



DAVRANIŞSAL FİNANS AÇISINDAN YATIRIMCILARIN KARARLARININ İNCELENMESİ

Behavioral Finance In Terms Of The Evaluation Of The Decisions Of The Investors

Öğr.Gör. Işık AKIN

İstanbul Gelişim Üniversitesi, Meslek Yüksekokulu, iakin@gelisim.edu.tr, İstanbul/Türkiye

Akin, I. (2017). "Davranışsal Finans Açısından Yatırımcıların Kararlarının İncelenmesi", Vol:3, Issue:15; pp:11-21
(ISSN:2149-8598)

ARTICLE INFO

Article History

Makale Geliş Tarihi

Article Arrival Date

08/08/2017

Makale Yayın Kabul Tarihi

The Published Rel. Date

10/09/2017

Anahtar Kelimeler

Davranışsal Finans, Modeller,
Psikolojik Faktörler, Yatırımcı
Davranışları

Keywords

Behavioral Finance, Modelling,
Psychological Factors, Investor
Behavior

ÖZ

Davranışsal finans, yatırımcıların rasyonel olmayan davranışlarıdır. Bireylerin aldıkları ve alacakları bütün kararlarda kendi çıkarlarını ön planda tutan varlıklar olduğu kabul edilir. Büyük boyutta yaşanan krizler yatırımcıların güvenini sarsmıştır. Bunun sonucu olarak yatırımcıların kararlarını inceleyen yaklaşımlar önem kazanmıştır. Böylece geleneksel finans teorisinin aksine piyasalardaki hareketliliğin her zaman rasyonel sebeplerle açıklanamayacağını savunan davranışsal finans önem kazanmıştır. Bu çalışmanın amacı da yatırımcıların veya bireylerin kararları ile davranışsal finans arasında nasıl bir ilişki olduğunu ortaya çıkarmaktır. Bunun için literatür taraması yöntemi kullanılmıştır. Bu araştırmanın sonucu olarak davranışsal finans ve geleneksel finans birlikte kullanılmalıdır. Yani davranışsal finans tamamlayıcıdır çünkü etkin piyasalar hipotezi yatırımcıların rasyonel olmasını öngörür ve yatırımcıyı bir nevi makineleştirir. Davranışsal finans aynı zamanda insanların finansal ortamlarda nasıl davrandıkları ile ilgilendir. Bununla birlikte davranışsal finans çok yeni bir alan ve daha fazla çalışmaya ihtiyacı vardır. Davranışsal finans, etkin piyasalar hipotezinin tamamlayıcısı olarak kullanıldığında başta krizler olmak üzere birçok probleme çözüm ortaya koyacaktır.

ABSTRACT

Behavioral finance is investors' irrational behavior. It is accepted that, all the decisions taken or will be taken by the investors include their own interests. Large sized crises has shaken the confidence of investors. As a result of this situation and tendency of investors, examining the decisions of investors approach has gained importance. Thus, behavioral finance theory which claims that market mobility can not be explained by traditional financial theory has gained importance. The aim of this study was to explore the relationship between the decisions of investors or individuals and behavioral finance. The methodology of this research is literature review. The results of this research indicate that, behavioral finance and traditional finance must be used together. That is because behavioral finance is complementary as the efficient markets hypothesis claims that investors and traders must be rational. By doing this efficient market theory sees investors as machine like beings. Behavioral finance is also concerned with people's behavior in the financial environment. However, behavioral finance is a new area and needs a lot more research. When the behavioral finance is used as a complementary to efficient markets, it will reveal the solution to many problems, including crises.

1. GİRİŞ

İktisat biliminin en temel dayanak noktası yatırımcıların rasyonel oldukları ve bu çerçevede hareket ettikleridir. Yaklaşık 1970'lerden beri finans da insanların rasyonel davrandıklarını göz önüne alarak hareket etmektedir. Bundan dolayı da insanların kendileri için en iyiyi seçtiklerini varsayarak bazı güçlü araçlar üretmişlerdir. Sermaye varlıklarını fiyatlama modeli (CAPM), Arbitraj fiyatlama modeli ve opsiyon fiyatlaması gibi modellerle risk ve getiriler değerlendirilmiştir (Ateş, 2007: s.4-12). Bunun yanı sıra son 20 yıldır davranışsal finansa olan ilgi artmıştır. Bu ilginin artmasının sebebi ise 1997 yılında Asya'da yaşanan kriz, ABD'de 2000'li yıllarda yaşanan teknoloji ve dot.com olarak isimlendirilen şirket hisselerindeki çöküşler, day-trader denilen günlük alım satım yapan bireysel yatırımcıların artması ve internet üzerinden online yatırımların artması gibi faktörler gösterilebilir (Korkmaz ve Ceylan, 2006: s. 609).

