

# ФИНАНСЫ

---

УДК 336.761

## DAVRANIŞSAL FİNANS PERSPEKTİFİ İLE KÜRESEL FİNANSAL KRİZ VE DEĞERLENDİRİLMESİ

**N. Tetik**, Yrd.Doç.Dr., Kırgızistan-Türkiye Manas Üniversitesi, İnönü Üniversitesi  
**E. Kanat**, İnönü Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Öğrencisi  
<ntetik44hotmail.com>

## GLOBAL FINANCIAL CRISIS AND ITS ASSESSMENT WITH PERSPECTIVE OF BEHAVIORAL FINANCE

**N. Tetik**, Performing yhe Duties of Assistant Professor, Kyrgyz-Turkish Manas  
University  
**E. Kanat**, PhD Studen, InonuUniversity, Institute of Social Sciences  
<ntetik44hotmail.com>

## ГЛОБАЛЬНЫЙ ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС И ЕГО ОЦЕНКА С ТОЧКИ ЗРЕНИЯ ПОВЕДЕНЧЕСКИХ ФИНАНСОВ

**Н. Тетик**, исполняющий обязанности доцента, Кыргызско-Турецкий университет  
«Манас»  
**Э. Канат**, аспирант Института социальных наук Университета Ююни, Турция  
<ntetik44hotmail.com>

### Abstract

Behavioral finance doesn't use mathematical formulas and graphics like traditional theories. It uses human psychology and sociology to explain how prices are affected by human behaviors. In addition, behavioral finance doesn't accept that, all of the people have rational behavior. According to behavioral finance, human behavior may have very different views. In this context, reasons of global financial crisis which have affected to whole world, must be interpreted by perspective of the behavioral finance. While financial crisis is interpreted, we can understand that, there are a lot of wrongs like giving credit to people who have low credibility and too hard to explain these wrongs with only traditional methods. For this reason, we have to take advantages of behavioral finance although traditional methods have useful results. Otherwise, we can get misleading informations for investors, companies and individuals.

**Key words:** Behavioral Finance, Global Financial Crisis, Traditional Finance Theories.

**Jel Classification:** G01, G02.

### Аннотация

Поведенческие финансы – направление финансового менеджмента, предполагающее существование психологических и социологических различий при принятии инвестиционных решений. Поведенческие финансы не используют математические формулы и графики, как традиционные методы, а пользуются психологией и социологией, чтобы объяснить, как цены зависят от поведения

человека. Кроме того, поведенческие финансы, как и другие традиционные методы, не признают того, что все люди рациональны и утверждают, что они отличаются в поведении. В этом контексте появляется необходимость анализа причин мирового финансового кризиса с точки зрения поведенческих финансов. Оценивая финансовый кризис, можно заметить, что было сделано много ошибок, например, выдача кредитов людям с низким уровнем кредитоспособности, и объяснить эти ошибки только с помощью традиционных методов очень трудно. По этой причине мы должны воспользоваться преимуществами поведенческих финансов, несмотря на то, что традиционные методы показывают хорошие результаты. В противном случае инвесторы, компании и частные лица могут получить ложную информацию. Таким образом, поведенческие финансы могут показать более точные результаты, если будут использоваться в сочетании с традиционными методами.

**Ключевые слова:** поведенческие финансы, глобальный финансовый кризис, традиционные финансовые теории.

**Классификация JEL:** G01, G02.

## 1. Giriş

Birçok menkul kıymet değerlendirme modeli, geçmiş fiyat hareketleri, mevcut ekonomik veya siyasi bilgiler, şirketlerin mali yapıları ve sektör haberleri gibi bilgilerden yararlanmaktadır. Tüm bu sayılan bilgilerin önemli olduğu piyasalarda asıl unutulmaması gereken ise insan davranışlarıdır. Hisse senedi ve benzeri menkul kıymetlerin fiyatlarında asıl önemli olan konu insanların kitleler halinde ortaya koydukları davranış şekilleridir.

Geleneksel finans modellerine göre insanlar yatırım kararı alırken her zaman akılcı davranırlar ve yatırım kararlarını etkileyen tek unsur kârın maksimum seviyeye ulaşmasıdır. Bu modeller insanların yapmaları gereken tüm matematiksel formülleri iyi bir şekilde uyguladıklarını ve gelen tüm haberleri doğru yorumladıklarını varsayar. Ancak, insanların yatırım kararları alırken her zaman rasyonel davranmadıklarının gözlemlenmesi ve mevcut modellerin fiyat tahminlerinde yetersiz kalması davranışsal finansın doğmasına neden olmuştur.

Davranışsal finans, insanların yatırım kararı alırken aşırı güven, iyimserlik, korku ve alışkanlıklar gibi birçok ruh halinde bulduklarını öne sürer. Dolayısıyla insanlar bu ruh halleriyle her zaman beklenen şekilde davranmayabilirler. Örneğin, aynı hisse senedine yatırım yapmış olan bir yatırımcı kitlesi, tüm haberlerin ve şirket durumunun iyi gittiğini görmezden gelerek ellerindeki hisse senetlerini satma yoluyla elinden çıkarabilir. Oysaki geleneksel yöntemler insan psikolojisiyle ilgilenmediği için tüm haberlerin ve verilerin iyi görünmesinden dolayı hisse senedi fiyatının yükseleceğini ön görürler. İnsan psikolojisini hiçe sayarak sadece geleneksel yöntemlerle yatırım kararı alan bir yatırımcı hisse senedi fiyatındaki bu düşüşe anlam vermekte zorlanabilir.

Bu çalışmada, yatırımcılar açısından bireylerin davranışlarının ne ölçüde önemli olduğunun daha iyi anlaşılabilmesi için öncelikle geleneksel finans teorileri incelenmiştir ve davranışsal finans kavramı açıklanarak, aralarındaki farklar irdelenmiştir. Ayrıca, tüm dünyayı etkisi altına alan finansal küresel kriz, davranışsal finans yöntemi ile incelenerek, küresel finansal krizin yorumlanmasında farklı bir bakış açısı sergilenmeye çalışılmıştır.

