

Geleneksel ve Davranışsal Finans: Tarihsel ve Kavramsal Çerçeve

Gözde Türkmen Müldür[1]¹

¹Dr. Öğr. Üyesi, Adana Alparslan Türkeş Bilim ve Teknoloji Üniversitesi, İşletme Fakültesi, İşletme Bölümü, Adana
gturkmen @atu.edu.tr

Geliş/Received: 30.06.2019

Kabul/Accepted:01.07.2019

Özet

Davranışsal finans, kendine ait metodolojisi ve teorisi olan, tarihsel köklerinin 1950'lere uzandığı bilinen ve insan psikolojisinin finansal karar alma sürecine etkisi üzerine araştırmalar yapan bir alandır. Davranışsal finans, karar verici pozisyonundaki kişilerin yalnızca belli bir noktaya kadar rasyonel olabileceği görüşü ile teorilerini geliştirmiş ve bireylerin sadece kar güdüsü ile hareket etmeyip başka güdüler ile de karar alabilecekleri noktasında geleneksel finans teorilerinden ayrılmıştır. Bu çalışma ile davranışsal ve bilişsel psikoloji ile finans bilimlerini bir araya getiren davranışsal finansın, hangi alanlarda rasyonelliği savunan klasik finans teorilerinden farklılaştığını finansal aktörleri etkileyen faktörler ekseninde açıklanmaya çalışılacaktır.

Anahtar Kelimeler: Davranışsal Finans, Geleneksel Finans, Homo Economicus, Yatırımcı Duyarlılığı

Traditional vs. Behavioral Finance: A Historical and Conceptual Framework

Abstract

Behavioral finance is a fully developed discipline that has its own theory base as well as methods and methodology. Its area of research is human psychology on financial decision-making, and it is known that its roots go back as far as the 1950s. Behavioral finance developed theories with the view that people in decision-making positions could only be rational up to a certain point and separated from traditional finance theories in that individuals could not only act with a profit motive but could also make decisions with other motives. This study is an attempt to examine the factors affecting the financial actors in terms of where behavioral finance, which combines behavioral and cognitive psychology and financial sciences, differs from classical finance theories defending rationality.

Keywords: Behavioral Economics, Homo Economicus, Economics, Classical Economics, Neoclassical Economics, Modern Economics

[1] Sorumlu Yazar (Corresponding Author): Gözde Türkmen Müldür, gturkmen@atu.edu.tr

1. Giriş

Geleneksel finans teorileri üzerine araştırmalar yapan bilim adamları, araştırmalarının sonuçlarına ulaşırken, hataya meyilli ve duygusal insan *homosaftiyen* yerine; kusursuz insan türü olan *homoekonomikus*'u temel almaktadırlar. Homoekonomikus rasyonel kararlar alan, ulaşılabilen her tür bilgiye ulaşp, bunları doğru bir şekilde işleyen ve riskli ve olasılıklar barındıran durumlar karşısında beklenen yararı en yüksek olanı tercih eden insan türüdür. Oysaki eşi, çocuğu, patronu veya herhangi bir şekilde insanlığa ait bilgisi olan bir kişi, hiçbir bilim dalında homoekonomikus kavramının doğru sonuçlara ulaştıramayacağını tahmin edebilir. İşte bu noktada davranışsal finans, finansal teorileri oluştururken, merkeze alınan finansal aktörler için daha gerçekçi roller belirlemeye çalışan bir bilim dalı olmaktadır (Bloomfield, 2010, 1).

Bu çalışmanın amacı, davranışsal ve bilişsel psikoloji ile finans bilimlerini bir araya getiren davranışsal finansın, hangi alanlarda rasyonelliği savunan klasik finans teorilerine karşıt görüşler getirdiğini finansal aktörleri etkileyen faktörler ekseninde açıklamaya çalışmaktır. Bu bağlamda çalışmada ilk olarak davranışsal finansın gelişimi, ardından davranışsal finansın temel kavramları, sonrasında davranışsal finansın hangi noktalarda geleneksel finans teorilerine yeni bakış açıları getirdiği ve son olarak da son yıllarda uygulamalı çalışmalarda yer bulan davranışsal finansın temel modellerinden bahsedilecektir.

2. Davranışsal Finansın Gelişimi

Finans biliminde kabul gören iki yaklaşım bulunmaktadır. Bunların ilki tamamen matematiksel olarak kabul gören ve sayısal verilere dayanan karar verme sürecine odaklanan rasyonel insanı temel alan geleneksel yaklaşım ikincisi ise psikolojinin insan davranışlarına olan etkisini karar verme sürecine dâhil eden davranışsal yaklaşımdır (Qawi, 2010, 8). Nitekim psikolojinin finansal karar verme sürecine dâhil edilmesinden de önce iktisat alanında klasik dönemde yapılan çalışmalarda insan psikolojisinin ekonomik davranışlara olan etkilerinden bahsedildiği görülmektedir. Örneğin Adam Smith 1776 yılında yayımlanan “Ulusların Zenginliği” kitabında ekonomik davranışın bencillikle ya da kişisel çıkarlarla beslendiğini ileri sürmüştür. Ardından gelen neo-klasik dönemde ise iktisat ile psikolojinin arası açılmış, homoekonomikus kavramına yoğunlaşmış ve ekonomide psikolojinin önemi John Maynard Keynes ve Irving Fisher gibi birkaç iktisatçının araştırmalarında gelişme alanı bulmaya çalışmıştır. 20.yy'ın ortalarına kadar ise psikoloji iktisadi araştırmalardan tamamen çıkmıştır (Singh, 2010, 2).

