıklamakta yetersiz kaldığı ortaya konulmuş ve bu modeller sosyal bilimlerde alanında yapılmış olan çalışmalarda elde edilen bulgularla desteklenerek zenginleştirilmeye çalışılmış, bu yeni yaklaşıma da "Davranışsal Finans" adı verilmiştir (Bostancı, 2003: 2).

2001 yılında, başta ABD olmak üzere dünyanın birçok ülkesinde finans piyasalarında yaşanan çöküş yatırımcıların piyasaların geleceğine olan güvenini derinden sarsmıştır. Bu ve benzeri büyük çaplı olumsuz gelişmeler yatırımcıların iyi giden her şeyin ardından bir felaket geleceğine inanmalarına neden olmuştur. Bunun sonucu olarak borsa hareketlerini ve yatırımcıların karar süreçlerini inceleyen alternatif yaklaşımlara olan ilgi artmıştır. Böylece geleneksel finans yaklaşımının aksine yatırımcıların rasyonel karar veren kişilerden oluşmadığını bu nedenle piyasadaki hareketlerin her zaman rasyonel sebeplerle açıklanamayacağını savunan davranışsal finans yaklaşımı önem kazanmıştır (Ceylan ve Korkmaz, 2006: 609).

Geleneksel finans teorilerinin hepsi insanların rasyonel olma fikrinden ileri gelir. Fakat, geleneksel finans şu sorulara cevap vermez (Bikas vd., 2013: 870-876):

- a) Yatırımcılar neden işlem yaparlar?
- b) Yatırımcılar nasıl işlem yaparlar?
- c) Yatırımcılar portföylerini nasıl oluştururlar?
- d) Neden hisse senedi getirileri, herhangi bir risk nedeniyle değişiklik gösterirler?

Davranışsal Finans'ın temelleri, Kahneman ve Tversky'nin 1979 yılında, geliştirdikleri Beklenti (Umut) Teorisi'ni açıklayan makalenin yayını ile atılmıştır. Kahneman ve Tversky (1979) geliştirdikleri Beklenti Teorisi ile insanların kazanç ile kayıplara ve farklı olasılık düzeylerinde farklı ağırlık verdiklerini ortaya koymuştur. Bunun yanında, “beklenen risk”ten ziyade “algılanan risk”in hesaba katılması gerektiğini öne sürmüşlerdir (Döm, 2003: 1). Kahneman ve Tversky yaptıkları çalışmalarda, bireylerin çevrelerinde gelişen olayları aynen olduğu gibi, durumları değerlendirirken ve karar alırken ise kendilerine bir referans noktası belirlediklerini ve bu referans noktasından hareket ettiklerini ortaya koymuşlardır.

2.1. Yatırımcıları Etkileyen Ekonomik Olmayan Eğilimler

Kahneman ve Tversky insanların belirsizlik altında verdikleri kararlarda rasyonellikten uzak yollara saptıklarını, karar verirken bazı zihinsel kısa yollar kullandıklarını ortaya koymuştur. Zihinsel kısa yollar, kişinin karar verirken fazla hesap kitap yapmadan zihninden oluşturduğu kestirme yollar olarak ifade edilebilir. Bu zihinsel kısa yollar da karar vericilerin yanlış yollara sapmalarına yol açabilmektedir. Zihinsel kısa yollar insanların karar verirken akıl yürütmeye başvurmamaları, geçmiş deneyimlerine dayanarak karar vermeleri olarak tanımlanabilir. Bu süreçte bireyler çaba harcamadan, veri veya bilgilerin tümünü dikkate almadan, tüm seçenekleri sistematik bir şekilde gözden geçirmeden karar vermektedirler. Dolayısıyla kısa yollar kullanılması bireylere karar verme sürecinde zamandan tasarruf etmelerini sağlamakla beraber yanlış kararlar verilmesine, yargılama hatalarının ve eğilimlerinin (bias) ortaya çıkmasına neden olmaktadır (Alper ve Ertan, 2008: 176).

2.1.1. Kendini Yanıltma (Self-Deception)

2.1.1.1. Aşırı Güven (Over-confidence)

Yapılan çalışmalar, aşırı güvenin üç farklı şekilde kendini gösterdiği üzerine odaklanmaktadır. Bunlar; insanların kendilerine aşırı güvenmeleri, kontrol yanılgısına girmeleri ve değerlendirmelerinde olumlu, iyimser tutum sergilemeleridir (Turan, 2010: 24-25).