## 2. Geleneksel finans teorileri

Geleneksel finans teorisine göre, arz ve talep ile fiyatların belirlendiği mükemmel bir piyasa varlığı kabul edilmektedir. İnsanlar sürekli rasyonel hareket eden, çevresindeki bütün bilgilere sahip ve faydalarını maksimum seviyelere çıkarmayı amaçlayan yatırımcılardır.

Geleneksel finans teorilerinin başlıcaları, “beklenen fayda teorisi, etkin piyasalar teorisi ve sermaye varlıklarını fiyatlama modeli (CAPM)”dir.

### 2.1. Beklenen fayda teorisi

Beklenen fayda teorisi, ölçülebilir bir fayda fonksiyonuna dayanarak belirsizlik halinde insan davranışlarını açıklamaya çalışır. İnsanlar karar verdikleri anda bu karardan doğacak sonucu tam olarak bilmemektedir. (Abaan, 1998: 125)

Genel olarak iki farklı yolla karşılaşılabileceğimiz bir teoridir. Birincisi, Bu teori insanların nasıl hareket ettikleriyle değil, nasıl hareket etmeleri gerektiğiyle ilgilidir. Beklenen fayda teorisi, geleneksel finansın temelini oluşturmaktadır ve insanların rasyonel olduğunu varsayar.

Beklenen fayda teorisi aşağıdaki varsayımlara dayanır. (Bostancı, 2003: 4)

a) İnsanlar bir belirsizlik durumu ile karşılaştıklarında, bu durumun gerçekleşmesine ilişkin “objektif olasılığı” tespit ederler. Bu işlemi yaparken herhangi bir yanlılıkla malul değildirler.

b) Çok azdan iyidir. Eğer A, B’den fazla fayda sağlıyorsa, karar verici A ile B arasından mutlaka A’yı seçecektir.

c) Karar verici karşılaştığı belirsiz olaylara ilişkin olasılıkları tespit ettikten ve bu olasılıklara göre her olaya ilişkin beklenen faydasını hesapladıktan sonra bunları kendi fayda fonksiyonu içinde bir sıraya koyar. Karar vericinin amacı faydasını maksimize etmektir ve önündeki seçenekler içinde bu amacı sağlayan tercihi seçer.

d) Söz konusu fayda fonksiyonu çanak şeklindedir, bu da “azalan marjinal faydakuralı”nın geçerli olduğunu gösterir.

### 2.2. Etkin piyasalar teorisi

Etkin piyasalar hipotezi, finansal piyasaların bilgi açısından etkin çalıştığını bu yüzden ticarete konu varlıkların mevcut bütün veriyi yansıttığını ve yeni bilgiye mümkün olan en yüksek hızla tepki verdiğini savunan tezdır. Dolayısıyla, bu teoriye göre piyasada mevcut olan veriyi kullanarak beklenenden daha fazla verim almak mümkün değildir.

Etkin piyasalar hipotezi üç temel argüman üzerinde durur: (Bostancı, 2003: 6)

- Yatırımcılar rasyoneldir ve menkul kıymetleri rasyonel değerlendirirler.
- Bazı yatırımcılar rasyonel değilse bile, rasyonel davranmayan yatırımcıların davranışları birbirini dışlar ve böylece fiyatlar etkilenmemiş olur.
- Yatırımcılar aynı yönde rasyonellik dışı davranış sergilerlerse, piyasada bulunan rasyonel arbitrajcular, bu davranışların fiyatları etkilemesini engellerler.

Bazı iktisatçılar etkin piyasalar hipotezinin farklı düzeylerde yaşanabileceğini öne sürerler. Bunlara göre, etkin piyasalar hipotezi üç farklı biçimde gerçekleşebilir. Bunlar, zayıf piyasa etkinliği, yarı güçlü piyasa etkinliği ve güçlü piyasa etkinliğidir. (Şıklar, 2004: 130)

Zayıf, yarı güçlü ve güçlü piyasa etkinliklerinin farkları kısaca aşağıdaki gibidir. (Moix, 2001: 59-60)

1. Zayıf piyasa etkinliği: fiyatlar menkul kıymet ile ilgili tüm haberlerden etkilenir. Piyasa etkinliğinin bu formuna göre, geçmişteki hiçbir getirinin gelecekteki getiri oranıyla ilişkisi yoktur. Eğer zayıf piyasa etkinliği mevcut ise teknik analiz ve grafik yöntemleri gibi hiçbir yöntemle geçmiş veriler kullanılarak kazanç elde edilemez.

2. Yarı güçlü piyasa etkinliği: fiyatlar her türlü genel bilgiden etkilenir. Genel bilgiden kastedilen pazarla ilgili veya politik ve ekonomik haberler gibi pazarla ilgili olmayan her türlü bilgidir.

3. Güçlü piyasa etkinliği: fiyatlar her türlü bilgiden tamamen etkilenirler. Bu bilgiler firmayla ilgili özel bilgiler veya diğer genel bilgiler olabilir. Bunun anlamı güçlü piyasa etkinliğinin olduğu piyasalarda ortalamanın üstünde kâr etmenin mümkün olamayacağıdır. Çünkü herkesin aynı bilgilere ulaşabileceği ve aynı yatırım kararlarını alacak rasyonel yatırımcıların olduğu varsayılır.