2001 yılında meydana gelen krizde başta ABD olmak üzere, dünyanın birçok finansal piyasasında meydana gelen çöküş, yatırımcıların güvenini sarsmıştır. Ayrıca yatırımcılar iyi

giden her şeyin ardından bir felaket beklemeye başlamışlardır. Bundan dolayı, borsa hareketlerini ve yatırımcıların kararlarını inceleyen yaklaşımlara ilgi iyice artmıştır. Böylece, geleneksel finans yaklaşımlarının tersine, yatırımcıların rasyonel karar veren kişilerden oluşmadığı, bundan dolayı piyasalardaki hareketliliklerin her zaman rasyonel sebeplerle açıklanamayacağını savunan davranışsal finans önem kazanmıştır. Kısacası, davranışsal finans, finansal piyasalarda ve finansal kararlarda psikolojinin nasıl etkili olduğunu araştırmaktadır. Bununla birlikte psikologların ekonomiye olan ilgilerinin artması ile davranışsal finans gelişmeye başlamıştır.(Korkmaz ve Ceylan, 2006: s. 609-610).

Bu çalışmanın amacı da yeni bir alan olan davranışsal finansın, finansal piyasalardaki ve yatırımcıların kararlarındaki etkilerini araştırmaktır. Bunun için öncelikle davranışsal finansın gelişimi, önemi ve amaçlarına değinilmiştir. Ardından sırası ile davranışsal finans ve psikolojik faktörler, finansal yatırımlar için karar modelleri, davranışsal finans modelleri, davranışsal finans alanının da yapılmış olan çalışmaların değerlendirilmesi ve sonuç kısımları bu çalışmayı oluşturmuştur.

2. DAVRANIŞSAL FINANS

Bu kısımda davranışsal finansın tarihsel gelişimi, önemi ve amaçlarından bahsedilmiştir.

2.1. Tarihsel Gelişim ve Önemi

Davranışsal finansın tarihsel gelişimine baktığımızda Adam Smith'in kitabı olan Ahlaki Düşünce Kuramı'nda insan psikolojisine vurgu yapmaktadır. Bu vurgu günümüzde davranışsal finans tarafından geliştirilmiştir. Adam Smith'e göre insan iyi durumdan kötü duruma geçince acı çekmektedir. Daha sonra kötü durumdan iyi durumu geçince mutlu olmaktadır. Bu durum zarar etme olasılığı nedeniyle riske girmeme durumunu açıklamaktadır. Aynı dönemde, neoklasik ekonomiye önemli katkılar sağlayan Jeremy Bentham ise yararın psikolojik boyutu hakkında çalışmalar yapmıştır (Ateş, 2007: s.47).

Yaklaşık 30 yıl önce genç bir akademisyen olan Richard Thaler ile bir arkadaşı, görüş mesafesini sıfıra indiren bir kar fırtınası sürerken, New York'a araba kullanarak basketbol maçı izlemeye gitmeyi planlıyorlardı. Ancak kar fırtınası yüzünden gitmeme kararı aldılar. Arkadaşı eğer biletleri alsaydık gitmek zorunda kalacaktık dedi. Thaler doğru ve ilginç diye yanıt verdi. Çünkü ekonomi teorisine göre biletleri önceden almış olmanın kar fırtınasına çıkma yiğitliğini gösterme kararını etkilememesi gerekiyordu. Thaler bu tür olayları biriktirmeye başlamış ve neredeyse tek başına davranışsal finans disiplini kurmuştur (Bernstein, 2005: s.231).

Psikolog Kahneman ise yatırımcıların ekonomik kararlarında akılcı düşünce yerine sezgilerinden yararlandıkları veya olasılık hesapları yerine mantık yolunu tercih ettiklerini kanıtlamıştır. 150 kişiden oluşan bir öğrenci grubuna, 600 ölümcül hasta hakkında seçmeleri için iki tercih vermiştir.

a-) Hastaların tümüne X ilacı verilirse, 200 kişi kesinlikle kurtulacaktır.

b-) Hastaları tümüne Y ilacı verilirse, üçte bir ihtimalle hastaların hepsi kurtulacak, ama üçte iki ihtimalle hepsi ölecektir.

