



Prof. Dr. Berna Taner Yrd. Doç. Dr. G. Cenk Akkaya

Yatırımcı Psikolojisi ve Davranışsal Finans Yaklaşımı

Prof. Dr. Berna TANER
Yrd. Doç. Dr. G. Cenk AKKAYA
D.E.Ü. İİBF İşletme Bölümü

Özet

Davranışsal finans son zamanlarda yatırımcılar tarafından daha fazla önem verilen yeni bir finans alanıdır. Bu çalışma davranışsal finans konusunda genel bir tartışmayı kapsamakla birlikte, şu anda finans yöneticisi olarak çalışanlar için bazı bilgileri de içermektedir.

Anahtar Sözcükler: Yatırımcı psikolojisi, davranışsal finans, varlık fiyatlama

Abstract (Investor Psychology and Behavioral Finance Approach)

Behavioral finance is a new field in finance that has recently become a subject of significant interest to investors. This article provides a general discussion on behavioral finance and presents some insights for active finance managers.

Key Words: Investor psychology, behavioral finance, asset pricing

1. Giriş

Yatırımcı psikolojisi, finans pazarları üzerinde oldukça etkili olmakla birlikte, zaman zaman ihmal edilmiş bir konudur. Yatırımcıların karar verirken kendilerine rehber edindikleri sadece ekonomik veya finansal göstergeler değildir. Aynı zamanda kendi iç dünyaları, geçmiş deneyimleri ve fırsatları algılama biçimleri de aldıkları kararlarda etkili olmaktadır. Bu bağlamda çalışmada öncelikli olarak davranışsal finans yaklaşımı gereği üzerinde durulacak ve daha sonra geleneksel finans yaklaşımıyla davranışsal finansın varlık fiyatlandırma süreçleri tartışılacaktır.

1.1. Davranışsal Finans Kavramı ve Boyutları

Uzun yıllardır finans piyasalarında kullanılan modellerin standart varsayımları

bulunmaktadır. Örneğin etkin pazar hipotezi (EPH) varsayımı ve modern finans anlayışı, portföyünü iyi bir biçimde çeşitlendiren bir yatırımcının, yaklaşık olarak pazar portföyü kadar getiri elde edebileceğini varsaymaktadırlar. Ancak genel kabul görmüş varsayımların, gerçek pazar koşullarında ne ölçüde geçerli olduğu finans dünyasında sıkça tartışılan bir konu olmuştur. Günümüz finans piyasalarında göz ardı edilemeyecek düzeyde kadercilik, aşırı güven ve ortak hareket etme güduları bulunmaktadır (Cross ve diğerleri, 2004:1). Modern finans anlayışı, menkul kıymet fiyatının her zaman, gelecekte sağlayacağı nakit akışlarının bugünkü değerleri toplamına eşit olduğunu varsaymaktadır (Daniel, 2004). Bu varsayım altında herhangi bir yatırımdan olağanüstü getiri sağlanması olasılığı her zaman sıfır

olacaktır. Diğer bir deyişle yatırımcının marjinal faydasıyla negatif kovaryansa sahip getiriler ancak riskli varlık statüsündeki yatırımlardan sağlanabilecektir. Bu varsayımın en önemli eleştirisi marjinal faydanın doğrudan ölçülemeyeceğidir. Marjinal faydayı ölçebilmek için diğer ekonomik ve mali göstergelere de ihtiyaç duyulmaktadır.

EPH bazı temel problemler için, matematiksel çözümler sunmakla birlikte, yatırımcıların doğru hareket ettiği varsayımından hareket etmektedir. Ayrıca geleceğe ilişkin tahminlerde geçmiş verileri temel alması, gelecekteki fiyat hareketlerinin geçmişteki fiyat eğilimine bağlı olduğunu varsaymaktadır, ayrıca hipotezin özgür iradeye dayalı kararları ihmal etmesi öncelikli olarak eleştirilebilecek bir konudur. Dolayısıyla finans piyasalarında yatırımcı kararlarının doğru değerlendirilebilmesi için yukarıda belirtilen eleştirilerinde dikkate alınması gerekmektedir. Yukarıda yapılan eleştirileri dikkate alarak geliştirilen finans anlayışı davranışsal finanstır.

Davranışsal finans, etkin piyasalarda rasyonel yatırımcıların beklenen faydanın maksimizasyonu teorisinin, geleneksel varsayımlarını bir kenara bırakarak yeni bir yaklaşım sunmaktadır. Davranışsal finans, finansman ile psikoloji ve karar verme bilimlerinin bir arada değerlendirilmesidir (Fuller, 2000). Davranışsal finans, finansman yazınında bazı önyargıların neden gerçekleştiğini araştıran bir yaklaşımdır. Aynı zamanda davranışsal finans karar vericileri (yatırımcılar veya vekiller) gerek düşünsel gerekse yargısal olarak nasıl sistematik hatalar yaptıklarını araştırmaktadırlar.