İktisat ve psikoloji ilişkisinin o dönemlerde neden bu kadar uzaklaştığı ise iki temel görüşle ilişkilendirilebilir. Bu görüşlerin ilki psikolojinin o dönemlerde yeni yeni ortaya çıkmaya başlaması ve bilimsel kabul edilmemesi, dolayısıyla da hipotezleri test edilemeyen ve bilimsel düzeyde reddedilemeyen psikolojinin iktisada dâhil edilmesiyle iktisat biliminin pozitif olmaktan alıkonulacağı inancının yaygın olmasıdır. Bir diğer yaklaşım ise, yeni yeni ortaya çıkarılan insan davranışlarının görünenden daha karmaşık olduğunun ortaya çıkması ile psikolojinin iktisat biliminin temellerine çok daha fazla değişkenin dâhil edileceğinin düşünülmüş olmasıdır (Angner ve Loewenstein, 2006, 8). Dolayısıyla temelleri 1738 yılında Daniel Bernoulli tarafından atılan “Beklenen Fayda Teorisi” 20.yy'ın ikinci yarısına kadar iktisatçılar tarafından kabul edilen ve “Davranışsal Finans” alanının güçlenmesine kadar geçen süre içerisinde genel kabul görmüş olan teoridir.

İktisat teorisi, deterministik bir dünyada, getirisi götürüsünden büyük olan aktivitelerin insanlar için çekici olacağını ileri sürmektedir. Dolayısıyla dürüst bir oyunun beklenen getirisi, bu oyunun götürüsünden büyükse, çoğu daima aza tercih eden rasyonel insanın bu oyuna katılması beklenmektedir. Oysa insanların genelde bu gibi dürüst oyunlara katılmak istemedikleri gözlenmiştir. İnsanı sonucu belirgin olmayan oyunlara katılmaya motive eden husus, onun kazanma isteğidir. O halde insan, bu isteğiyle orantılı olarak risk alacaktır. Ancak, ortaya konan ödül büyütüldüğünde bile, çoğu insan bu oyunu oynamaktan kaçınacaktır. O halde insanın kazanma isteği ile yüklenmek isteyeceği risk doğrusal bir ilişki içinde değildir. Diğer bir ifade ile verilen kararın tek başına dürüst bir oyunun beklenen değerine bağlı olmadığı görülmektedir. Bu çelişki iktisat literatüründe ilk kez bir matematikçi olan Daniel Bernoulli (1738) tarafından gözlenmiştir. Daha sonra Bernoulli, belirgin olmayan ortamlarda insanın verdiği kararın, sadece ortaya konan ödülün büyüklüğüne değil, bu büyüklükteki ödülün onda yaratacağı faydaya bağlı olacağını ileri sürmüştür. Başka bir ifade ile bir oyunda ortaya konan ödülün beklenen değerinden çok, bu değerinsana ne anlam ifade ettiği

onun davranışlarını belirleyen bir motivasyon olarak ortaya çıkmaktadır. Bernoulli bu şekilde marjinal faydayı sayısallaştırmıştır (Abaan, 2002, 80).

İlk olarak 1738’de Bernoulli tarafından ortaya atılan “Beklenen Fayda Teorisi” risk altında verilen kararların analizini inceleyen bir teoridir. Bu teoriye göre duygulardan yoksun olarak hareket eden rasyonel insan, riskli ve belirsizlik taşıyan fırsatlardan, beklenen yararı yüksek olanı tercih etmektedir. Beklenen yarar veya beklenen değer fırsatların faydalarının olasılıkları ile çarpılması sonucunda bulunmaktadır. Dolayısıyla beklenen fayda teorisi, özünde, beklenen faydanın maksimize edilmesi ilkesine dayanmaktadır. Teori insanların maddi çıkarları doğrultusunda hareket ettiklerini, ekonomik kararlarının arkasında rasyonellik ve beklenen faydanın maksimize edilmesi ilkelerinin yattığı ileri sürmektedir. Bu bağlamda makul ve mantıklı insanlardan, beklenen fayda teorisinin ilke ve varsayımları doğrultusunda hareket etmeleri beklenmektedir. Rasyonel ya da mantıklı karardan kasıt ise, alıcıların servetlerini maksimize edecek seçeneği tercih etme eğilimleridir. Teori, aynı zamanda, bireylerin riski sevmeyen ve riskten kaçan bir yapıya da sahip olduklarını varsaymaktadır (Mongin, 1997,1).

20.yy ikinci yarısında ise pozitivist yaklaşıma karşı eleştirel yazıların hedefi olan “Beklenen Fayda Teorisi”; George Katona, Harvey Leibenstein, Tibor Scitovsky ve Herbert Simon gibi bilim adamlarının kitaplarında ve yayımladıkları makalelerde eleştirilmiş; ardından karar verme sürecinde psikolojik etkilerin önemine de dikkat çekilmeye başlanmıştır. Markovitz’in (1952) ve Strotz (1955)’un çalışmaları beklenen faydanın anomalilerini ortaya koyan temel çalışmaların başında gelmektedir. 1960’ların başında psikoloji alanında da bilişsel yaklaşımın geçerlilik kazanması ve insan beyninin karar alma sürecindeki temel araç olduğunun ortaya çıkarılması ile iktisat ve finans alanlarındaki çalışmalarda göz ardı edilen hafıza ve problem çözme gibi kavramlar yeni çalışmalarda yer edinmişlerdir. Bu yeni gelişmeler ile birlikte Ward Edwards, Duncan Luce, Amos Tversky ve Daniel Kahneman gibi psikologlar çalışmalarında ekonomik modelleri incelemeye başlamışlardır (Camerer ve Loewenstein, 2002, 5).