Sonuç: Öğrencilerin %72'si X ilacını seçmiştir. Daha sonra bu başka bir deneyde ise 600 ölümcül hasta hakkında seçmeleri için iki tercih verilmiştir.

a-) Hastaların tümüne X ilacı verilirse, 400 kişi kesin ölecektir.

b-) Hastaların tümüne Y ilacı verilirse, üçte bir ihtimalle kimse ölmeyecektir.

Sonuç: Öğrencilerin sadece % 22'si X ilacını seçmiştir. Bu deney de insanların karar mekanizmalarında rasyonel düşünmediğini, kesin kayıp ya da kesin kazançların seçimleri temelinden etkilediğini ortaya koymaktadır. (Korkmaz ve Ceylan, 2006: s.612).

Kahneman'ın yaptığı başka bir araştırma ise borsa alanındadır. Borsada 50 dolara alınan bir hisse 70 dolara çıktığında, yatırımcı yeterince değer kazandığını düşündüğünde elindeki hisse senedini satmaktadır. Aynı hisse senedini 90 dolardan alan yatırımcı ise 70 dolarda aşırı değerlendiğini bildiği senedi satma konusunda isteksizdir. Böyle bir durumda ikinci yatırımcının tutumunun rasyonel olduğunu varsaymak mümkün değildir (Korkmaz ve Ceylan, 2006: s.613).

2002 yılında ise Ekonomi Nobelî davranışçı finansın öncülerinden biri olan Kahneman'a verildi. Böylece davranışsal finans akademik alanda resmi olarak tanınmış oldu. Ödül bu yönden çok önemliydi.

2.2. Amaçları

Modern finans insanların akılcı davrandıklarını varsayar. Ancak gerçek öyle değildir. İnsanların akılcılıktan sapmaları sistemattir. Bu noktada yatırımcıların yaptıkları iki temel yanlış vardır. Aşırı alım satım eğilimi ve ellerinden çıkarsalar zarardan kar edip kazanacakları yatırımları, kaybettirirken ısrarla elinde tutma eğilimidir. Bu sistemattik anomaliler insan psikolojisinden kaynaklanmaktadır. Birinci anomali insanların kendilerine aşırı güvenmeleri, ikinci anomali ise acele etmekten pişmanlık duyma korkusudur. Sonuç olarak, davranışsal finansın amacı piyasada meydana gelen anomalileri kapsamlı olarak psikolojik önyargılar aracılığıyla açıklamaktır (Barber, M.B., Odean, T., 1999: s.41).

3. DAVRANIŞSAL FINANS VE PSİKOLOJİK FAKTÖRLER

Finansal piyasalar açısından yatırımcı psikolojisi çok önemli bir konu olmuştur. Ancak bu durum zaman zaman göz ardı edilmiştir. Yatırımcılar karar alırken sadece ekonomik veya finansal göstergelere göre hareket etmezler, aynı zamanda kendi iç dünyaları, deneyimleri ve olaylara bakış açıları aldıkları kararlarda etkilidir (Küçük, 2014: s.109). Bu bölümde yatırımcıların karar almalarındaki psikolojik faktörlere bakılacaktır.

3.1. Aşırı Güven

İnsanlar kendi inançlarına ve tahminlerine diğer insanların yeteneklerine kıyasla daha çok değer vermektedirler. Böylece insanlar kendilerine aşırı güvenmekte ve beklentilerin gerçekleşmesine yüksek değer vermektedir. Finansal açıdan baktığımızda ise yatırımcılar sahip oldukları bilgilere piyasadaki tüm yatırımcılardan daha fazla güvenmektedirler. Aşırı güven ile piyasada veriler iyi olduğunda yatırımcılar daha fazla varlık satın alırlar, kötü sinyaller alındığında ise daha fazla varlık satarlar (Wang, 2001: s.138-170).

Ayrıca aşırı güven, bireylerin, bilgilerini aşırı tahmin etmeye, riskleri düşük tahmin etmelerine ve olayları kontrol etme becerilerini kaybetmelerine neden olmaktadır. Kendini kandırma teorisi ise bireylerin olduğundan daha iyi olduklarını düşünme eğilimine neden olmaktadır. Bu bağlamda bireyler kendi doğrularına gerçekten daha fazla inanmaktadırlar (Döm, 2003: s.7).