Bu konuda önemli araştırmaları olan Barber ve Odean araştırmalarında özellikle aşırı güven konusunu tartışmış ve ilginç sonuçlar elde etmiştir. Buna göre (Karan, 2013: 725-726);

- Aşırı güven, yatırımcıları fazla işlem yapmaya yönlendirmesi dolayısıyla da işlem hacminin yükselmesidir.
- Kendine güveni çok olan işlemciler az çeşitlenmiş ve riskli portföyleri tercih ederler.
- Yapılan araştırmalar genellikle erkeklerin kadınlardan daha fazla kendine güvendiklerini ve daha yüksek işlem hacmi yaptıklarını ortaya koymuştur. Buna karşılık, kadın yatırımcılar erkeklerden daha fazla kazanmaktadır.
- Bekarlar, evlilere göre daha fazla işlem yaparken, bekar erkekler bekar bayanlardan daha az getiri elde ederler.
- Aşırı güvenli, içeriden işlem yapanlar (insiderlar) fiyat kalitesini artırırken, aşırı güvenli gürültü ve spekülasyonla işlem yapanlar (noise trader) fiyat kalitesini düşürürler.
- Genellikle bireysel yatırımcılar genel olarak borsa fiyatı artarken daha iyimser, düşerken ise daha fazla kötümser olurlar.

2.1.1.2. Aşırı İyimserlik (Over-optimism), Kontrol Yanılgısı (Illusion of Control) ve Bilgi Yanılgısı (Illusion of Knowledge)

Aşırı iyimserlik eğilimi; olayların önceden kestirilebileceğine olan inanç ve iyi sonuçların kendimize, kötü sonuçların ise şansa bağlı olduğunu iddia etme eğilimleriyle de bağlantılıdır. Bunun yanında piyasayı etkileyebilecek sihirli düşüncelerin oluşabileceğine inanma eğilimi ve fala inanma eğilimi de, aşırı güvenli karar almaya neden olabilmektedir (Tufan, 2008: 60). Kontrol yanılgısında, Harvard Üniversitesi psikoloji bölümünden Ellen Langer'in hazırladığı varsayımsal bir piyango oyununda katılımcılar, kendi rakamları ile oluşturulan kupona, rastsal olarak oluşturulan kupona göre daha fazla ödeme yapmak istemişlerdir (Çitilci, 2014: 48).

2.1.1.3. Kendine Atfetme (Self-attribution bias)

İnsanların genel olarak başarıyı kendinden bilmek, başarısızlığı ise dış faktörlere bağlamak eliğimi vardır. Ortada bir başarı varsa, bu başarı kendi yeteneğinden, çalışmasından veya öngörüsünden kaynaklanmaktadır. Tam tersine bir başarısızlık halinde ise, bu başarısızlığın sebepleri asla kendinde aranmaz, bu başarısızlığın sebepleri ya kötü şanstır, ya başkaları, kısacası kendisi dışında bir sebeptir. Başarısızlığın sebebinin kendisi olabileceğini asla kabul etmez, bunu kendi zihninde inkar eder.



2.1.1.4. Kendini Doğrultma (Confirmation bias - Confirming Evidence Trap)

Bireylerin kendi hipotezleri doğrultusunda kendi inançlarını destekleyen şeyleri aramasıdır. Genellikle bireylerin oluşturdukları sağlam hipotezlere karşı görüşte olan ve destek sağlamayan bilgilere bireyler tarafından daha az ilgi duyulur. Eğer bir yatırım stratejisi sizin için diğerlerinden kazançlı olduğu noktasında ikna olduysanız, geribildirimler sizin için artık daha önemsizdir. Bu durum da, fikirlerin daha kanıtlar sunulmadan doğrudan reddedilmesine ve zayıf da olsa oluşturduğunuz hipotezinin korunmasına yol açar (Rabin, 1998: 31).

2.1.1.5. Öngörü Yanılgısı - Sonucu Bildiğini Düşünme (Hindsight bias)

Olayların gerçekleşmesinden sonra, sonuçların insanlar tarafından öngörülebilir olduğu ve bilindiği durumudur. Kişiler olay gerçekleştikten ve sonuçları anlaşıldıktan sonra, ben önceden biliyordum tarzında davranırlar. Bu durum kişilerin tahmin yeteneklerinin ortalamasının üstünde olduğunu düşünmesine neden olur (Çitilci, 2014: 54).