Bu çalışmaların arasında en dikkat çekici olanı şüphesiz Kahneman ve Tversky’ye (1979) aittir. Kahneman ve Tversky çalışmalarında bireylerin karar alma süreçlerinde istatistiksel olasılıklardan saparak, karar alma süreçlerinde hevestik kısa yollar oluşturduklarını ileri sürmüş aynı zamanda beklenen fayda teorisinin ihlallerini açıklamışlardır. Araştırmacılar insanın belirsizlik ve risk içeren durumlarda mantıklı davranamayabileceğini ileri sürmüş ve insanı homoekonomikus’la sınırlayan varsayımları temel alan teorileri sorgulanır duruma getirmişlerdir. Kahneman ve Tversky’ye ait “Beklenti Teorisi’nin” temel çıkarımı bireylerin riskten kaçınma eğilimlerinin fazla olduğudur. Araştırmacılara göre bireylerin, ekonomik alanda aldıkları kararlar değerlendirildiğinde, riskten kaçınma eğiliminin ağır basmasıyla birlikte irrasyonel kararlar verebilecekleri ortaya çıkmaktadır. Bireylerin alacakları risk, sonuçta elde edecekleri kazancın çok altında olsa dahi riskten kaçınma eğiliminin ağır basmasıyla birlikte karar verici risk almaktan kaçınarak, büyük bir kazancı geri çevirebilecektir.

Finans alanında her ne kadar 1950’li yıllarda davranışsal yaklaşımda Allais (1953) ve Ellsberg (1961) gibi öncülerin yol gösterdiği kabul edilse de; Kahneman ve Tversky (1979) ile birlikte karar alma sürecinin iktisat ve finans alanlarında uygulanabilirliği anlaşılmış ve geleneksel finansın alt yapısını oluşturan beklenen fayda teorisinin yerini beklenti teorisi almıştır. Bu tarihten sonra davranışsal finans alanına Shiller (1981), DeLong, Shleifer, Summers ve Waldman (1990), Lewin (1996), DeBont ve Thaler (1995), Camerer ve Loewenstein (2002), Shefrin (2002), Shleifer (2002), Zweig (2004) önemli çalışmalar yaparak katkıda bulunmuş ve geleneksel finansın açıklayamadığı noktalarda ortaya koydukları modellerle yatırımcı davranışlarını açıklamaya çalışmışlardır.

Shefrin (2002) kitabında Amerika Finans Birliğinin başkanı olarak Fisher Black’in davranışsal finans alanının gelişmesini desteklediğini ve 1984 yılındaki yıllık toplantılarının bu temaya ithaf ettiğini yazmıştır. 1985 yılında ise finans alanındaki en prestijli dergilerden biri olan “Journal of Finance” beklenti teorisinin piyasa fiyatları üzerine etkisini araştıran iki farklı çalışmaya (Shefrin ve Statman 1985; DeBont ve Thaler 1985) yer vermiştir. Ardından 1986 yılında Chicago Üniversitesinde ilk defa konu ile ilgili bir sempozyum yapılmış ve sosyal bilimciler çalışmalarını tartışma fırsatı bulmuşlardır. 1997’de alanında en prestijli dergilerden biri olan “Journal of Economics” davranışsal finans konusu için özel bir sayı hazırlamıştır. 2002 yılında Daniel Kahneman ve Vernon Smith “Davranışsal ve Deneysel İktisadın Temelleri- Foundations of Behavioral and Experimental Economics” isimli çalışmalarıyla Nobel ödülünün sahibi olmuşlardır. Thaler’in (1999) çalışmasında “Yakın gelecekte davranışsal finans kavramı tarih olacaktır çünkü başka hangi finans dalı olabilir ki diye soruyor olacağız?” diye sorması ise davranışsal finans alanının hızla gelişmesine dikkat çekmesi açısından güzel bir örnek teşkil etmektedir.

3. Davranışsal Finansın Yapı Taşları

Davranışsal Finans Teorileri iki temel yapı taşı üzerinde yükselmektedir. Bunların ilki “Limitli Arbitraj Teorisi”, ikincisi ise bilişsel psikolojinin temellerine dayanan “Yatırımcı duyarlılığıdır” (Ritter, 2002; Schleifer, 2003; Singh, 2010; Jain, 2012).