Etkin pazar hipotezinin; işlem maliyetlerinin sıfır olduğu, pazar ayrışımının bulunmadığı ve menkul kıymet pazarlarına girişin kolay olduğu varsayımları bulunurken, davranışsal finansın; yatırımcılar her koşul altında portföy değerlerinin maksimize etmek isteyecekleri ve yatırımcıların daima kendi çıkarlarına göre hareket edeceklerine yönelik varsayımları bulunmaktadır (Fuller, 2000). Davranışsal finansın iki temel boyutu bulunmaktadır (Ritter, 2003). Bu boyutlar algılama

psikolojisi (insanların nasıl kavradıkları ve düşündükleri) ve arbitraj sınırlarıdır (pazarın etkin olmadığı durumlarda).

Davranışsal finans beklenen fayda teorisi ve arbitraj varsayımlarının kullandığı modellerden daha dar kapsamlı bir yaklaşım içermekle birlikte oldukça kapsamlı bir değerlemeyi gerektirmektedir. Örneğin yatırımcıların algılama psikolojisi oldukça geniş bir yazın birikimine sahip bulunmaktadır. İnsanlar verdikleri kararlarda, inanç, aşırı güven ve geçmiş tecrübeler gereğinden fazla önem vermek gibi durumlar nedeniyle bazı sistematik hatalar yapabilmektedirler. Davranışsal finans yanlış inanışlar ve kişisel özellikler nedeniyle tamamıyla rasyonel modeller kullanmamaktadır. Genel olarak bakıldığında insanlar 1 YTL kazandıkları zaman hissettikleri kazanma arzusu, 1 YTL kaybettikleri zamanda hissettikleri kaybetme arzusuna göre çoğunlukla çok daha zayıf kalabilmektedir. Yanlış inançlar, çoğunlukla insanların kaderci olması ve kaybetme korkusuyla büyütülmeleri yatırım kararlarını etkilemektedir.

Modern finans, EPH olarak bilinen temel bir yaklaşıma sahiptir. Bu yaklaşım doğru bir değerlendirme yaparak yatırımcıların olağan dışı kazançlar elde edebilmesinin ancak farklı bilgilere sahip olmasıyla mümkün olabileceğini ve bu konudaki yoğun rekabeti tartışmaktadır (Ritter, 2003). Yukarıda da belirtildiği üzere EPH yatırımcıların doğru bir karar silsilesi izlediğini kabul etmekle birlikte, aslında yatırımcıyı değil ama pazarı rasyonel kabul etmektedir. EPH pazarın öngörülebileceği konusunda herhangi bir varsayımına sahip olmamakla birlikte, pazarın geleceğe ilişkin önyargısız öngörülerde bulunulabileceğini varsaymaktadır. Geleceğe ilişkin yapılacak öngörülerde piyasanın gelişme eğilimi, makro ekonomik veriler ve geçmiş getiri endeksleri önemli bir rol oynamaktadır. Aksine, davranışsal finans, belirli koşullarda, finansal pazarlarda kullanılan bilgilerin etkin olmadığını varsaymaktadır.

Bununla birlikte yatırım kararlarındaki yanlış değerlendirmelerin tamamı psikolojik kaynaklı değildir. Yanlış değerlendirmelerin bir kısmı arz ve talepteki

denge-sizlikten kaynaklanmaktadır. Örneğin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) endeksi hesaplamasında işletme değerleri esas alınmaktadır. İşletme değeri hesaplanmasında eski ve yeni hisse senedi sayılarıyla, piyasa fiyatlarının çarpımı, ortaya çıkan değer ve işlem hacimlerine göre işletmeler, endekste yer bulmaktadır. Ancak işletmelerin gelecekte sağlayacağı nakit akışları doğrudan değerlendirmeye alınmamaktadır. Dolayısıyla yeni bir işletme hisse senetlerini halka arz ettiğinde aşırı talep, önce hisse senedi değerinin çok artmasına neden olurken, kısa bir süre sonra talepteki azalmaya bağlı olarak hisse senetlerinin değeri önemli ölçülerde düşmektedir. Arz ve talepteki bu denge-sizlik yanlış yatırım kararlarının verilmesine neden olmaktadır.