2.1.1.6. Bilişsel Çelişki (Cognitive Dissonance)

Bu kuramı ortaya atan kişi; ABD’li sosyal psikolog Leon Festinger’dir. Festinger’in bu kuramına göre insan davranışlarındaki temel kavram “biliştir”. Biliş, bilme eylemi, farkında olma eylemi ve yargı yetisi gibi kavramlarla açıklanabilir. Bilişsel Çelişki Kuramına göre, insanlar davranışlarını ve düşüncelerini önceki değerlerine göre belirler. Bu değerler; inançlar, tutumlar ve gereksinimleri olabilir. Zamanla veya çevresel faktörlerle edindiğimiz tüm bu değerler kişiliğimize yön verir.

2.1.1.7. Tutuculuk-Muhafazakarlık Yanılgısı (Conservatism bias)

İnsanlar değişikliklere karşı ya direnç göstermektedirler veya değişime yavaş uyum sağlamaktadırlar. Yani, insanlar normal olarak kabul ettikleri durumlarda kendilerini güvende hissetmektedirler. Muhafazakarlık ikilemi, örneklendirme ikilemiyle karşılıklı çalışma halindedir. Olaylar değiştiğinde muhafazakarlık gereği insanlar reaksiyon göstermektedirler, ancak değişimden sonra belirli bir süre geçtikten sonra yani durumu, normal olarak algılamayı



başlatmaktadırlar. Yeni bilgiler oluştuğça, muhafazakarlık kendisini daha baskın hissettiren olgudur (Taner ve Akkaya, 2009: 219).

2.1.2. Kestirme Çıkarımlar (Heuristics)

Bireyler, karar mekanizmasında optimal rasyonel sonuca ulaşmayı amaçlarken, zaman ve yapının karmaşıklığı sınırlamalarıyla karşılaşır. Bu yüzden, karar analizlerini çok seri bir şekilde yapmak zorundalardır. Bu sınırlamalar bağlamında sonuca ulaşırken bireyler farkında olarak hata yapmışlardır. Kestirme kısa yolların kullanımı zamanın etkin kullanımı açısından önemlidir (Çitilci, 2014: 58).

2.1.2.1. Fark Edilebilirlik (Saliance)

Bireyler, çok sık gerçekleşmeyen bir olayı (savaş, uçak kazası, deprem vs.), eğer yakın zamanda yaşamışlarsa, yaşadıkları olayın yakın gelecekte olma ihtimalini aşırı abartmaktadırlar. Fark edilebilirlik, yeni elde edilen bilgi setine karşılık, yatırımcıların aşırı reaksiyon vermesine sebep olmaktadır (Fuller, 1998: 1-21). Bireyler, karar analizlerinde hep ilk edindikleri ve sahip oldukları veri setini referans olarak almışlardır. Karmaşık yapı karşısında ilk veri setinin oluşturulması oldukça zordur; bunun için daha önce aşına oldukları veri, bilgi ve haber setini kullanmışlardır. Yatırımcıların genelde gazete ve televizyonlarda bahsi geçen hisse senetlerine yatırım yapmaları, belirli dönemlerde en çok kazandıran ve en çok kaybettiren hisse senetlerine yatırım yapmaları veya kendi çalıştıkları şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapmaları iyi bir örnektir (Çitilci, 2014: 59).

2.1.2.2. Mümküniyet Yanlılığı-Ulaşılabilirlik Eğilimi-Mevcudiyet Yanlılığı (Availibity bias)

Mümküniyet yanlılığı, kişilerin karar verirken kolayca ulaşabildikleri, mevcut bilgilere daha az önem vermesi eğilimidir. Yatırımcıların çoğu kolaylıkla halka açıklanan bilgilere ulaşırlar. Ancak kaynağı şüpheli de olsa, bir arkadaşın veya borsada çalışan bir uzmanın verdikleri bilgilere daha fazla önem verdikleri sık sık görülmektedir. Bir banka ile ilgili söylenti bazen bankanın gerçek bilgilerinden daha fazla yatırımcıların dikkatini çekmektedir (Karan, 2013: 728).