Etkin piyasaların varlığını ve rasyonel yatırımcıyı temel alarak tezlerini oluşturan klasik finans teorisi, yatırım yapmak gibi belirsizlik ve risk içeren durumlarda, bireylerin ortaya çıkan en iyi risk/getiri tercihlerini seçtiğini öngörmektedir. Hâlbuki son yıllarda yapılan uygulamalı çalışmalar (Merton, 1985; Schiller, 1989; Shleifer ve Summers, 1990; Baigent ve Acar, 2000) arbitrajın riskli ve sınırlı olduğunu; dolayısıyla da piyasalarda etkinliğin tam olarak işleyemeyeceğini ortaya koymuştur. Bu bağlamda klasik finans teorileri özellikle hisse senedi getirilerini açıklamakta yetersiz kalmaktadır. Bireylerin en doğru hesaplamaları yapmak yerine, duygularından etkilenebildikleri araştırılmaya başlanmıştır. Bu sebeple finansal piyasalarda menkul kıymetlerle ilgili fiyatların oluşumunda, ekonomik ve işletmeye özgü faktörlerin yanında, yatırımcıların karar verme sürecine etki eden psikolojik faktörler de dikkate alınmaya başlanmıştır (Baker ve Wurgler, 2007,129).

3.1. Limitli Arbitraj Teorisi

Fama (1970) etkin piyasayı menkul kıymet fiyatlarının ulaşılabilir bilgilerin tümünü her zaman yansıtan piyasalar olarak tanımlamış ve etkin piyasa hipotezine göre piyasada mevcut ulaşılabilir bilgilere dayanarak, beklenen getiri ya da kar eşitliğinden daha fazla bir getiri ya da kar elde edilmesinin mümkün olmadığını ileri sürmüştür. Genel olarak Etkin Piyasa Hipotezi (EMH) teoride üç temel görüş üzerinde şekillenmektedir. Bunların ilki; yatırımcıların rasyonel olduğu ve menkul kıymetlerin rasyonel olarak değerlendirildiği, ikincisi; bazı yatırımcıların rasyonel olmadığı durumlarda dahi, yapılan işlemlerin birbirinin etkisini yok edip fiyatlara yansımayacağı, sonuncusu ise; rasyonel olmayan işlemlerin, birbirini elimine etmese bile, piyasadaki rasyonel yatırımcının menkul kıymet fiyatlarını olması gereken seviyede tutacağıdır. EMH'nin uygulamada dayandığı varsayımlar ise; bir menkul kıymetle ilgili herhangi bir bilginin piyasaya ulaşmasıyla, menkul kıymetin fiyatının anında değişeceği ve bu değişimin haberin niteliğine göre doğru fiyatlandığı ile menkul kıymetin fiyatının, temel değerini değiştirecek bir bilgi olmadıkça, değişmemesi gerektiğidir (Shleifer, 2003, 4).

EMH'nin teorik ve ampirik varsayımları zaman içerisinde eleştirilmiş ve eleştirilmeye devam edilmektedir. Black (1986), yatırımcıların bilgi ile değil söylenti ile yatırım yaptıklarını diğer bir ifade ile yatırımcıların, finansal guruları takip edip, çeşitlendirme yapmadıkları, kazanan hisse senetlerini satıp, kaybedenleri tutmaya meyilli oldukları, çok fazla alım satım yaparak portföylerini karıştırdıklarını, yüksek komisyon giderleri ile çalışan yatırım fonlarına yatırım yaptıklarını, hisse senetlerinde belirli bir kalıp aradıklarını ve piyasada kullanılan popüler yöntemler ile ek getiri elde etmeyi hedeflediklerini ileri sürmüştür. Black (1986) bu şekilde, bilgiye değil de söylentiye bağlı olarak işlem yapan yatırımcıyı da söylenti taciri olarak adlandırmıştır (Black, 1986, 529).

EMH'de yatırımcıların rasyonel olduğu, olmasalar bile alım satım işlemleri arasında korelasyon olmadığı ve dolayısıyla işlemlerin birbirinin etkisini yok ederek fiyat seviyelerini değiştirmeyeceği varsayılmıştır. Oysaki Shiller (1984) çalışmasında yatırımcıların, psikolojik faktörlerin etkisine rastgele maruz kalmadıklarını, rasyonaliteden sapmalarının genellikle aynı doğrultuda olduğunu ileri sürmüştür. Bu durumda fiyatlarda değişime sebep olabilen gürültü tacirleri, etkin piyasaların varlığında, kararlarını bilgi ve mantığa dayalı alan yatırımcılar yani arbitrajcılar tarafından elimine edileceklerdir. Fakat EMH'nin en önemli eleştirilerinden biri, varsayımlarda yer aldığı gibi risksiz alım satım yapılan iki menkul kıymet arasında tam ikamenin var olamayacağı bu yüzden arbitrajında risksiz olmayacağı ve bir limiti olacağıdır. Gerçek hayatta türev araçlar dışında, risk üstlenilmeden arbitraj yapma olanağı, o menkul kıymetin tam ikamesi bulunmadığından mümkün olmamaktadır. Dolayısıyla menkul kıymet fiyatlarını temel değerine yaklaştıracığı düşünülen arbitrajcılarının da, bu işlevleri sınırlanmaktadır (Shiller, 1984, 24).