Eğer farklı senaryolar karşısında yatırımcıların pozisyon belirlemesi kolay bir işlem olsaydı ve yanlış yatırım kararlarından kısa vadede geri dönülebilme imkanı olsaydı, arbitraj işlemini gerçekleştirenler yukarıda belirtildiği gibi bir yanlış fiyatlandırma işlemini, zarar çok fazla artmadan kapatabilme imkanı bulunabilirdi. Ancak yatırımcıların pozisyon alması güçleştikçe, sınırlı satış miktarları veya yanlış fiyatlandırmanın kısa vadede düzeltilme garantisinin olmaması, arbitrajı yetersiz kılmaktadır (Ritter,2003). Daha önce değinildiği gibi davranışsal finansın iki temel boyutu bulunmaktadır. İzleyen kısımda da bu boyutlar üzerinde durulacaktır.

1.2. Algılama Psikolojisi

Algılama psikolojisine ilişkin yapılan çalışmalar, insanların nasıl davrandıklarına ilişkin birçok yaklaşım sunmaktadır. Bu yaklaşımların bazıları aşağıdaki gibidir:

Bilişsel (Hevristik) Davranış: Herhangi bir olayı, hafızadaki mevcudiyetine göre yargılayan yanıltıcı ve kestirme davranış şeklidir (Döm, 2004). Bu yaklaşım karar almayı kolaylaştırmaktadır. Ancak özellikle koşullar değiştiğinde bu yaklaşım önyargılı karar alınmasına neden olmaktadır. Örneğin yatırımcı elindeki tasarrufu kullanabilmek için N sayıda yatırım alternatifiyle karşı karşıya kaldığı varsayıldığında,

genellikle 1/N kuralı işlemekte ve yatırımcı elindeki tasarrufu tüm seçenekler arasında dağıtmaktadır. Benartzi ve Thaler (2001) yaptıkları çalışmada 1/N kuralının finans pazarında işlediğini tespit etmişlerdir. Örneğin araba kullanırken bir kazaya şahit olan bir sürücü, kaza yapma olasılığı artmasa bile daha dikkatli araba kullanacaktır (Prast, 2004). Belirli bir süre daha dikkatli sürüş şekli devam edecek ancak bir süre sonra tekrar sürücü eski sürüş şekline dönecektir. Bu davranış biçiminin temelinde insanların hatalarından yeteri kadar ders çıkarmaması yatmaktadır.

Aşırı Güven Davranışı: Yatırımcılar kendi kişisel yetenekleri konusunda aşırı güvene sahip olabilmektedirler. Benzer bir biçimde girişimcilerde aşırı kendine güven duygusuna sahiptirler. Aşırı güven yatırım kararlarının manupüle edilmesine neden olabilmektedir. Portföyde gereğinde az çeşitlendirmeye gitme bu tür manupülasyona örnek verilebilir. Yatırımcının kendisine ve verdiği kararlara aşırı güvenmesi riskin yeteri kadar dağıtımını engelleyebilmektedir. Ayrıca Barber ve Odean (2001) yaptıkları çalışmada erkeklerin, bayanlara göre kendilerine daha fazla güvendiklerini ve bu tür yanlış yatırım kararlarını verdiklerini tespit etmişlerdir. Profesyonel yatırımcılar aşırı güven sonucu oluşan yanlış sonuçları farklı nedenlere bağlama eğilimi göstermektedirler (Odean, 1998).

Mental Muhasebe: İnsanlar kimi zaman, temelde birbirleriyle ilişkili olan kararları birbirlerinden bağımsız alabilmektedirler. Örneğin bir anne baba oğullarının eğitimi için ayrı bir bütçe, kızlarının eğitimi içinde ayrı bir bütçe oluşturmaları bu tür davranışlara örnek verilebilir veya bir atkı ve kazağı bir giyim dükkanından almanın maliyeti bir eldiveni almanın maliyetinden çok yüksektir, kazağı ve atkıyı dışarıdan alıp, eldiveni evde örmenin yerine, eldiveni dışarıdan alıp kazağı ve atkıyı evde örmek çok daha az maliyete neden olacaktır. Ancak evde örmek veya dışarıdan satın alma kararlarını birbirlerinden ayrı değerlendirilmesi bu tür davranış şekline neden olabilmektedir.

Çerçeveleme: Belirli bir fikri insanlara sunulmuş şekli, çerçeveleme davranışı olarak tanımlanabilir. Bu etki insanların durumlarından çok değişiklikleri değerlendirme biçimleriyle ilgilidir (Döm, 2003). Örneğin gece yarısından sonra telefon görüşmelerinin ucuzladığının duyurulması, mesai saatleri içerisinde böyle bir indirim genellikle yapılmamaktadır, veya bir hazır yemek kuruluşunun aynı iki mönüden (veya pahalı olan mönüden) alana bir diğer mönüyü ücretsiz sunması bu tip davranış grubuna örnek verilebilir.