Bununla birlikte yapılan bir araştırmada yeni iş sahiplerinin %81'i başarılı olacağını düşündüğü halde sadece %39'u başarılı olmuştur. Barber ve Odean aşırı güven sahibi yatırımcıların daha fazla risk aldıklarını ispatlamışlardır. Odean ve Barber'a göre erkekler kadınlara göre daha fazla aşırı güvene sahiptir. Yüksek riskli portföylere sahip olma açısından bekar erkekler evli olanlara göre, evli bayanlar ise bekar bayanlara göre daha fazla risk almaktadır (Odean, T., Barber, B.M.,2001: s.261-292).

Bernstein'e (2005) göre kendisine aşırı güvenenlerin finansal piyasada düşeceği iki davranış hatası vardır. Birincisi, finansal işlemlerin ve oluşturulan portföylerin başarılı olanlarını hatırlama, başarısız olanları unutmaya eğilimidir. İkincisi ise başarının şanstın çok beceriye bağlı olduğunu düşünmedir.

3.2. Zihinsel Muhasebe

Bireyler her yatırımı ayrı bir mental hesaba yerleştirme eğilimindedirler. Ayrı hesaplara ayrılan farklı yatırımlar her birinin yalnız düşünülmesi için temel oluşturulur. Mental hesaptaki referans noktası mevcut pozisyonun kazanç veya kayıp olarak algılanmasını engeller. Her yatırıma ayrı davranılır ve etkileşim görmezden gelinir. Kaybettiren hisse senedini satma mental hesabı kapattırır ve pişmanlığı tetikler.

Kahneman ve Tversky çalışmalarında deneklere şu soruları sormuşlardır:

a-) 10 dolarlık bileti rezerve ettiniz. Tiyatroya vardığınızda, çantanızda 10 doları düşürdüğünüzü fark ettiniz. Hala yeterli nakit paranız var olduğunu düşünürsek bileti satın alır mısınız?

b-) Girişin 10 dolar olduğu bir oyun görmeye karar verdiniz ve 10 dolara bilet satın aldınız. Tiyatroya vardığınızda, bileti kaybettiğinizi fark ettiniz. Gişede aynı fiyattan hala bilet satılmaktadır. Yeni bir bilet alır mısınız?

Ekonomik açıdan iki seçenek de aynı olmasına rağmen ilk durumda yeni bilet aldıklarını ancak ikinci durumda oyuna girmedikleri görülmüştür. Denekler tiyatro hesabı ve genel nakit hesabı tutmaktadır. İlk durumda denekler, sanattan hoşlanma, eğlenme gibi pozitif değerleri oyun hesabının alacak kısmına kaydetmişlerdir. Bu değer bilet fiyatına denk gelmektedir. İlk durumda denekler, 10 dolar kaybetmeyi nakit hesabına borç olarak düşünmektedirler ve oyuna girerler. İkinci durumda ise tiyatroya vardıktan sonra fiyat oyun hesabının alacak kısmına kaydedilmektedir. İkinci biletin alınması hesabın borç kısmını arttıracaktır. İkinci bilet alınması tiyatro maliyetini 20 dolara çıkaracaktır. İkinci bilete isteksizlik bundan kaynaklanmaktadır (Kahneman ve Tversky, 1981: s.453-458).

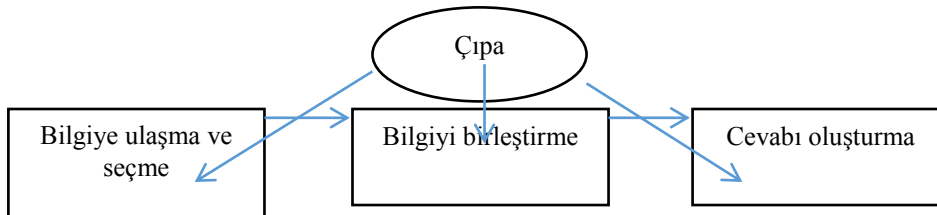
3.3. Temsil Etme Eğilimi

Yatırımcılar temsil etme eğilimi ile sahip olmak istedikleri hisse senetlerini satın alırlar. Ancak yatırımcılar iyi bir şirketle iyi bir yatırımı ayırt edemezler. Güçlü kazançlar elde eden, yüksek satış yapan ve kaliteli yönetime sahip firmalar iyi firmalardır. İyi yatırım, diğer hisse senetlerine göre, fiyatı hızlı yükselen hisse senetleridir. Bireyler son deneyimlerine daha fazla önem verirler. Bu durum küçük sayılar kanunu olarak bilinir. Küçük sayılar kanununda yatırımcılar geçmiş olayların gelecekte de devam edeceğini kabul ederler. Finansal piyasalarda yatırımcıların yükselmekte olan hisse senetlerini alıp, geçmişte düşük performans göstermiş hisse senetlerinden kaçınmaları yatırımcıların aşırı tepkisini açıklamaktadır (Korkmaz ve Ceylan, 2006: s. 616).