### 2.3. Sermaye varlıklarını fiyatlama modeli (capm)

Sermaye varlıklarını fiyatlama modeli William Sharpe, John Lintner ve Jan Mossin tarafından hisse senetlerine ilişkin risk ölçütünü ve piyasanın dengede olduğu durumlarda risk ve getiri arasındaki ilişkiyi anlamaya yönelik olarak geliştirilen bir modeldir. (Ertan, 2007: 16)

Sermaye varlıklarını fiyatlama modeli'ne göre bir hisse senedinin getirisi ile piyasa getirisi arasındaki ilişki riskin tek belirleyicisidir ve yatırımcılar bu riske göre hisse senetleri için bir prim talep edeceklerdir. Sermaye varlıklarını fiyatlama modeli'nden yola çıkarak oluşturulan piyasa çizgisi (*Security Market Line*, SML) bir hisse senedinin piyasa koşullarında istenilen getirisinin ne olması gerektiği konusunda fikir verir. (Bostancı, İstanbul, 2003: 8)

Sermaye varlıklarını fiyatlama modeli temelde iki önemli unsura dayanmaktadır. Birincisi; sermaye Pazar doğrusudur. Sermaye Pazar doğrusu, ortalama getiri ve varyans temeline göre karar veren bir yatırımcının tekil optimal portföyler dizisini göstermektedir. İkincisi ise; menkul değer pazar doğrusudur. Menkul değer pazar doğrusu ise özetle pazarla ilgili aynı beklentiye sahip olan tüm yatırımcıların ortalama varyans temeline göre her bir riskli varlık için aynı risk-getiri tercihinde bulunacağını göstermektedir. (Kapucu, 2011: 79)

Sermaye varlıklarını fiyatlama modelinin genel varsayımları aşağıdaki gibidir; (Focardi & Fabozzi, 2004: 512)

- Yatırımcılar, beklenen getiri ve getirilerin varyansına dayalı yatırım kararı alırlar,
- Rasyonellerdir ve risk almaktan hoşlanmazlar,
- Markowitz'in portföy çeşitlendirme yöntemine bağlılardır,
- Aynı zaman dilimlerinde yatırımı gerçekleştirirler,
- Beklenen getiri ile ilgili aynı beklentilere sahiplerdir,
- Pazarlar her zaman rekabetçidir.

### 3. Davranışsal finans

Uzun yıllardır finans piyasalarında hisse senetlerinin ve diğer menkul kıymetlerin değerlendirme modellerinde, bireylerin rasyonel davranışlar sergilediği düşünülerek hareket edilmiştir. Diğer bir ifadeyle, insanların hepsi bilgileri elde ettikten sonra bu bilgilerin mantıklı bir biçimde akıl süzgecinden geçirerek karar verdikleri kabul edilmiştir. Dolayısıyla menkul kıymetlerin fiyatlarının da bu doğrultuda değerlendirileceği varsayılmıştır. Ancak her zaman doğru sonuçların elde edilememesinin sebebi, insan psikolojisi ve bireylerin olaylar karşısında gösterebileceği farklı tepkilerdir.

Davranışsal finans, insanların hangi olaylar karşısında, nasıl tepki gösterdiklerini araştırarak menkul kıymet değerlemesinde daha doğru sonuçlar elde etmeye çalışan bir değerlendirme metodudur. (Baker & Nofsinger, 2010: 3)

#### 3.1. Davranışsal finansın doğuşu ve gelişimi

Davranışsal finans kavramı her ne kadar son yıllarda ismini duyurmuş olsa da insan psikolojisinin ve davranışlarının fiyatlar üzerindeki etkileri uzun yıllardan beri incelenmektedir. Bunlara örnek verecek olursak; G.C. SELDEN'in 1912 yılındaki "borsa'nın psikolojisi (Psychology of the Stock Market)" isimli çalışması ve Leon FESTINGER, Henry RIECKEN ve Stanley SCHACHTER'in 1956 yılındaki "bilişsel Uyumsuzluk (Cognitive-dissonance)" isimli çalışmaları, insan psikolojisinin fiyatlar üzerindeki etkileri ile ilgili başlıca çalışmalar olduğunu görmekteyiz.

Geçmişten günümüze kadar toplum yapılarının her zaman çok değişkenli ve belirsizliğe dayalı olduğu bilinmektedir. Dolayısıyla, beklenmeyen zamanlarda farklı değişkenlerden beklenmeyen sonuçlar her zaman elde edilmiştir. Bu tür belirsizliklerin son yıllarda daha fazla önem kazanması davranışsal finansa olan ihtiyacı arttırmaktadır.

Daniel KAHNEMAN ve Amos TVERSKY 2002 yılında insan psikolojisini ve finansal etkilerini içeren bir çalışma ortaya çıkarmışlardır. Davranışsal finans kavramını ilk olarak ortaya koyan “Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk” isimli makaleleri finans literatürünün önemli parçalarından biri olmuştur. Ayrıca 2002 yılında Daniel KAHNEMAN ekonomi alanında Nobel ödülüne layık görülmüştür.

### 3.2. Davranışsal finans kavramı

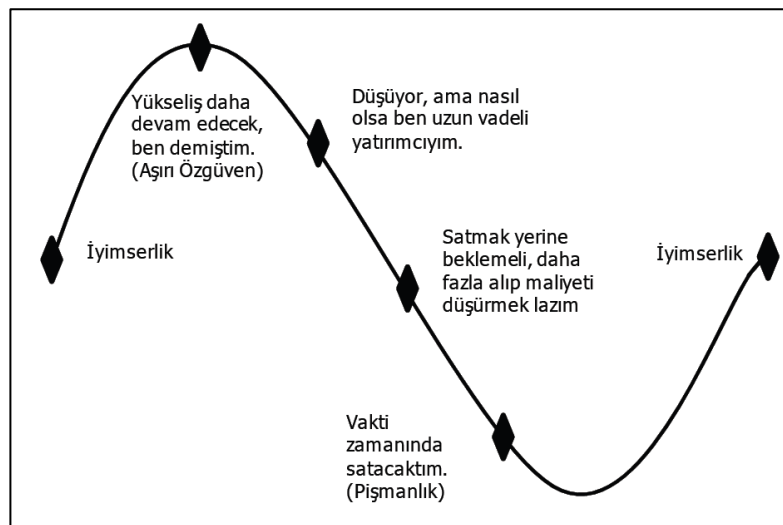
Davranışsal finansın temelleri, psikoloji ve sosyolojiye dayanmaktadır. İnsanların bilgiyi nasıl yorumladıkları ve yatırım kararlarını ne şekilde aldığıyla alakalıdır. Kısaca davranışsal finansa, psikoloji ve sosyolojinin finans piyasalarındaki uygulamasıdır denilebilir.