Temsillilik: Temsillilik, bir şeyin olasılığını belirgin bir stereotipi ne kadar karşıladığı veya temsil ettiğine göre yargılama stratejisidir (Döm, 2004). İnsanlar genellikle uzun vadede yaşanan tecrübeler ve bu tecrübelerden elde edilen ortalama fiyatlara büyük önem vermektedirler. Bu durum “küçük sayılar kuralı” olarak da anılmaktadır. Örneğin “altının” uzun dönemde, örneğin 1982-2002 yılları arasında, enflasyonun üzerinde getiri sağlaması, çoğu yatırımcının yüksek getiriyi normal olarak algılamasına yol açacaktır. “Dövizin”, ulusal para birimi karşısında uzun dönemde sürekli değer kazanması, bir süre sonra kur farkının yatırımcılar tarafından olağan algılanmasına neden olması örneklenilmeye bir başka örneği oluşturmaktadır. Bu davranış şeklinde insanlar tesadüfi olaylardan belirli noktaları değerlendirmekte ve bu noktaları gelecek kararlarında kendilerine rehber almaktadırlar. Gerçekte bu davranış biçimi çevreyi ve yaşam biçimini olduğundan daha tekdüze ve daha organize olmuş gibi göstermektedir. Bu davranış biçiminde insanlar çok sınırlı istatistiksel bilgiyle genelleme yapmaktadırlar.

Muhafazakarlık: İnsanlar değişikliklere karşı ya direnç göstermektedirler veya değişime yavaş yavaş uyum sağlamaktadırlar. Yani, insanlar normal olarak kabul ettikleri durumlarda kendilerini güvende hissetmektedirler. Muhafazakarlık ikilemi, örneklendirme ikilemiyle karşılıklı çatışma halindedir (Ritter, 2003). Olaylar değiştiğinde muhafazakarlık gereği insanlar reaksiyon göstermektedirler, ancak değişimden sonra belirli bir süre geçtikten

sonra yeni durumu, normal olarak algılamaya başlamaktadırlar. Yeni bilgiler oluştuğunda, muhafazakarlık kendisini daha baskın hissettiren bir olgudur (Prast, 2004).

Tabiat (Huy) Etkisi: İnsanların benzer koşullarla karşılaştıklarında, kendi tabiatlarının bir sonucu olarak aynı davranış kalıpları göstermektedirler. Örneğin A hisse senedinin 12,28 YTL’den alan bir yatırımcı, fiyat 11,51 YTL’ye yükselmeden önce 10,49’a düşmesi durumunda, fiyat tekrar 12,28YTL’nin üzerine çıkmadan bu hisse senedini satmak istemeyecektir. Benzer bir biçimde piyasa boğa eğilimi sergilerken, fiyatlarda durağanlık yaşanmaya başlarsa, işlem hacminde önemli bir durgunluk yaşanacaktır.

Önyargılı algılama davranışından sonra davranışsal finansın diğer boyutu arbitraj sınırları üzerinde durulacaktır.

1.3. Arbitraj Sınırları

Finansal varlıklara ilişkin yanlış değerlendirme kararları sıkça görülmeyle birlikte, yanlış değerlemeden kazanç sağlandığı durumlarla oldukça seyrek karşılaşmaktadır. Yanlış değerlendirme çoğunlukla yatırımcıların aleyhine bir durumla sonuçlanmaktadır. Yatırımcılar açısından olumsuz olan ise yanlış değerlendirme kararının ancak pazarda fiili fiyatların gerçekleşmesini takiben, diğer bir deyişle değerlendirme kararının üzerinden oldukça zaman geçtikten sonra farkına varılmasıdır.

Eğer pazar etkin bir niteliğe sahipse, ilgili varlıklar aynı göreceli değer sahip olacaklardır. Uzun dönemde, yanlış değerlendirme kararı tekrar edilmezse arbitraj fonksiyonu yardımıyla yatırımcının tekrar doğru bir değerlendirme yapması imkanı sağlanacaktır. Pazarların etkin olmadığı günümüz koşullarında bazı yatırımcılar yanlış değerlendirme işlemlerini, bir para kazanma fırsatı olarak değerlendirmektedirler. Değerinin altında belirlenmiş fiyatlara sahip finansal varlıkları satın alarak, fazla pozisyona geçerek, kazanç sağlamayı amaçlamakta veya gelecekte varlığın değerinin düşeceğini değerlendirerek bugünden satım gerçekleştirmekte, eksik pozisyona geçme, arbitraj sınırları

içerisinde kazanç sağlamaya çalışmaktadırlar.