2.1.2.3. Sinyaller Arası Seçim (Cue competition)

Oluşturulan veri seti bağlamında alınacak kararda sinyal seçimi önemlidir. Doğruluktan ziyade, sonuca ulaşmak için birey tarafından hatırlanabilen en belirgin, çarpıcı sinyal referans olarak kullanılır. İlgisiz sinyal ve verilerin kullanılması; sihirli, doğa üstü



yetilere inanma (magical thinking), örneğin yatırımcının “içine doğan” bir hisseyi satın alma derecesine kadar ulaşabilir (Çitilci, 2014: 60-61).

2.1.2.4. Demir Atma-Çıpalamak ve Düzeltme (Anchoring and adjustment)

Bireyler bilmedikleri büyük bir değeri tahmin etmeleri gerekince, çoğu zaman zihinlerinde belli bir başlangıç değeri oluştururlar ve daha sonraki bilgi ve analizi yansıtacakları biçimde aşağı-yukarı yönde bu değeri düzeltme yoluna giderler. Başlangıç değeri, problemin formüle edilmesinden veya dar bir hesaplamaadan doğabilir. Her iki durumda da, düzeltmeler çoğunlukla yetersiz kalır. Diğer deyişle, farklı başlangıç noktaları, başlangıç değerlerinin yönünün de farklı tahmin edilmesine yol açar. Bu duruma çıpalama ve düzeltme zihinsel kısayolu adı verilir (Kahneman ve Tversky, 1974: 1128).

2.1.2.5. Akılsal - Zihinsel Muhasebe (Mental accounting)

Bireyler bazen servetlerini zihinlerinde bir arada hesaplamak yerine, ayrı ayrı hesaplar ve biriktirebilirler. Örneğin bir öğrencinin gelirini ikiye bölmeye, yarısını ihtiyaçları için harcarken, diğer yarısını eğlence için biriktirmesi buna iyi bir örnektir. Bu öğrenci, eğlence için biriktirdiği parayı kafasında ayrı bir şekilde muhasebeleştirerek sınırsızca harcayabilmekte, buna karşılık günlük hayatındaki harcamalarda çok dikkatli olmaktadır. Örneğin bir kimse, bir otomobil almak için yüksek faizle borçlanırken, aynı anda emeklilik günleri için düşük faizle para biriktiriyor olabilir (Karan, 2013: 730).

2.1.2.6. Temsil Edicilik - Temsiliyet Kısayolu (Representativeness - Representative heuristics)

Temsililik kısayolu Kahneman ve Tversky tarafından 1974’de öne sürülmüştür. Bu çalışmada, genelde insanlar olasılıklara A’nın B’yi ne derece temsil ettiği, yani A’nın B’ye benzerliğinin derecesine bakarak karar verirler (Kahneman ve Tversky, 1974: 1124-1131). Temsil etme, yatırımcıların geçmiş olayların gelecekte de devam edeceğini varsaydıkları “küçük sayılar kanunu” aldatmacasının geçerli olduğu zamanlarda artar. Küçük sayılar kanunu, küçük bir örneklemeden elde edilen sonuçlara dayanmaktadır ve yatırımcılar uzun dönem ortalamalarını göz önüne almayarak, kısa vadeli başarı ortalamalarına daha çok önem verirler.



2.1.3. Duygular ve Kendini Kontrol Etme (Emotions & Self Control)

Duygu, insanlar tarafından mutluluk veya üzüntü tarzında bir olgu olarak görülebilenken aynı zamanda farklı bir dürtü ile şekillenen iyilik veya kötülük tarzında bir durum olarak da görülebilir.

İnsanın yaratılış itibari ile duygusal bir varlık olması, hayatında yanlış kararlar almasına ve bu duygusal eğilimi neticesinde istemediği sonuçlarla karşılaşmasına sebep olabilir. Genel olarak bakıldığında daha karmaşık bir durum olan duygusal faktörler, karar alma noktasında kısa vadeli kararlarda daha ön planda olan bilişsel faktörlere nazaran, uzun vadeli kararların alınmasında daha etkilidir.

2.1.3.1. Ruh Hali (Mood)

Kişilerin içinde buldukları ruh hali, davranış ve kararlarına direkt olarak yansır ve irrasyonel sonuçların doğmasına neden olur. Mutlu hissettikleri zamanlarda iyimser, mutsuz hissettikleri zamanlarda karamsar olurlar. İyi ruh hallerinde optimistik, kötü ruh hallerinde ise pesimistik seçimler yaparlar. Bu ruh hali yatırımcıların alım/satım kararlarını negatif yönde etkilemektedir (Çitilci, 2014: 67).