Geleneksel finans anlayışları, insanı tam anlamıyla rasyonel, iradeli ve bencil olarak tanımlar. Birey, etraftan fiyat, ürün bilgisi, kalite gibi birçok veriyi algılar, türlü işlemlerden geçirerek kendisi için hangisinin daha yüksek fayda sağlayacağını analiz eder ve sonuçta kararını verir. Bu varsayımlarla oluşturulan modellerin gerçeği yansıtmadığı, dolayısıyla bu anlayışın iktisadi pratikte sorunları çözmekten çok, yüksek ve soyut matematiğin kullanıldığı entelektüel bir tartışma alanına çevirdiği eleştirisini yapmak mümkündür. (Bayrak, 2012: 7)

Son yıllarda finans üzerinde çalışan akademisyenler geleneksel finansal modellerinin finans piyasalarında olup biteni açıklamakta yetersiz kaldığını düşünerek modellerini, diğer sosyal bilimlerdeki, özellikle biliş psikolojisi (*cognitivepsychology*) alanındaki, çalışmalardan elde edilen bulgularla destekleyerek zenginleştirmeye çalışmaktadır. Bu çalışmalara genel olarak davranışsal finans (*behavioralfinance*) denilmektedir. (Bostancı, 2003: 2)

Davranışsal finansa göre bireyler yatırım kararı alırken yanlışlıklar yapabileceği gibi ruh halleri, inançları ve genel özelliklerinden kaynaklanan farklılıklardan da etkilenebilirler. Örneğin; bekârlar, eğitim seviyesi düşük olanlar ve gençler daha fazla risk alabilmektedir.

Öte yandan, yatırım kararının alınmasında görülen yanlışlıklar tamamen psikolojik olmamaktadır. Bu yanlışlıklar aynı zamanda arz ve talepteki dengesizlikten de kaynaklanabilir. Mesela, Borsa İstanbul 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 dengesizlik yanlış yatırım kararlarının verilmesine neden olmaktadır. (Taner & Akkaya, 2005: 49)



Şekil 1: Yatırımcıların Genelde Aldıkları Yatırım Kararları (Kaynak: TSPAKB)

Şekil 1’de, yatırımcıların genel olarak hangi şekilde karar aldıkları gösterilmektedir. Normal şartlarda, yatırımcılar iyimser oldukları dönemde alım işlemini gerçekleştirirler ve yükseliş sürdükçe kendilerine güvenleri artar. Dolayısıyla satış işlemini gerçekleştirmez ve piyasada daha fazla yükseliş olacağına inanır. Ancak yükseliş durmuş ve düşüş gerçekleşmiş olduğunda bu kez yatırımcı kendisini uzun vadeli yatırımcı olarak nitelendirir ve nasıl olsa tekrar yükselişin olacağına kendisini inandırır. Düşüşün devam ettiğini gören yatırımcı genellikle daha fazla alım yaparak ortalama alım maliyetini düşürmek ister. Böylelikle zarardan mümkün olduğunca az zararla çıkmayı hedefler. En sonunda, fiyatların alış fiyatından daha düşük olduğunu gören yatırımcı pişmanlık duyar ve artık karamsarlığa düşerek yükselişin olmayacağına inanır. Yatırımcılar bu şekilde zarar ettikten sonra fiyatlar tekrar yükselişe geçtiğinde ise yeni bir iyimserlik ortamı doğar ve tekrar yatırımcılar için cazip görülmeye başlar.

### 3.3. Yatırımcı psikolojisini etkileyen faktörler

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. (Taner & Akkaya, 2005: 47)

İnsanların yatırım kararları alırken her zaman rasyonel davranmadıklarının gözlemlenmesi ve mevcut modellerin fiyat tahminlerinde yetersiz kalması, insan davranışlarının finansa olan yansımalarını inceleyen farklı teorilerin doğmasına neden olmuştur.

Yapılan deneyler ve gözlemler çerçevesinde insanların yatırım kararını etkileyen psikolojik faktörlerden en önemlileri aşağıdaki gibidir.

- Aşırı güven,
- Aşırı iyimserlik,
- Belirsizlikten kaçınma,
- Temsil sorunu,
- Pişmanlıktan kaçınma,
- Çıpalama.

#### 3.3.1. Aşırı güven

İnsanların birçoğu gerçekte bildiklerinden daha fazlasını bildiklerine ve olduklarından daha yetenekli olduklarına inanırlar. Bu yüzden riskleri kontrol etme konusunda kendilerini çok başarılı görürler. Bu durum aşırı güvenin ortaya çıkmasına yol açar.

Ayrıca, aşırı güven neticesinde yatırımcılarda sıkça görülen bir eğilim, başarılı oldukları bir durumda bunun kendi ön görülerinin sonucu olduğuna inanmaları, başarısız olduklarında ise kötü şansa veya dışsal faktörlere bağlamaları sıkça görülen davranış biçimlerindedir. Bu denli kendisine aşırı güvenen yatırımcıların hata yapma olasılıkları da çok yüksektir.