Shleifer ve Vishny (1997) yaptıkları çalışmada arbitraj işlemlerinin bazı Pazarların etkinliğini artırmakla birlikte, diğer finansal pazarlar üzerinde bir etkisini olmadığını belirlemişlerdir. Modern finans anlayışı içerisinde, iletişim imkanlarının gelişmesine paralel olarak arbitraj imkanlarının azaldığı kabul edilmektedir. Finansal pazarlar arasında fiyat farklılıkları olduğu anda ilgili piyasanın aktörleri tarafından bu farklılıklar hemen kapatılmaktadır.

Kullanılmayan varlıkların elden çıkarılması arbitraj sınırlılıklarını gösterme açısından oldukça açıklayıcı bir örnek olabilir. Alım ve satım temelli hisse senedi opsiyonları arbitraj imkanının çok sınırlı olduğu bir örnektir. Eğer yatırımcı alım-satım verilerine dayalı olarak kısa vadeli bir temel varlığa yatırım yaptığı varsayıldığında, ve yatırımcıya kısa vadede bu varlığı satma imkanı verilmiyorsa, arbitraj imkanı doğmayacaktır. Finansal piyasalarda kısa vadeli satışların kısıtlanmasına yönelik yazında da çeşitli araştırmalar bulunmaktadır. Bu araştırmaların içerisinde Figlewski (1981), Chen ve diğ. (2002) ve Ofek ve diğ. (2003) örnek verilebilir.

Arbitraj sınırlamasına neden olan bir diğer etken ise ticari maliyetlerdir (Kothari ve diğ., 2003). Pazar maliyetleri ile arbitraj maliyetleri arasında farklılıklar karar vericiler tarafından tespit edildiği anda, opsiyon ve gelecek sözleşmeleri kullanılarak işlem maliyetleri düşürülmekte ve kısa vadede satış sınırlılıklarının da etkisiyle arbitraj olanakları kısıtlanmış olmaktadır.

Yukarıda davranışsal finansın iki temel boyutu incelendikten sonra geleneksel finansman anlayışı ile davranışsal finansın varlık fiyatlandırmasına bakış açıları incelenecektir.

2.1. Varlıkların Rasyonel Fiyatlandırılması ve Olağandışılık

Bu aşamada geleneksel finans anlayışıyla davranışsal finans anlayışının fiyatlandırma yaklaşımları ayrıntılı bir değerlendirilmesi yapılacaktır. Rasyonel davranış karşısında, seçilen davranışın iki kaynağı bulunmaktadır (Sen, 1990).

Bunlar sırasıyla, karar vericinin (vekilin) birbirlerinin sistematik olarak uyumlu ve

bağlı kararlar silsilesi takip etmesi ve karar vericinin çoğunlukla kişisel çıkarlarını ön planda tutarak karar almasıdır. Finansal açıdan bakıldığında alınan her karar bir risk içermektedir (Van Der Sar, 2004). Geleneksel finans anlayışı açısından fiyatlar menkul kıymete ilişkin tüm bilgileri yansıtmaktadır. Bu bilgilerdeki bir değişiklik, pazar tarafından anında fiyatlara yansıtılmaktadır. Uygulamada ise finansal varlıkların fiyatlarına ilişkin, ortalamayı, standart sapmayı ve olasılıkları bu kadar kesin bir biçimde değerlendirebilme imkanı oldukça sınırlıdır. Yapılan bir çok çalışmada De Bondt ve Thaler (1985), yatırımcıların (vekillerin) gereğinden fazla kötümser davranarak, finansal varlıkların fiyatlarının olduğundan daha düşük değerlendiklerini saptamışlardır. Bu durum yatırımcının riske karşı duyarlılığıyla da yakından ilişkilidir.

Teorik olarak oluşturulan pazar portföyü ile finans pazarlarında bu portföyün gerçekleşen getirisi arasında büyük olağandışı farklılıklar ortaya çıkmaktadır. Yazında da bu konuda yapılmış araştırmalardan görülen bazı farklılıklar aşağıdaki gibi sıralanabilir (Daniel, 2004):

- Ölçek/Pazar sermaye bütçelemesi (Keim, 1983)
- Fiyat momentumu (Jegadeesh ve Titman, 2001)
- Likidite riski (Pastor ve Stambaugh, 2003)