3.4. Çıpalama ve Düzeltme

İnsanlar bilinmeyen değerleri tahmin etmek için belirli bir başlangıç değeri (çıpa) zihinlerinde canlandırır. Meydana gelen farklı başlangıç noktaları, başlangıç değeri bakımından farklı tahminlere neden olur. İlk olarak hafıza veya çevre araştırmasıyla bilgiye ulaşılır. Çıpanın varlığı ulaşılan bilgiyi etkiler. Örneğin, çıpaya benzer bilgiler öncelikle seçilir. Ardından karar oluşturmak için bilgi birleştirilir.

Şekil 1: Çıpalama Mekanizmasının Oluşabileceği Üç Aşama



Kaynak: Bayar, 2011: s.140

Çıpalama, sadece başlangıç noktası ile ortaya çıkmaz. Bireyin tahmini eksik hesaplamaya dayandığında da çıpalama meydana gelir. Lise öğrencilerinden oluşan iki gruptan birine $8 \times 7 \times 6 \times 5 \times 4 \times 3 \times 2$ çarpımını, diğer gruba $1 \times 2 \times 3 \times 4 \times 5 \times 6 \times 7 \times 8$ çarpımını tahmin etmeleri istenmiştir. Bu tür soruları hızlı cevaplamak için birkaç basamak hesap yapılabilir veya düzeltme ile çarpımı tahmin ederler. Ancak düzeltmelerin yetersiz kalması nedeniyle eksik tahmin oluşmuştur. Bununla birlikte azalan dizide tahmin ortalama 2250 iken yükselen dizide ortalama tahmin 512'dir (Bayar, 2011: s.141).

3.5. Belirsizlikten Kaçınma

Belirsizlikten kaçma, insanların bilinmeyen olasılıklardan meydana gelen riskler yerine bilinen olasılıklara dayalı riskleri alamaya tercih etmeleridir. Bu kısımda bilginin önemi vurgulanmıştır. Elsberg tarafından çeşitli gruplara yapılan bir deneyde, içinde 100'er top bulunan iki ayrı kavanozdan siyah yada kırmızı top çekme olasılığı üzerine bahse girmeleri istenmiştir. Birinci kavanozda iki renkten de 50'şer top varken, ikinci kavanozdaki dağılım bilinmemektedir. Farklı bir dağılım için bir temel bulunmamasına karşılık deneklerin büyük çoğunluğu ikinci kavanozdan top çekmeyi ve bahse girmeyi tercih etmiştir (Çelik, 2013: s.34).

3.6. Statüko Eğilimi

Yatırımcı karşılaştığı yatırım alternatifleri karşısında hiçbir şey yapmayarak ve her zaman önceki veya var olan yatırımını devam ettirerek hareket eder. Ayrıca statüko eğilimi ile karşı karşıya kalan yatırımcılar yatırım alternatifleri arasından bir önceki seçimlerine karar alma eğilimindedirler. Yani yatırımcılar sahip oldukları şeyleri ve statülerini bırakmakta isteksizdirler. (Samuelson ve Zeckhauser, 1988, s.7-59). Özelleştirilecek olan bir firmada çalışan kişiler özelleştirmeye direnç gösterirler. Çünkü statükodan vazgeçmenin dezavantajı avantajına göre daha fazladır (Şenkesen, 2009: s.65).

3.7. Muhafazakarlık

İnsanlar doğru tahminler yapma isteğindedir ve bireyler tahminlerini doğru çıkaracak bilgiler arama eğilimindedir. Bundan dolayı insanlar hipotezlerini destekleyen bilgiye daha fazla ilgi göstermektedirler. Başka bir ifadeyle piyasadaki bir bilgiyi değerlendirme dışına alabilmektedir. Teknik analiz açısından da kendi fikrini destekleyen sinyaller üreten göstergelere daha fazla önem verirler. Bu durum objektif bakış açısını kaybettirir. Ayrıca yatırımlarında kayıplar büyüdüğü takdirde ise önemli zararlara ve acılara maruz kalır (Çelik, 2013: s.36).