2.1.3.2. Zaman Tercihi ve Kendini Denetleme (Time Preference and Self Control)

Kişiler tercih yapmaları gerektiğinde uzun dönemli olayların değerini belirli bir iskonto oranı kullanarak bugüne indirir. İskonto oranı mevcut psikolojik durum içinde farklı değerler almaktadır (Çitilci, 2014: 68). Bu eğilim, yatırımcıların kendilerini başarılı görmeleri ancak, dış etmenlerin başarısızlığı getirdiğine inanmaları eğilimidir. Bu yüzden yatırımcılar, başarı elde ettikten sonra bilgi işleme performanslarına daha fazla güvenmekte ve fiyat hareketlerine karar verirken bilgilerine daha da fazla güvenmektedirler. Bu eğilim, belirli bir şirketin gelirlerindeki hareket ile bir sektördeki ortalama getiri korelasyonu arasında negatif ilişki yaratabilir (Tufan, 2008: 75).

2.1.3.3. Belirsizlikten Kaçma / Kaçınma (Ambiguity Aversion)

Belirsizlikten kaçınma, insanların bilinmeyen olasılıklardan çok, bilinen olasılıklara dayalı riskler almayı tercih ettikleri anlamına gelmektedir.

2.1.4. Sosyal Etkileşim (Social Integration)

Sosyal etkileşim ve hisse senedi piyasasına katılım konusunda yapılan bir çalışmada öncelikle komşularıyla etkileşimde bulunan



veya kiliseye giden sosyal hane halkının ceteris paribus sosyal olmayan hanehalkına göre hisse senedi piyasasında yatırım yapmalarının daha olası olduğu, ikinci olarak sosyalliğin etkisinin hisse senedi piyasasına katılım oranının daha yüksek olduğu eyaletlerde çok daha güçlü olduğu ve son olarak sosyal ve sosyal olmayan hane halkı arasındaki farkın 1990'lar süresince açıldığı bulgularına ulaşılmıştır. Bu bulgular sosyal etkileşimin hisse senedi piyasasına katılımın yükselmesine yardımcı olduğu şeklindeki çalışmanın hipotezi ile uyumludur (Bayar, 2012: 150).

2.1.4.1. Sosyal Bulaşma (Social Contagion)

İlk olarak 1896 yılında Gustave Le Bön'ün bireylerin toplumdaki aşırı davranışlarını açıklamaya çalışması ile literatüre giren sosyal bulaşma, toplumsal kalabalığın içerisinde bulunan bireylerin ciddi bir dönüşüme uğramasını ve bu kalabalık içerisinde duygu, düşünce ve davranışların hızla yayılmasını ifade etmektedir.

2.1.4.2. Sürü Davranışı-Temayüle Uyma (Herding Behavior)

Sürü psikolojisi, bir grup yatırımcının aynı zaman diliminde aynı hisse senedini almaları veya satmalarıdır. Literatürde, temayüle uyma eğilimiyle ilgili iki tür hipotez geliştirilmiştir: Bilgi Asimetrisi Hipotezi ve Gözlemci / Dürtü Hipotezi. Bilgi Asimetrisi Hipotezi, bilgisi az olan yatırımcıların daha bilgili olan yatırımcıları izleyerek, aynı işlemleri yapmalarıyla ilgilidir. (Tufan, 2008: 68).

İki tür sürü davranışından söz etmek mümkündür (Sönmez, 2010: 84-85):

- Rasyonel sürü davranışı
- İrrasyonel sürü davranışı

Rasyonel sürü davranışı, bilerek ve isteyerek sürüye katılan yatırımcıyı ifade etmektedir. Bu tercih, diğer yatırımcıların yatırımın getirisi hakkında daha iyi ve kesin bilgiye sahip olduğu ya da kendi başına analiz yapmanın kendisi açısından daha maliyetli ve zaman alıcı bir durum olduğunu düşündüğü hallerde gerçekleşebilmektedir.

İrrasyonel sürü davranışları ise, tamamen psikolojik faktörler sebebiyle gerçekleşen sürüye katılma hareketleridir. Genel çoğunluğun dışında kalarak başarısız olma korkusu, genel çoğunluğa uyduğu taktirde daha başarılı olacağına dair psikolojik önyargılar yatırımcının kararını şekillendirerek fazla sorgulamasına izin vermeksizin onu da sürünün bir parçası kılmaktadır.