Aşırı özgüvene sahip yatırımcılar, kendi yetenek ve bilgilerine aşırı derecede güvenir ve aldıkları kararları yeni bir bilgi geldiği durumda bile değiştirmeye hevesli değildir. Diğer taraftan bu davranış eğilimine sahip yatırımcılar, alım-satım yapmayı gerektirmeyen durumlarda bile işlem yapmaktadır. Bu bağlamda bilgiden kastedilen şey, şirket veya sektörle alakalı olup da hisse senedi fiyatını etkileyebilecek haberler ve finansal verilerdir. (Bayrak, 2012: 11)

#### 3.3.2. Aşırı İyimserlik

Aşırı iyimserlik, her şeyin istenilen yönde ve güzel olacağına dair duyulan inanç olarak ifade edilebilir. Bu eğilim kişilerin, arzu ettikleri sonucun gerçekleşme eğilimini yüksek, arzu etmedikleri sonucun gerçekleşme olasılığını ise düşük tahmin etmelerine neden olmaktadır. (Ertan, 2007: 29)

Bu aşırı iyimserlik hisse senetleri fiyatlarının düşüşte olduğu zamanlarda bile alım yapılabilmesine neden olmaktadır. Dolayısıyla, piyasaların yükselmeyeceği düşünülse bile zararda olan bir yatırımcı satış yapmayı bekleyerek nasıl olsa yükselişe geçecek gibi iyimser bir tavırla daha fazla zarar etmekten kaçınmayacağı ihtimalide vardır.

### 3.3.3. Belirsizlikten Kaçınma

Bireyler tanıdıkları ve bildikleri şeyleri tercih ederler ve bilmedikleri veya aşına olmadıkları şeylerden korkarlar. Mesela, riskli iki seçenek insanların önünde bulunduğu zaman getiri oranları fazla düşünülmeden hangi seçeneğe daha aşinalarsa hemen ona yönelirler.

Belirsizlikten kaçınma aslında bilinmeyenden korkmak anlamına gelmektedir. Bireyler sonuçlar kesin olmasa da, hangi sonucun hangi olasılıkla başlarına gelebileceğini bildikleri durumları, olasılıklar hakkında hiçbir fikirleri olmadıkları durumlara tercih ederler. (Bayrak, 2012: 13)

### 3.3.4. Temsil Sorunu

İstatistikteki büyük sayılar kanununa (*law of largenumbers*) göre bir örneklemin içinden çıktığı popülasyon hakkında bilgi verebilmesi için yeterince büyük olması gerekir. Psikolojideki küçük sayılar kanununa (*law of smallnumbers*) göre insanlar örneklem büyüklüğünü dikkate almadan popülasyon hakkında kanaat sahibi olurlar. Bu durum insanların küçük gözlemlerden büyük sonuçlar çıkarmalarına neden olur. (Bostancı, 2003: 19)

Başka bir ifadeyle, Temsil sorunu, bireylerin ellerinde olan bilgiden ya da gözlemledikleri örneklere bakarak bütüne mal ettikleri yargılarla ilgilidir. Tecrübe ettikleri kadarını genele yaymaya eğilimli insanlar, oluşturdukları peşin yargılara göre karar verirler. (Bayrak, 2012: 10)

Örneğin, bir analizci herhangi bir hisse senedini incelediğinde, ay başında alınan senetlerin ay sonunda kârlı satıldığını ve bunun üç kez tekrar ettiğini gözlemlemiştir. Analizci bu şirketin hisse senetlerinin sürekli bu sonucu vereceğini varsayması ve bu şekilde sürekli işlem yapması ileride zarar etmesini kaçınılmaz hale getirecektir. Çünkü bu gözlem hisse senedinin bu şekilde devam edeceğini gösteren yeterli bir delil değildir.

### 3.3.5. Pişmanlıktan Kaçınma

Verilen kararlardan istenilen sonuçların alınamaması veya bir başka alternatifin daha iyi sonuçlar verebileceğinin anlaşılması insanları pişmanlığa sürükler. En fazla yapılan mantıksız yatırım şekli kazandıran varlıkların satılıp kaybedenlerin ise elinde tutulması şeklindedir. İnsanların bunu fazlaca yapmalarının nedeni pişmanlıktan kaçınmadır. Çünkü insanların kazandıran varlığı satmaya razı olmaları kaybedeni satmaktan daha kolaydır. Burada amaç, kaybeden varlığın satışından sonra yükseleceği görüşünden kaynaklanacak pişmanlık olgusunu ortadan kaldırmaktır. (Shefrin & Statman, 1984: 782)

Her hangi bir nakit ihtiyacında verilen söz konusu kararın, kazandıran varlıkların elden çıkarılması ve portföyde sadece kaybeden varlıkların kalması gibi bir hatayla sınırlı olmayıp aynı zaman vergisel açıdan da yatırımcıya kaybettireceği aşikârdır. Kârdaki varlıkların satışından ayrıca vergi sorumluluğu da doğacağı unutulmamalıdır.

### 3.3.6. Çıpalama

Çıpalama, temel olarak, bireylerin önceden edindiği bilgilerden vardıkları sonuçlara bağlanması ve yeni bilgilere rağmen önceden verdikleri kararlarını değiştirmede tutucu davranmalarını ifade eder. Mesela, bu davranış eğilimini gösteren bir analist önceden belirlediği bir hedef fiyatı, açıklanan yeni şirket veya sektör haberlerine göre revize ederken bu yeni verilere olması gerekenden daha zayıf tepki verecektir. (Bayrak, 2012: 12)

Çıpalama etkisi yatırımcı davranışlarında oldukça fazla görülmektedir. Örneğin, uzman olduğuna inanılan bir kişinin yorumlarını takip eden bir yatırımcı, uzmandan öğrendiği beklentileri, şartlar veya yeni haberler ne olursa olsun kesinlikle gerçekleşeceğini ümit eder.

#### **4. Davranışsal finansın geleneksel finans teorileri ile karşılaştırılması**

Geleneksel teoriler genel olarak matematik formüllerine dayanmakla birlikte insanları her zaman mantıklı ve hata yapmayan bireyler olarak değerlendirmektedir. Ancak insan psikolojisi veya sosyolojik olaylar karşısındaki insan tavırlarını önemsememektedir. Geleneksel yöntemlerle davranışsal finansman karşılaştırıldığında en başta göze çarpan farkın bu olduğu aşikârdır.