Piyasada birbirine tam ikame olabilecek varlıklar bulunmadığı müddetçe, her ne kadar nakit akışları, yer aldıkları sektörler vs. özellikleri açısından birbirine benzeyen şirketler mevcut olsa bile, arbitraj işlemlerinde her hâlükârda iki farklı risk kaynağı bulunmaktadır. Bunların ilki temel risktir. Piyasada aşırı değerlendirilen bir menkul kıymeti satan ve yerine ona benzer doğru fiyatlanmış bir menkul kıymeti alan bir arbitrajcı, sattığı varlığa ait herhangi beklenmeyen bir haberle karşılaşabilir ve fiyat değişimlerinin kendi tahminleri yönünde olmadığı sonucu ile karşı karşıya kalabilir. Bir diğer ve daha önemli risk kaynağı ise, piyasada birbirine tam ikamesi olan menkul kıymetlerin var olması durumunda

karşılaşılması olası bir risk kaynağı olan söylenti tacirleri riskidir. Bu risk; en basit tanımı ile söylenti tacirleri tarafından yanlış fiyatlanan bir varlığın yanlış fiyatlanmaya devam etmesi riskidir. Örnek vermek gerekirse, rasyonel yatırımcı, söylenti tacirleri tarafından aşırı değerlendirilen bir varlığı satın, tam ikamesi olan ve doğru fiyatlanmış olan bir diğer varlığı alacaktır. Aşırı değerli varlık, söylenti tacirlerinin alımları sebebiyle, temel değerinde bir değişiklik olmadığı halde, aşırı değerlendirilmeye devam ederse, rasyonel yatırımcı para kaybedecektir. Sonuç olarak piyasanın etkinliğinin arbitraj varsayımına dayanması sebebiyle, kısa vadeli yatırım ufku olan ve riskten kaçınan arbitrajcıların da, arbitraj işlemlerinin her durumda riskli ve sınırlı olması sebebiyle varlık fiyatlarını temel değerlerine yaklaştıran ve piyasaları etkinleştiren işlevinin doğru işlemeyeceği, EMH'ye getirilen eleştirilerin önemli noktalarından biridir (Shleifer, 2003, 48).

Dolayısıyla arbitrajın riskli ve sınırlı olması sebebi ile piyasaların etkinliği tam olarak işlemez ve rasyonel olmayan yatırımcının bu sayede varlıkların temel değerlerinde sapmalara yol açması muhtemeldir. Fakat bu sapmaların modellenebilmesi için, sapmaların yapısı ile ilgili sağlam kanıtlar ortaya konulmak durumundadır. Bu aşamada insan ve grup davranışlarının tercihler üzerindeki etkisini anlayabilmek için, bilişsel psikolojinin deneylerle ortaya konmuş kanıtlarından faydalanmak gerekmektedir. Sonuç olarak davranışsal finansın ikinci temeli psikoloji ile ilgilidir.

3.2. Yatırımcı Duyarlılığı

Arbitrajın limitli olması sebebi ile piyasaların etkinliğinin tam olarak işlemediği ortaya konmuştur. Fakat hangi form etkinliğin geçerli olacağı sadece arbitrajın limitli olduğunu bilerek öğrenilemez. Bu durumda davranışsal finansın ikinci temeli olan yatırımcı duyarlılığına ihtiyaç vardır. Yatırımcı duyarlılığı ile yatırımcıların gerçek dünyada inançlarını nasıl oluşturduklarını ve bu sayede yatırım kararlarını alırken hangi değerlerle karar verebildikleri ortaya çıkarılabilir. Sınırlı arbitraj ile birlikte yatırımcı duyarlılığı teorileri menkul kıymet fiyatlarının ve getirilerinin tahmin edilmesine yardımcı olabilmektedir (Shleifer, 2003, 24).

Yatırımcı duyarlılığı genel olarak gelecekteki nakit akışları ve/veya riske ilişkin objektif bilgi tarafından biçimlendirilmeyen beklentiler şeklinde tanımlanabilmektedir. Objektif olmayan, bu nedenle de rasyonel yatırımcının dikkate almadığı bilgi tarafından oluşturulan toplumsal beklentiler şeklinde ortaya çıkan yatırımcı duyarlılığı, hisse senedi fiyatlamasında belirleyici faktörlerden biri olmaktadır (Baker ve Wurgler, 2006, 129).

Black (1986) ilk kez gürültü kavramı üzerine kapsamlı bir çalışma yaptığında, bu kavramı bilginin karşısında yer alan her şey olarak tanımlamış ve gürültünün likit piyasalar için bir gereklilik olduğunu vurgulamıştır. Gürültüye dayalı işlem yapan söylenti tacirlerinin yokluğunda, yatırımcılar yalnızca yatırım ortaklıkları hisselerine ya da endeks üzerine yazılan türev araçlara yönelecek, bireysel şirketlerin hisse senetlerini alıp satmak için nedenleri olmayacaktır. Gerçekten doğru bir bilgiye dayalı bir işlem gerçekleştiriyorsanız ve işlemin diğer tarafındaki tacirin de doğru bilgiye sahip olabileceği ihtimali varsa, bu işlemi hala yapmak için risk almak mantıklı bir davranış olmayabilir. Sonuçta bireysel hisse senetleri fiyatlanmadığı için endeks üzerine yazılacak bir türev de olmayacaktır. Black'e göre gürültü, finansal piyasaların varlığını sürdürmesini sağlayan fakat aynı zamanda bu piyasalarla ilgili gözlemlerimizi de yanıltan bir çelişkidir. Piyasada söylenti tacirlerinin varlığı arttıkça, bilgi ile işlem yapan yatırımcılar da daha fazla işlem yapacak fakat yine de fiyatlar etkin seviyeye gelemeyecektir. Bunun temelde iki sebebi vardır. Bu sebeplerin ilki, rasyonel yatırımcının büyük miktarları riske etmek istememesi ve daha da önemlisi sahip olduğu bilginin gerçekten fiyatlara yansıyor yansımadığından yani o bilginin gürültüye dönüp dönmediğinden emin olamamasıdır (Black, 1986, 529).