Yukarıda belirtilen her bir olağandışı farklılık, düşük β değerine rağmen, yüksek portföy kazançlarının tespit edildiği çalışmalardır. Vekalet teorisi açısından varlık değerlendirildiğinde; vekilin (karar verici, yatırımcı) tüketime yönelik olduğu, zamanın ayrılabilir bir unsur olduğu ve faydanın marjinal tüketiminin azaldığı gibi bazı temel varsayımlarda bulunmaktadır. t zamanında vekil beklenen faydayı aşağıdaki

formülle maksimize edecektir (Stracca, 2003);

$$U_t = \sum_{s=t}^{\infty} \beta^{s-t} U(c_s),$$

formülde $U(c_s)$ s zamanında anlık tüketim faydasını ve β iskonto faktörünü göstermektedir. Eğer gelecekteki tüketim bilinmiyorsa vekil beklentiyi aşağıdaki formülle maksimize edecektir (Stracca, 2003);

$$\max E_t \sum_{s=t}^{\infty} \beta^{s-t} U(c_s),$$

Görünümü vekil açısından daha basitleştirmek için Lucas (1978) tarafından geliştirilen aşağıdaki eşitlik kullanılabilir;

$$E_t \beta \frac{U'(c_{t+1})}{U'(c_t)} R_t^i = 1,$$

eğer U tüketimin marjinal faydası olarak kabul edilirse, R_t^i , i varlığının bir dönemdeki getirisi olacaktır. P_t varlığın gerçek fiyatını ve D_{t+1}^i varlığın gerçek getirisini ifade ederse, bu durumda $R_t^i = (P_{t+1}^i + D_{t+1}^i) / P_t^i$ olacaktır (Stracca, 2003).

Vekillere ilişkin bir diğer yaklaşım ise rasyonel beklenti yaklaşımıdır. Bu yaklaşımda vekillerin sistematik hata yapmadıkları ve P ve D ye ilişkin tüm olasılık dağılımını bildikleri kabul edilmektedir. Bu durumda temsilci velilin t zamanında elde edebileceği bilgi seti (Ω_t) dikkate alındığında (Stracca, 2003);

$$x_{t+1} - E_t(x_{t+1} | \Omega_t) = \varepsilon_{t+1},$$

x stokastik değişkeni ifade etmek üzere, etkin pazar hipotezine göre rasyonel varlık fiyatlandırması yukarıda eşitlikteki gibi olacaktır. Varlıkların yanlış fiyatlandırmasına neden olan faktörlerden bir tanesi önyargılardır.

Olağandışı yatırımcı kararı, vekillerin beklenen fayda modeliyle açıklanamayan, sistematik özellikli davranışları olarak açıklanabilir. Vekiller tarafından gerçekleştirilen davranışlara bağlı olarak çeşitli olağandışı getiriler veya kayıplar oluşabilmektedir. Bu olağan dışılıklar, algılama psikolojisi çerçevesinde aşağıdaki davranış şekilleri içinde değerlendirilmektedir (Stracca, 2003);

- *Deneme-yanılma kararı (buluşsal karar)*; vekil yatırım kararlarını, zaman zaman parmak hesabı olarak tanımlanan sistematik içinde sonuçlandırmaktadır. Çünkü vekil kendisini genellikle karmaşık bir problemi çözüyor gibi görmemektedir.

- *Duygular*; Duygular yatırım kararları üzerinde ve dolayısıyla finansal piyasalarda oldukça etkili olmaktadır (Romer, 2000). Duygular özellikle risk ve belirsizlik karşısında etkisini artırmaktadırlar (Saunders, 1993).

- *Seçim zamanını azaltma*; vekiller genellikle iş ile ilgili kararları, özel yaşamlarında verdikleri kararlardan çok daha çabuk ve çok daha az zaman ayırarak vermektedirler.

- *Stokastik ve içeriğe bağlı özellikler*; iyi tanımlanmış bir veri seti ile deterministik özelliklerin bir arada bulunmamasını ifade etmektedir. Genellikle belirli bir ekonomik kararın yatırımcıya (vekile) sunulmuş biçimiyle ilgili olduğu söylenebilir (Starmer, 2000).

- *Referans alınan modeller*; Vekilin aldığı kararlar üzerinde kendisine referans olarak seçtiği geçmiş uygulamaların etkisi oldukça yüksek olabilmektedir. Thaler (2000) ve Camerer (1998) yaptıkları çalışmalarda özellikle risk altında karar vericilerin aynı referanslardan hareketle benzer davranışlar gösterdiklerini tespit etmişlerdir.

Yukarıda belirtilen önyargıların tamamını davranışsal finans içerisinde ölçmek ve değerlendirmek de oldukça güçtür. Bu şartlar altında risk altındaki insan davranışı açıklayabilmek için beklenen fayda teorisi yerine beklenti teorisi daha uygun olabilecektir.