Davranışsal finans insanların nasıl davrandıklarını ortaya koymaya çalışmaktadır. Yatırımcıların, yatırım kararlarını alırken neleri dikkate aldıkları incelendiğinde sadece risk ve getiri değişkenlerini değil bunların yanında başka değişkenleri de gözettiklerini ve bütün değişkenlerin değerlendirmesinin kusursuz bir süreç olmadığını sonuç olarak da alınan kararların, faydayı maksimize eden değil, en iyi ihtimalle karar alıcı durumundaki yatırımcıyı tatmin eden kararlar olduğu varsayımı davranışsal finans konusunda yapılan araştırmaların çıkış noktasıdır. (Yörükoğlu, 2007: 2)

Bir diğer önemli fark ise, Geleneksel finans araştırmalarında genellikle önce bir model ortaya atılır, sonra ampirik çalışmalarla bu modelin doğruluğu araştırılırken, davranışsal finasta önce piyasadaki davranış biçimleri gözlenir sonra bu gözlemlerin sonucuna göre davranış biçimlerini açıklayan bir model kurgulanmaya çalışılır. Davranışsal finasta geliştirilen modeller finansal piyasalarda insanların nasıl hareket etmesi gerektiğini değil, gerçekte nasıl hareket ettiklerini anlamaya çalışır.

Ayrıca, davranışsal finans geleneksel teorilerden biri olan etkin piyasalar teorisine karşı da piyasaların etkin olmadığını savunmaktadır. Bunun nedenleri aşağıdaki gibi sıralanabilir: (Ertan, 2007: 24)

- Etkin piyasa teorisine göre, menkul kıymetlerin fiyatları, tüm bilgileri yansıtmaktadır. Dolayısıyla yatırımcıların kamuya açıklanmamış bir bilgiyi kullanarak kâr elde etmesi mümkün olmamaktadır. Ancak yatırımcılar, zaman zaman “kâr elde etme güdüsüyle” hareket ederek, kamuya açıklanmamış bilgiler doğrultusunda, agresif bir şekilde işlem yapabilmektedirler.

- Etkin piyasa teorisine göre, piyasalar mevcut bilgiyi anında fiyatlara yansıtmaktadır. Ancak piyasalarda bazen yeni bir haberi görmezden gelme bazen de benzer bir bilgiye aşırı tepki verme yönünde eğilimler olabilmektedir. Yatırımcılar, çeşitli piyasalarda, ekstra risk almadan aşırı tepkilerin ve eksik tepkilerin avantajını kullanarak, olağan üstü kazançlar elde edebilmektedir.

- Etkin piyasalar teorisinde öngörülenin aksine, hisse senetlerinin getirilerindeki olası değişiklikler tahmin edilebilir. Örneğin, Borsa İstanbul’daki hisse senedi fiyatları tatil öncesi dönemlerde sistematik olarak daha fazla getiri sağlamaktadır.

#### **5. Davranışsal finans bakış açısıyla küresel finansal kriz**

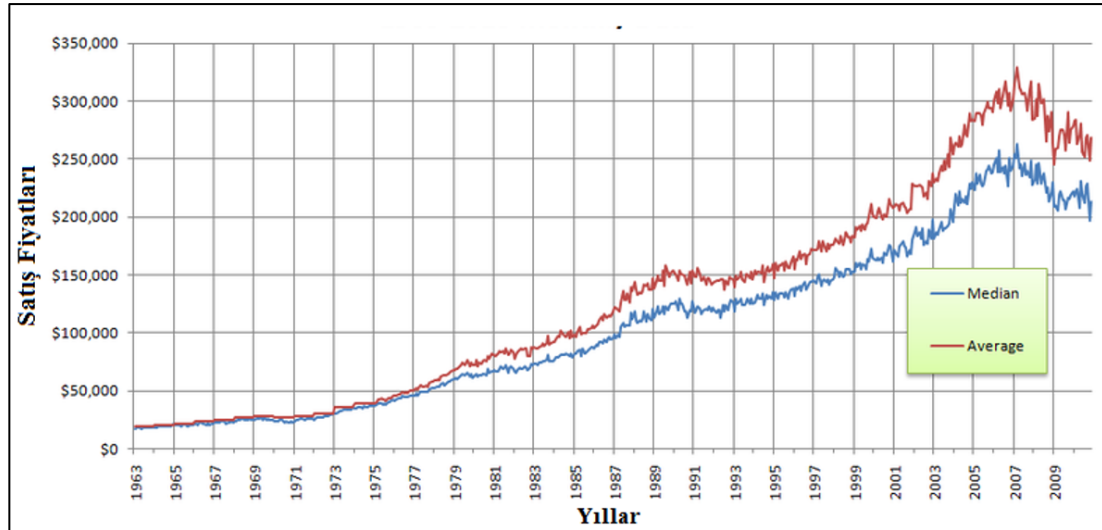
Tüm dünyayı etkisi altına alan ve etkileri süren 2007-2008 küresel finansal krizin nedenleri günümüzde de çok konuşulan ve tartışılan bir konudur. Temelde krizin nedeni Amerika’daki mortgage piyasasıdır. Ancak mortgage piyasası nasıl böylesi büyük bir küresel krize dönüşmüştür sorusunun cevabını sadece geleneksel finans yöntemleriyle açıklamak güç olacaktır. Bu konunun açıklığa kavuşması ve krizlerin nasıl önüne geçileceği konusunda davranışsal finanstan da yardım almakta fayda vardır.