Bilgi yerine gürültüyü temel almak, mevcut bilgiye olması gerekenden az veya çok tepki geliştirmek şeklindeki duygusal davranışlar söz konusu etkenler için örnek oluşturmaktadır. Bu tip duygusal davranışların temelinde yatırımcı duyarlılığı bulunmaktadır. Yatırımcı duyarlılığı sistematik bir yapıya kavuştuğunda hisse senedi piyasaları için dikkate alınması gereken yeni bir risk kaynağı haline gelmektedir (Olgaç ve Temizel, 2008).

4. Geleneksel Finans Teorilerine İtirazlar

Finans yazını, bazı temel ve sarsılmaz paradigmalara sahiptir. Bu paradigmalara; beklenen getiri ve riske dayalı portföy yönetimi, Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli gibi (SVFM) gibi risk temelli varlık fiyatlama modelleri, endeks modelleri olarak adlandırılan diğer varlık fiyatlama modelleri ve etkin piyasalar hipotezidir. Tüm bu teorilerin dayanak noktasını ise rasyonel yatırımcı oluşturmaktadır. Her ne kadar bu yaklaşımlar finans alanını ilerletmiş ve güçlendirmiş

olsa da, bu teorilerle ilgili eksikliklerin olduğu da ortadadır. Örneğin geleneksel finans teorileri hala bireysel yatırımcıların neden yatırım yaptıklarını, neye dayanarak portföylerini oluşturduklarını ve neden hala hisse senetleri getirilerinde riskten bağımsız olarak oynaklıklar yaşandığını cevaplayamamaktadır (Subrahmanyam, 2007, 12). Bu bağlamda çalışmanın bu bölümünde temel olarak bu teoriler ve davranışsal finansın bu teorilere karşı ortaya koyduğu görüşler incelenecektir.

Beklenen getiri kavramı daha önce de açıklandığı üzere 1738'de Bernoulli'nin temellerini attığı "Beklenen Fayda Teorisinde" açıklanan bir kavramdır. Bu teoriye göre duygularından yoksun olarak hareket eden rasyonel insan, riskli ve belirsizlik taşıyan fırsatlardan beklenen yararı yüksek olanı tercih eder (Mongin, 1997, 345). Karar verici konumundaki bireylerin seçimlerini belirlerken gereken bilginin tamamını zihinsel işlemde geçirememesi psikoloji kökenli itirazların temelini oluşturur. Bilişsel uyumsuzluk teorisine göre, birey yaptığı veya düşündüğü bir şeyle çelişmemek için kendini bilinçsiz bir şekilde o şey doğrultusunda düşünmeye ve davranmaya yöneltir. Yani inançlara olan güven, bu inançların yanlış olduğu bilinse dahi, kararları etkileme eğilimi içerisindedir. Bu da rasyonel insan değerlendirmesiyle örtüşmemektedir.

Bu noktada davranışsal finansın en temel çalışmalarından biri olan Kahneman ve Tversky'nin (1979) çalışmaları, beklenen fayda teorisinin karşısına beklenti teorisini geliştirmiştir. Bu yeni teoride, beklenen fayda teorisindeki olasılıklar yerine karar ağırlıkları yer almıştır. Bu teoride bireylerin karar ağırlıkları; olasılıklara biçilen değerlerdeki hataları, özel neticelerin durumu ve belirsizlikleri de kapsamaktadır. Dolayısıyla her konuda belirleyici rol oynayan insan duygularının göz ardı edilmesi ve hisse senetlerinin fiyatlarının oluşmasında etkili olmadığı görüşünün doğruluğu da tartışılmaya açılmıştır. Kahneman ve Tversky Beklenti Teorisi olarak adlandırılan bu teori kendisini izleyen ve yatırımcı psikolojisi ile hisse senedi fiyatlarının tahmin edilebilirliği arasında ilişkiyi inceleyen pek çok çalışma için gerekli altyapıyı teşkil etmiştir.

Modern Portföy Teorisini geliştiren Markowitz (1952), bir menkul kıymetin değerinin, söz konusu menkul kıymetin beklenen getirilerine, getirilerin standart sapmasına ve portföydeki diğer menkul kıymetlerle ilişkisine göre belirlenebileceğini ortaya koyarak finans dünyasında büyük bir değişime neden olmuştur. Modern Portföy Teorisi, eldeki varlıkların tek tek riski yerine genel olarak portföyün riskiyle ilgilenir. Değerleme yapılırken dikkat edilmesi gereken husus portföye alınacak varlığın, portföyün genel riskini nasıl değiştireceğidir. Modern portföy teorisinin kabul ettiği en temel varsayım ise, yatırımcıların rasyonel olduğu ve faydalarını maksimize etmeyi amaçladıklarıdır.