2.2. Davranışsal Finans Uygulama Örneği

Çalışmanın bu kısmında davranışsal finans uygulamasına yer verilecektir. Bu bağlamda tartışılacak uygulama davranışsal finans ile enflasyon ve hisse senedi pazarı arasındaki ilişkileri incelemeye yöneliktir. Bu bağlamda aşağıda yer alan varsayımlar ve veriler ışığında bu işletmenin özkaynak değeri nedir? sorusunun cevabı aranacaktır. Örneğin geliştirilmesinde Ritter (2003)'den yararlanılmıştır.

Varsayımlar: Enflasyon oranı %9 ve özkaynak risk priminin sıfırdır, sermaye maliyeti %20'dir, işletme borcunun reel değerinin değişmesini istememektedir, işletmede gerçek bir büyüme yoktur ve tüm serbest nakit akışları karpayı olarak ödenmiştir.

X İşletmesine ait bazı finansal veriler aşağıdaki gibidir (YTL)

Net Satışlar	1.400
Toplam Borç	2.000
Sat. Mal. Mal.	800
İhraç Ed. Hisse Say	1.000
Faaliyet Giderleri	200
Özkaynaklar	1.500
Finansman Gideri	100
Borç Faizi	%20

%9 enflasyon oranı ve Toplam 2.000 YTL'lik borç düzeyini korunabilmesi için işletmenin gelecek dönemde 180 YTL'lik borçlanma senedi ihraç etmesi gerekmektedir. Borçlanmayla sağlanan nakit kar payı olarak ödenecektir. Bu durumda hisse başına 0.18 YTL ödenecek, büyüme oranı da dikkate alındığında;

$$P = D_1 / (r-g)$$

$$P = 0.18 \text{ YTL} / (0.20-0.09) = 1.63 \text{ YTL} / \text{adet olur.}$$

Bu durumda özkaynak değeri 1.630 YTL olarak hesaplanmış olur. Karar verici

nominal faiz giderini bir maliyet olarak kabul ettiği için kar sıfır olacaktır. Ancak yapılan hesaplamada borçlanma miktarındaki artış kadar, hissedarlar fayda sağlayamamıştır. Diğer bir deyişle, gerçek ekonomik kazanç finansal hesaplama sonucu ortaya çıkan kazancın üzerindedir, çünkü karar verici sadece maliyeti ölçmüştür, bu durumun ortaklara sağlayacağı fayda hesaplanmamıştır.

Yukarıda verilen örnek tamamen "çerçeveleme" davranışına örnek teşkil etmektedir. Nominal faiz giderleri gelir tablosunda görünmekle birlikte, nominal borçların gerçek değerinde enflasyon nedeniyle gerçekleşecek düşüşler gelir tablosunda yer almamaktadır. Pazar yapıcılarını bir fiyatlandırma hatası yaparlarsa, hisse senetleri daha riskli hale gelmektedir. Çünkü bu hisse senetlerin değerinde, enflasyonda yaşanan artıştan çok daha fazla azalış yaşanmaktadır. Dolayısıyla davranışsal finansın yatırım kararları üzerindeki etkisinin oldukça yüksek olduğunu söylemek mümkündür.

Sonuç

Bu çalışmada davranışsal finansın kısa bir değerlendirmesi yapılmıştır. Günümüz finans pazarlarının tam etkin bir yapıda faaliyet gösterdiğini söylemek oldukça güçtür. Bu şartlar altında yatırımcı psikolojisi ve algılama biçimi yatırım kararlarını, dolayısıyla pazar gelişimini önemli ölçüde etkilemektedir.

Davranışsal finansın iki temel boyutu bulunmaktadır. Bu boyutlar, algılama psikolojisi ve arbitraj sınırlarıdır. Yatırımcıların geçmiş tecrübeleri ve yaşadıkları çevrenin etkisiyle verdikleri kararlar bir yandan pazara şekil verirken, diğer yandan arbitraj olanaklarının kısıtlanması piyasalar arasındaki fiyat farklılıklarının, en azından kısa vadede, giderilmesinin önünde engel oluşturmaktadır.

Sonuç olarak davranışsal finansın; hisse senedi değerlemesinde temel ve teknik analizin bir rakibi olarak değil, bu teknikleri tamamlayıcı bir yaklaşımı olarak değerlendirilmesi, yatırımcılara (vekillere) daha faydalı olacağı düşünülmektedir.