5.1. Davranışsal finans perspektifi ile küresel finansal krizi ortaya çıkaran yaklaşımların değerlendirilmesi

Küresel finansal krizin ilk evresi olan emlak fiyatlarındaki ani ve aşırı yükseliş bireyleri farklı görüşler içerisine sürüklemiştir. Fiyatlardaki bu yükseliş birçok bireyin aklına, neden varlıkların fiyatları bu kadar aşırı değerlendirildi sorusunu getirmiştir. Dolayısıyla insanlar farklı varsayımlar içerisinde bulunmuştur. Bazı insanlar bu durumu bir balon etkisi gibi görmüştür ve fiyatların geçici olarak yükseldiğini düşünmüşlerdir. Diğer bir ifadeyle, bir kısım insanlar



piyasaların daha da yükseleceğini düşünürken, kimileri bu yükselişin geçici olduğunu varsaydığı bilinmektedir. Dolayısıyla piyasaların yükseleceğine inanan insanlar alımlarına devam ederken, yükselişin geçici olduğunu düşünen insanlar beklemeyi tercih etmiştir. (Tharchen, 2011: 63)

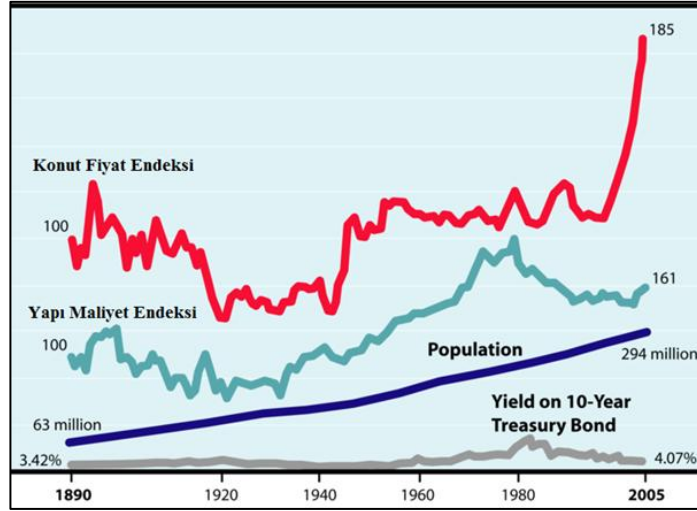


Şekil 2: 1963-2010 Yılları Arasında Amerika'daki Konut Satışlarının Ortalama Fiyatları (Kaynak: U.S. Census Bureau New Sales)

Birçok insanın, konut fiyatlarındaki artışın devam edeceğini düşünerek yatırımlarına devam etmesi, geleneksel finans teorilerine aykırı bir davranıştır. Şekil 2'de görüldüğü üzere, konut fiyatları 1997 ve 2006 yılları arasında yakın bir geçmişe göre çok büyük oranda artmıştır. Buna rağmen medyanın da desteğiyle insanlara konut fiyatlarının sürekli artmaya devam edeceği manipüle edilmiştir. Böylelikle, insanların büyük çoğunluğu konut fiyatlarında bir patlamanın olacağına inanmıştır. Potansiyel yatırımcılar, konut fiyatlarında hiç düşüş olmayacağı ve fiyatların sürekli artacağı düşüncesi içerisine girmişlerdir. (Tharchen, 2011: 65)

Söz konusu yaklaşım neticesinde, insanlarda iyimserlik ve çıpalama eğilimleri görülmeye başlamıştır. Fiyatların sürekli yükseleceğini düşünen insanlar iyimser tavırlarıyla yeni konutlar almaya başlamışlar ve nasıl olsa yaptıkları yatırımların zarar etmeyip her geçen gün kâr edeceğini düşünmüşlerdir. Uzman insanların ve medyanın yönlendirilmesiyle bu iyimser havaya kendini kapıran yalnızca bireyler olmamıştır. Bankalar da bu iyimser havadan etkilenerek çok riskli krediler vermekten kendilerini alı koyamamışlardır. Çünkü teminata aldıkları konutların nasıl olsa kısa sürede çok yüksek getiri sağlayacağına inanmışlardır. (Kolb, 2010: 393)

Diğer taraftan, yatırım amaçlı konut alıp satan bir kısım yatırımcılar, yıllardır kâr ettiği gerekçesiyle kendini fiyatların artacağına daha fazla inandırmış ve davranışsal finasta aşırı güven eğilimi denilen olgu ortaya çıkmıştır. Aşırı güven eğiliminde bulunan insanlar, fiyatların düşebileceğini düşünmemiş ve konut fiyatlarının ani ve hızlı artışını fırsat olarak değerlendirmişlerdir.



Şekil 3: Amerika'daki Konut Fiyat Endeksi ve Yapı Maliyet Endeksi Grafiği (Kaynak: IrrationalExuberance, 2d Ed.)

Şekil 3'ü inceleyecek olursak, aslında konut fiyatlarının ani yükselişinin konut yapım maliyetleriyle bir ilgisi olmadığını rahatlıkla görebiliriz. Yapı maliyetlerinin çok hızlı yükselmemesine rağmen konut fiyatlarının bu ani yükselişinin manipülasyonların ve insanların davranış şekillerinin bir sonucu olduğu görülmektedir. Dolayısıyla söz konusu iyimser havanın sürekli devam etmeyeceği ve bir gün fiyatların tekrar dengeleneceği, grafik 2'deki fiyat endekslerinden anlaşılabilir.

#### 5.2. Küresel finansal krizin gelişim trendi ve sonuçları

Mortgage piyasası ilk evrelerinde çok yararlı görülmesine rağmen, kontrolsüz bir şekilde uygulanması istenmeyen sonuçlara neden olmuştur. Krizden birkaç yıl önce sorunların yaşanacağını sinyalleri verilmeye başlanmıştır. Emlak satışlarındaki patlama emlak fiyatlarının çok yükselmesine neden olmuştur. Tüm bunlara rağmen kredibilitesi düşük bireylere bilinçsizce kredi verilmiştir. Sonuçta, ülke geri dönüşü zayıf ve riskli bir finansal yapı içerisine girmiştir. (Barberis, 2013: 2)

Bu yaşananların sonucunda, ABD merkez bankasının faizleri yükseltmesi ile konut satışlarında yaşanan duraksama, konut satış fiyatlarının ve kira gelirlerinin ani bir şekilde düşmesine yol açmıştır. (Szyska, 2010: 122) Konut fiyatlarındaki düşüş ve konutların satışlarındaki azalma, konutların satılmasıyla kredilerin ödenmesini de imkânsız kılmıştır. Böylece, kredilerin geri ödenememesi finansal bir krizin başlamasına neden olmuştur.