Markowitz'in çalışmasının ardından, Sharpe (1964), Lintner (1965) ve Mossin (1966) tarafından SVFM geliştirilmiştir. SVFM, bir menkul kıymetin beklenen getirisini, sistematik riskinin fonksiyonu olarak ifade etmektedir. Her modelde olduğu gibi, SVFM modeli de belirli varsayımlardan hareket eder. Bu varsayımlar, Sharpe tarafından ortaya konmuştur. Modelin temel varsayımı yatırımcıların yatırımlarını sadece portföyün beklenen getirisini ve varyansını gözönünde bulundurarak yaptıkları; ayrıca, bütün yatırımcıların riskten kaçındıkları ve dönem sonundaki servetlerinden bekledikleri faydayı en çoklamayı amaçlamakta olduklarıdır.

Ancak SVFM'nin yeterliliğini ve uygulanabilirliğini araştıran pek çok çalışma bu konuda olumsuz sonuçlar elde edince, gerek SVFM'nin bazı varsayımlarını değiştirme ve gerekse yeni varlık fiyatlama modelleri geliştirme konusunda önemli çalışmalar gerçekleştirilmişse de; oluşan fiyat anomalileri modelin kendisi tarafından açıklanamamıştır. Halen birçok çalışma davranışsal temelli varlık fiyatlama modelleri geliştirmeye çalışsa da henüz böyle bir teori ortaya konulamamıştır (Singh, 2010, 7).

Etkin piyasa hipotezi ilk kez Eugene Fama (1970) tarafından ortaya konulmuştur. Fama (1970) etkin piyasayı menkul kıymet fiyatlarının ulaşılabilir bilgilerin tümünü her zaman yansıtan piyasalar olarak tanımlamış ve etkin piyasa hipotezine göre piyasada mevcut ulaşılabilir bilgilere dayanarak, beklenen getiri ya da kar eşitliğinden daha fazla bir getiri ya da kar edilmesinin mümkün olmadığını ileri sürmüştür. EMH'de yatırımcıların rasyonel olduğu, olmasalar bile alım satım işlemleri arasında korelasyon olmadığı ve dolayısıyla işlemlerin birbirinin etkisini yok ederek fiyat seviyelerini değiştirmeyeceği varsayılmıştır. Oysaki Shiller (1984) çalışmasında yatırımcıların, psikolojik faktörlerin etkisine rastgele maruz kalmadıklarını, rasyonaliteden sapmaların genellikle aynı doğrultuda olduğunu ileri sürmüştür. Bu durumda fiyatlarda değişime sebep olabilen söylenti tacirleri, etkin piyasaların varlığında, kararlarını bilgi ve mantığa dayalı alan yatırımcılar yani arbitrajcılar tarafından elimine edileceklerdir. Fakat EMH'nin en önemli eleştirilerinden biri, varsayımlarda yer aldığı gibi risksiz alım satım yapılan iki menkul kıymet arasında tam ikamenin

var olamayacağı bu yüzden arbitrajında risksiz olmayacağı ve bir limiti olacağıdır. Dolayısıyla menkul kıymet fiyatlarını temel değerine yaklaştıracığı düşünülen arbitrajcıların da, bu işlevleri sınırlanmaktadır (Shiller, 1984, 24).

5. Sonuç

Bilişsel psikolojide yaşanan gelişmelerin, iktisat alanındaki teorilere getirilen eleştirilerle birleşmesi sonucunda hem akademik dünyada hem de uygulamada bilim adamları tarafından kabul gören yeni bir alanın doğuşu mümkün olmuştur. Bu alan davranışsal finanstır. Davranışsal finans yazını 80'li yıllardan itibaren hızla gelişmekte olsa da, alanda hala incelenmesi gereken oldukça fazla soru bulunmaktadır. Örneğin bilişsel önyargıların fiyatların oluşumuna etki eden pazar yapıcılarının üzerindeki etkilerinin ne olduğu veya şirket yöneticilerinin profillerinin incelenerek yönettikleri şirketlerde alabilecekleri birleşme, ayrılma, yeni ihraçlar gibi konulardaki finansal kararların önceden modellenmesi konularında henüz çalışmalara rastlanmamaktadır. Bununla birlikte henüz bu alanda hala geçerli, sağlam temellere dayanan ve sosyoloji, psikoloji ve finansal ekonomi ile birleşen temel bir davranışsal finans modeli de geliştirilememiştir. Bu bağlamda yatırımcı duyarlılığının temelini ve sınırlarının daha fazla araştırılması, hem sermaye maliyetinin düşürülmesi açısından hem de piyasaların riskini ölçmekte kullanılan beta katsayısının yeterliliği açısından, finansal teorinin gelişmesi açısından büyük önem arz etmektedir.

Bu çalışmada da davranışsal finans alanının kısa tarihinden bahsedildikten sonra, davranışsal finansın temel kavramları ve ardından geleneksel finans teorisine karşı geliştirilen görüşler incelenmiştir. Alan özellikle bireyin karar alma sürecine odaklandığı için oldukça zor ve karmaşık bir yapıya bürünmektedir. Henüz daha insan beyninin süreçlerinden tamamen haberdar olmayan psikoloji biliminden faydalanan davranışsal finans alanının ilerideki yıllarda daha büyük gelişmelere açık olduğu ortadadır. Bir tarafta akademi dünyası bir tarafta finansal piyasalarda işlem yapan yatırımcılar bu alandaki gelişmeleri yakından takip etmektedirler. Bu bağlamda konu ile ilgili yapılacak uygulamalı çalışmaların sayısının önümüzdeki dönemlerde daha da artması beklenmektedir.