Kaynakça

- Barber, B., Odean, T.: "Boys will be boys: gender, overconfidence, and common stock investment", Quarterly Journal of Economics vol. 116, 2001.
- Benartzi S., Thaler R.: "A survey of behavioral finance" handbook of the Economics of Finance, 2001.
- Camerer, C. F.: "Bounded rationality in individual decision making", Experimental Economics vol.1, 1998.
- Chen, J., Hong, H., Stein, J.: "Breadth of ownership and stock returns" Journal of Financial Economics vol.66, 2002
- Cross R., Grinfeld M., Lamba H., Seaman T.: "A Threshold Model of Investor Psychology", 2004
- Daniel K.: "Discussion of Testing behavioral finance theories using trends and sequences in financial performance", Journal of accounting and Economics vol.38, 2004.
- De Bondt, W., Thaler, R. H.: "Does the stock market overreact?", Journal of Finance vol. 40, 1985.
- Döm S.: "Yatırımcı Psikolojisi", 8. Ulusal Finans Sempozyumu, 2004.
- Döm S.: Yatırımcı Psikolojisi, Değişim, 2003
- Figlewski, S.: "The informational effects of restrictions on short sales: some empirical evidence", Journal of Financial and Quantitative Analysis vol.16, 1981.
- Fuller J. R.: "Behavioral Finance and the sources of Alpha" 2000.
- Jegadeesh, N., Titman, S., "Profitability of momentum strategies: an evaluation of alternative explanations", Journal of Finance vol.56, 2001.
- Keim, D.: "Size-related anomalies and stock return seasonality further empirical evidence", Journal of Financial Economics vol.12, 1983.
- Kothari S. P., Lewellen j., Warner j. B.: "Stock Returns, Aggregate earnings surprises, and Behavioral finance", 2003.
- Lucas, R.: "Asset prices in an exchange economy", Econometrica vol. 46, 1978.
- Odean, T.: "Are investors reluctant to realize their losses?", Journal of Finance vol.53, 1998.
- Ofek E., Richardson M., Whitelaw R.: "Limited arbitrage and short sales restrictions: evidences from options market", Journal of Financial Economics vol.74, 2004.
- Pastor, L., Stambaugh, R.F.: "Liquidity risk and expected stock returns", Journal of Political Economy vol. 111, 2003.
- Prast H.: "Investor psychology: a behavioral explanation of siz finance puzzles", 2004.
- Ritter J. R.: "Behavioral Finance" Pacific-Basin Finance Journal vol.11,2003.
- Romer, P. M.: "Thinking and feeling", American Economic Review Papers and Proceedings (May), 2000.
- Saunders, E. M. J.: "Stock prices and wall street weather", American Economic Review vol.83, 1993.
- Sen, A.: "Rational behavior" In J. Eatwell, M. Milgate, & P. Newman (Eds.), Utility and probability London, Macmillan,1990.
- Shleifer A., Vishny R.: "The limits of arbitrage" Journal of Finance vol.52, 1997.
- Starmer, C.: "Developments in non-expected utility theory: The hunt for a descriptive theory of choice under risk", Journal of Economic Literature vol.37, 2000.
- Stracca L.: "Behavioral finance and asset prices: Where do we stand?", Journal of Economic Psychology vol. 25, 2003.
- Thaler, R. H.: "From homo economicus to homo sapiens", Journal of Economic Perspectives vol. 14, 2000.
- Van der sar N.: "Behavioral finance: How matters stand", Journal of Economic Psychology vol. 25, 2004.

Kıyı Şeridi Uzunluğu (km)				Bir hafta içinde TV başında geçirilen ortalama saat süresi				Telekomünikasyon sektöründe istihdam oranı (%)			
Kanada	202,080	İngiltere	12,429	ABD	28	Avustralya	22	Finlandiya	1,06	Hollanda	0,66
Endonezya	54,716	Türkiye	7,200	İngiltere	28	Hollanda	20	Norveç	0,99	Almanya	0,66
Grönland	44,087	Hindistan	7,000	İtalya	27	Danimarka	20	İrlanda	0,99	Avusturya	0,65
Rusya	37,653	Şili	6,435	Fransa	23	Belçika	19	ABD	0,86	İsveç	0,63
Filipinler	36,289	Bahamalar	3,542	Almanya	23	Finlandiya	18	Avustralya	0,85	İsviçre	0,62
Japonya	29,751	Fransa	3,427	İrlanda	23	İsveç	18	Danimarka	0,83	Kanada	0,54
Avustralya	25,760	Ukrayna	2,782					İngiltere	0,83	İtalya	0,43
ABD	19,924	S. Arabistan	2,640					Belçika	0,72	Y. Zelanda	0,41
Çin	14,500							Fransa	0,68	Japonya	0,30
Referans, 29.12.2004				Referans, 22.03.2005				Referans, 30.03.2005			