Sonuç olarak, finansal krizin nedenlerini geleneksel teorilerle açıklamak bir yere kadar yeterli olabilmekte ve bir noktadan sonra geleneksel teorilerin tıkandığı görülmektedir. Bireylerin yanlış ve farklı görüşler içerisine girmesi piyasaların yeterince etkin çalışmadığının bir göstergesi olmuştur. Ayrıca, fiyatlardaki ani yükselişlerin nihayetinde son bulacağı tarzındaki rasyonel bir düşünceden insanların uzaklaşması da, insanların bazen farklı düşünebileceğini göstermektedir. Diğer taraftan insanlar, aşırı iyimser ve özgüvenli davranışlarından dolayı ekonomik dar boğaza girmişlerdir. Ödenemeyen konut kredi borçlarının giderek artması domino etkisi oluşturarak finansal krizin ülke boyutlarını aşarak küresel bir boyut kazanmasına neden olmuştur.

### 6. Sonuç

Davranışsal finans, geleneksel finans modellerine aykırı olarak, insanların yatırım kararı alırken aşırı iyimserlik, güven, korku ve alışkanlıklar gibi insani birçok eğilimlerin içerisinde olduğunu savunan bir yaklaşımdır.

Küresel bir boyut kazanan, Amerika Birleşik Devletleri kaynaklı finansal krizin ortaya çıkış ve gelişim trendinde davranışsal finansın unsurlarından olan aşırı güven, iyimserlik ve çıpalama davranışlarının hakim olduğunu söyleyebiliriz.

Bu çalışmada, geleneksel finans teorilerinin yatırım kararı aşamasında her zaman rasyonel ve sağlıklı karar almada yeterli olmadığı görülmüştür. Dolayısıyla, davranışsal finans teorisini oluşturan unsurlar, geleneksel finans teorilerinin eksikliklerini gideren bir yardımcı veya tamamlayıcı yöntem olarak düşünülebilir.

#### Kaynakça

1. Abaan, E. D. (1998). *Fayda Teorisi ve Rasyonel Seçimler*. Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği No: 2002/3.
2. Acar, O. (2013, 05 14). *Davranışsal Finans-2: Rasyonel Olmayan Finansal Kararlar*. okanacar.com: <http://www.okanacar.com/2012/08/davranssal-finans-2.html> adresinden alındı
3. Baker, H., & Nofsinger, J. R. (2010). *Behavioral Finance: Investors, Corporations and Markets*. New Jersey: John Wiley & sons inc.
4. Barak, O. (2008). İMKB'de Aşırı Reaksiyon Anomalisi ve Davranışsal Finans Modelleri Kapsamında Değerlendirilmesi. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi 10*, 207-229.
5. Barberis, N. (2013). *Psychology and the Financial Crisis of 2007-2008*. MIT Press.
6. Bayrak, O. K. (2012). Davranışsal Finans. *Sermaye Piyasasında Gündem*, 6-16.
7. Bostancı, F. (İstanbul, 2003). Davranışçı Finans. *Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Diresi, Yeterlik Etüdü*.
8. Erkol, O. (2013, 05 14). *Sistematikrisk.com*. Davranışsal Finans: <http://www.sistematikrisk.com/2011/05/28/davranissal-finans/> adresinden alındı
9. Ertan, Y. (2007). Davranışsal Finans ve Pişmanlık Teorisi'nin Döviz Kuru Risknden Korunma Kararına Etkisi. *Yüksek Lisans Tezi*. Bursa.
10. Focardi, S. M., & Fabozzi, F. J. (2004). *The Mathematics Of Financial Modeling And Investment Management*. New Jersey: John Wiley & Sons Inc.
11. Kandır, S. Y. (2006). *Türkiye'de Yatırımcı Duyarlılığının Hisse Senedi Getirileri Üzerine Etkisi*. Adana: Doktora Tezi.
12. Kapucu, D. (2011). *İMKB Uygulamaları İle Portföy Modelleme*. İstanbul: IJOPEC Yayıncılık.
13. Kolb, R. W. (2010). *Lessons From the Financial Crisis: Causes, Consequences, and Our Economic Future*. New Jersey: John Wiley & Sons inc.
14. Moix, P.-Y. (2001). *The Measurement of Market Risk*. Berlin: Springer-Verlag .
15. Shefrin, H., & Statman, M. (1984). The Disposition To Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory And Evidence. *Journal Of Finance*, 777-790.
16. Shefrin, H., & Statman, M. (2013, 5 16). *Behavioral Finance in the Financial Crisis: Market Efficiency, Minsky, and Keynes*. Russell Sage Foundation: <http://www.russellsage.org/sites/all/files/Rethinking-Finance/Shefrin%20Statman%2001272012.pdf> adresinden alındı
17. Szyszka, A. (2010). Behavioral Anatomy of The Financial Crisis. *Journal Of Centrum Cathedra*, 121-135.
18. Şıklar, İ. (2004). *Finansal Ekonomi*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi.
19. Taner, B., & Akkaya, G. C. (2005). Yatırımcı Psikolojisi ve Davranışsal Finans Yaklaşımı. *D.E.Ü. İİBF İşletme Bölümü*.
20. Tharchen, T. (2011). How can behavioral finance help us in better understanding the recent global financial crisis? *European Journal of Business and Management*, 60 - 68.
21. Yörükoğlu, A. (2007). *Davranışsal Finans*. İstanbul: Yüksek Lisans Tezi.