2.1.5. Diğer Eğilimler

2.1.5.1. İfade Etme-Çerçeveleme Önyargısı (Framing bias)

Çerçeveleme etkisi ilk olarak 1979 yılında Kahneman ve Tversky tarafından yapılan bir anket çalışması ile ortaya atılmıştır ve yatırımcıların kararlarını verirken, alternatiflerin riskinin yanında, alternatiflerin sunum şekliyle de etkilendiklerini ifade eder.

2.1.5.2. Kumarcı Yanılgısı (Gambler's fallacy)

Bu tip yanılgıya, eğilimin (trendin) tersine döndüğü durumlarda insanların uygun olmayan tahminlerde bulunmasıyla ortaya çıkar. Bu eğilim, yatırımcıların, piyasa getirilerindeki olumlu ya da olumsuz getirilerin sona erdiğini sanmalarına neden olabilir. Kumarbaz yanılgısı, regresyonda aritmetik ortalamaya aşırı inanç olarak göz önüne alınabilir. Regresyonda aritmetik ortalama pek çok insani sistemde bulunmakta ve uç eğilim zaman içinde aritmetik ortalamaya yaklaşmaktadır. Aritmetik ortalama bazen yanılgı olarak algılanmakta ve bunun sonucunda, örneğin yukarı eğilimin, ortalamalar yasası gereğince bir aşağı eğilim tarafından izlenmesi zorunluluğu olduğu sanılmaktadır (Tufan, 2008: 55).

2.1.5.3. Kaybetmekten Kaçma (Loss aversion)

Davranışsal finans alanındaki çalışmalar insanların sahip oldukları serveti veya parayı kaybetmekten büyük bir üzüntü duyduklarını ortaya koymaktadır. Kaybetmekten korkma davranışı, verilen bir kayıptaki zihinsel ceza, aynı büyüklükte verilen bir kazançtaki zihinsel ödülünden daha fazla olduğu düşüncesine dayanmaktadır. Tversky ve Kahneman bu durumu bireylerin kazanmayı içeren riskler ile kaybetmeyi içeren riskler karşısında kişilerin tutumlarının çok farklı olabileceğini söyleyerek açıklamaktadır. İşte bireylerin bu tutumuna riskten ya da kaybetmekten kaçınma denir. Ekonomi teorisinin ana varsayımının yatırımcıların riskten kaçınması olduğunu da hatırlamak gerekir (Karan, 2013: 728-729).

2.1.5.4. Pişmanlıktan Kaçma (Regret Aversion)

Yapılan araştırmalar göstermiştir ki, insanların ileride kaybedeceklerine ilişkin kaygıların onları daha sağlam yatırım seçeneklerine yönettiren, riskten kaçınma davranışlarını güçlendirmektedir. İnsanların duyacakları zihinsel acı aslında maddi acıların da ötesine geçebilmektedir. Bazı insanlar olaylara daha kapsamlı bir şekilde bakmadan en küçük hatalarından bile pişman olabilmektedir. Bu duygu zaman zaman çok cazip yatırım fırsatlarını

kaybetmelerine yol açmaktadır. İnsanlar bu nedenle bilinmeyen yatırımlar yerine kendilerine göre daha iyi yatırımlara yönelirler (Karan, 2013: 729).

Sonuç

Finansal piyasaların varsayıldığı üzere tam etkin bir şekilde faaliyet gösterdiklerini ifade etmek zordur. Bunun esas nedeni de; yatırım kararlarının ve de pazar gelişiminin yatırımcıların psikolojik durumları ve algı biçimlerinden ciddi manada etkilenmesidir. Temel olarak sınırlı arbitraj ve yatırımcı psikolojisi gibi çift boyutu olan davranışsal finasta, arbitraj olanaklarının kısıtlanması piyasalar arasındaki fiyat farklılıklarının kısa vadede de olsa giderilmesine olanak sağlanamazken; yatırımcıların geçmişe ait tecrübeleri ve yaşamlarını sürdürdükleri çevre koşullarının etkisinde verdikleri kararlar, pazarı şekillendirmektedir.