KAYNAKÇA

- Abaan, E. D., Teorisi, F., & Seçimler, R. (2002). TCMB Tartışma Tebliği No: 2002/3.
- Allais, M. (1953). Généralisation des théories de l'équilibre économique général et du rendement social au cas du risque. *Econometrie, Colloques Internationaux du Centre National de la Recherche Scientifique*, 11, 81-120.
- Angner, E., & Loewenstein, G. (2006). Behavioral economics. *Handbook of the philosophy of science: Philosophy of economic*, 641-690.
- Baigent, G. G., & Acar, W. (2000). The new economy creed: A case of thought contagion. *The Journal of Psychology and Financial Markets*, 1(3-4), 193-199.
- Baker, M. & Wurgler, J. (2007). Investor Sentiment in the Stock Market. *Journal of Economic Perspectives*. 21(2): 129–151
- Baker, M., & Wurgler, J. (2006). Investor Sentiment and the Cross-Section of Stock Returns. *The Journal Of Finance*, 61(4): 1645-1680.
- Black, F. (1986). Noise. *Journal of Finance*. 41(3): 529-543
- Bloomfield, R. (2010). Traditional versus behavioral finance. *Behavioral Finance—Investors, Corporations, and Markets*, 23-38.
- Camerer, C. F., & Loewenstein, G. (2003). Behavioral economics: Past, present, future.
- Camerer, C.F., & Loewenstein, G. (2002). Behavioral Economics: Past, Present,Future; Advances in Behavioral Economics. *Carnegie-Mellon University Working Paper*.
- De Long, J. B., Shleifer, A., Summers, L., & Waldmann, R. (1990). Noise Trader Risk in Financial Markets. *Journal of Political Economy*. 98:703-738.
- DeBondt, W. F., & Thaler, R. (1985). Does The Stock Market Overreact?. *The Journal of finance*. 40(3): 793-805.
- Ellsberg, D. (1961). Risk, ambiguity, and the Savage axioms. *The quarterly journal of economics*, 643-669.
- Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets: A Review Of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*. 25(2): 383-417.
- Jain, V. (2012). An Insight into Behavioral Finance Models, Efficient Market Hypothesis and Its Anomalies. *Journal Of Arts, Science And Commerce*. 3(3): 16-25
- Kahneman, D. & Tversky A. (1979). *Prospect theory: an analysis of decision under risk*, 263-292.
- Lewin, S. (1996). Economics and Psychology: Lessons for Our Own Day from the Early Twentieth Century. *Journal of Economic Literature*. 34(3): 1293-1323.
- Lintner, J. (1965). The Valuation of Risk Assets and The Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *The review of economics and statistics*, 13-37.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*. 7(1): 77-91
- Merton, R.C. (1985). "On the Current State of the Stock Market Rationality Hypothesis", *Italian-American Conference Working Paper*. No:1717-85, 1-49

- Mongin, P. (1997). Expected Utility Theory, Handbook of Economic Methodology. 342-350
https://studies2.hec.fr/jahia/webdav/site/hec/shared/sites/mongin/acces_anonyme/page%20internet/O12.MonginExpectedHbk97.pdf
- Mongin, P. (1997). Expected utility theory. *Handbook of economic methodology*, 342350.
- Mossin, J. (1966). Equilibrium in a Capital Asset Market. *Econometrica: Journal Of The Econometric Society*, 768-783.
- Olgaç, S. ve Temizel F. (2008). Yatırımcı Duyarlılığı Hisse Senedi Getirileri İlişkisi: Türkiye
- Qawi, R. B. (2010). Behavioral finance: Is investor psyche driving market performance. *IUP Journal of Behavioral Finance*, 7(4), 7-19.
- Ritter, J.R. (2002). Behavioral Finance. *Pacific Finance Journal*. 2(12): 2-12
- Sharpe, W. F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *The journal of finance*, 19(3): 425-442.
- Shefrin, H. (2002). Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing. *Oxford University Press, Oxford*.
- Shefrin, H., & Statman, M. (1985). The disposition to sell winners too early and ride losers too long: Theory and evidence. *The Journal of finance*, 40(3), 777-790.
- Shiller, R. J. (1984). Stock Prices and Social Dynamics, *Connecticut: Cowless Foundation Discussion Paper No.719*
- Shiller, R. J. (1989). [Comovements in Stock Prices and Comovements in Dividends](#). *Journal of Finance*. *American Finance Association*. 44(3): 719-29.
- Shiller, R.J.(1981)" Do Stock Prices Move too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends?“. *American Economic Review*, 71:3, 421-736.
- Shleifer, A. (2003). Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance. *New York: Oxford University Press*.
- Shleifer, A., & Summers, L. H. (1990). The noise trader approach to finance. *Journal of Economic perspectives*, 4(2), 19-33.
- Singh, R. (2010). BEHAVIOURAL FINANCE STUDIES: EMERGENCE AND DEVELOPMENTS. *Journal of Contemporary Management Research*, 4(2).
- Subrahmanyam, A. (2007). Behavioral Finance: A Review and Synthesis. *European Financial Management*. 14(1): 12-29.
- Zweig, J. (2004, April). Lessons and Ideas from Benjamin Graham. In *AIMR Conference Proceedings* (Vol. 2004, No. 3, pp. 9-17). Association for Investment Management and Research.