Davranışsal finans, bireyleri geleneksel finans modellerinde olduğu gibi tamamen rasyonel olarak davranan “homoeconomicus” olarak nitelenmesinin yanlış olacağını ve ancak bu şekilde piyasada gerçekleşen finansal olayların daha net açıklanabileceğini savunmaktadır. Bilişsel psikoloji alanında yapılan çalışmaların finans ile birleştirilmesi temeline dayanan davranışsal finans, yatırımcıların özellikle risk içeren durumlarda beklenen fayda teorisinin varsaydığı şekilde davranmadıklarını, bu kararların alınmasındaki psikolojik etmenlerin neler olduğunu ve reel yatırımcı davranışlarının ne şekilde gerçekleştiğini anlamamızı sağlar.

Tüm bunlar göz önüne alındığında, bilişsel ve duygusal faktörler finansal piyasalarda göz ardı edilemeyecek kadar önemli bir yere sahiptir. Bu durumun anlaşılması ve gerekli önlemlerin alınmasını sağlayan davranışsal finans sayesinde hem bireylerin yatırım kararları hem de genel piyasa durumuna olumlu katkılar sağlanmaktadır. Bunun için de yatırımcıların bu konularda eğitilmesi ve diğer düzenlemeler ile yatırım kararlarının daha doğru alınması sağlanabilecektir.

Kaynakça

ALPER, Değer ve Yasemin Ertan, “Yatırım Fonu Seçim Kararlarında Çerçeveleme Etkisi”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Ocak-2008.

BARAK, Osman, *Davranışsal Finans*, Ankara, 2008.

BAYAR, Yılmaz, *Davranışsal Finans Perspektifinden Küresel Finansal Krizin Yatırımcı Davranışlarına Etkileri* (İstanbul Üniversitesi,

- Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Doktora Tezi), İstanbul, 2012.
- BİKAS, Egidijus, Daiva Jureviciene, Petras Dubinskas and Lina Novickyte, “*Behavioural Finance: The Emergence and Development Trends*”, *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 82, 870-876, 2013.
- BOSTANCI, Faruk, “*Davranışçı Finans*”, *Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etüdü*, S.2, Nisan 2003.
- ÇİTİLCİ, Tuğberk, *Para&Psikoloji*, İstanbul, 2014.
- DÖM, Serpil, *Yatırımcı Psikolojisi-İMKB Üzerine Ampirik Bir Çalışma (1.Baskı)*, Değişim Yayınları, 2003.
- FAMA, Eugene F., “*Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*”, *Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2, May 1970.
- FULLER, Russell J., “*Behavioral Finance and the Sources of Alpha*”, *Journal of Pension Plan Investing*, 1998, 2 (3), s. 1-21.
- KAHNEMAN, Daniel and Amos Tversky, “*Judgement under Uncertainty: Heuristics and Biases*”, *Science*, Vol. 185, No: 4157, Sep.27, 1974, 1124-1131.
- KAHNEMAN, Daniel and Amos Tversky, “*Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, *Econometrica*, 47(2), pp.263-291, March 1979.
- KARAN, Mehmet Baha, *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*, Ankara, 2013.
- KOCAMAN, Berna, “*Yatırım Teorisinde Modern Gelişmeler ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Bazı Gözlem ve Değerlendirmeler*”, *İMKB Araştırma Yayınları*, No: 5, İstanbul, 1995.
- KORKMAZ, Turhan ve Ali Ceylan, *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi*, Bursa, 2006.
- RABİN, Matthew, “*Psychology and Economics*”, *Journal of Economic Literature*, Vol. 36i, No. 1 (Mar., 1998).
- SHOSTAK, Frank, “*In Defense of Fundamental Analysis: A Critique of the Efficient Market Hypothesis*”, *Review of Austrian Economics*, Vol. 10, No:2, 1997.
- SÖNMEZ, Türkay, *Davranışsal Finans Yaklaşımı: İMKB'de Aşırı Tepki Hipotezi Üzerine Bir Araştırma* (Hacettepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Doktora Tezi), Ankara, 2010.
- TANER, Berna ve Cenk Akkaya, *Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler*, Ankara, 2009.
- TUFAN, Ekrem, *Davranışsal Finans*, Ankara, 2008.
- TURAN, Şakir, *Davranışsal Finans Perspektifinden Döviz Piyasasında Etkin Piyasalar Hipotezinin Test Edilmesi* (İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul, 2010.