3.8. Aşırı İyimserlik Eğilimi

İnsanların çoğu kendilerini geçmiş kuşaklardan daha iyi şeylerin beklediğini düşünmektedirler. Ayrıca insanlar kendilerini daha hoşgörülü değerlendirirler. Bununla birlikte insanların çoğu kendilerini ortalamanın üzerinde veya başkalarının kendilerini gördüğünden daha iyi görmektedir. 2001 yılında Gallup tarafından yapılan bir araştırmaya göre yatırımcılar gelecek 12 ayda borsanın getirisini %10,3 olarak değerlendirmişlerdir. Buna karşın kendi portföy getirilerini %11,7 olacağını tahmin etmişlerdir. Yapılan tahminler gerçekleşen getirinin %3 üzerindedir (Küçük, 2011: s.111).

3.9. Pişmanlıktan Kaçınma Eğilimi

Pişmanlık, diğer seçeneğin daha iyi olduğunu bunu anladığımızda diğer seçeneği seçmek için geç kaldığımızı fark ettiğimiz ve sonucunda da acı duyduğumuz bir olgudur. İnsanlar zarar etmeye veya başarısızlıklarını kabullenmeye pek alışık değildir. En mantıksız yatırım davranışı olan kazananları satmaya ikna etmenin kaybedenleri satmaya ikna etmekten daha kolay olmasıdır. Bu durum davranışsal finansta pişmanlıktan kaçınma olarak bilinir (Hayta, 2014: s.343).

3.10. Kayıptan Kaçınma Eğilimi

İnsanlar kayıplara karşı duyarlıdırlar. Yatırımcılar her zaman kayıplara karşı kazançlara kıyasla daha fazla tepki gösterirler. 30.000 dolarlık bir kazançtan duyulacak mutluluk, 30.000 dolarlık bir kayıptan duyulacak bir kayıptan çok daha düşüktür. Kısacası, insanlar bir kazancı gerçekleştirmektense kayıptan kaçınmayı tercih ederler (Küçük, 2011: s.112).

3.11. Sürü Psikolojisi

Yatırımcılar mantıklı veya mantıksız olarak sürü halinde hareket edebilirler. Piyasalarda asimetrik bilgi olmasından kaynaklı bilgili yatırımcılar bilgisiz yatırımcılarla aynı ticaret davranışını seçebilirler. Rasyonel ve irrasyonel sürü davranışı olmak üzere iki çeşit vardır. Teşvik unsurları veya bilgiye ulaşmanın zor olması nedeniyle, optimal karar verme sürecini bozan dışsallıklara odaklı olan rasyonel sürü davranışdır. Yatırımcı psikolojisine önem vererek, acentelerin ve bireylerin davranışlarını izleyen hayvan sürülerine benzetilmekte ve geçmiş rasyonel analizleri esas almaktadır. Bir yatırımcının yatırım yapma bilgisi diğer yatırımcıları etkiliyorsa sürü davranışı etkisi vardır. Diğer bir ifadeyle bir yatırımcı yatırım yapmama kararı almışsa ve bu karar bir başka yatırımcı bu karardan etkilenip yatırım yapmazsa sürü davranışı etkisine girmiş olur (Korkmaz ve Ceylan, 2006: s.629-630).

Genellikle piyasaya giriş ve çıkışlar sürü davranışı çerçevesinde gerçekleşir. Girişte sürü davranışı etkisi yavaş olmasına rağmen çıkışta bu etki çok daha hızlıdır. Sürü davranışı etkisi Asya ülkelerinde de görülmüştür. Bölgesel etkiyle birleşen sürü davranışı etkisi, portföy yatırımcılarını bu ülkeleri hızla terk etmesine neden olmuş ve krizi derinleştirmiştir (Hayta, 2006: s.340-343).

3.12. Bilişsel Çelişki

Yatırımcılar düşünceleri veya kararları ile bir olmayan bilgileri görmezden gelirler, minimize ederler veya kabul etmezler. Bu durum bilişsel çelişkidir. Yatırımcılar doğrunun dışındaki bir şeye inandıklarında kendi tercihleri doğrultusunda kullanırlar (Küçük: 2014: s.112).

3.13. Kumarıcı Tuzağı

Rastlantıya veya şansa bağlı bir olayın tahmin edilebileceği olgusudur. Örneğin 9 kez havaya atılan bir paranın 9'unun da yazı gelmesi halinde, kişi, bir sonraki atışta tura gelme ihtimalinin çok yüksek olduğunu düşünebilir. Ancak gerçekte onuncu atışın tura gelme ihtimali %50'dir. Bu yanılğı kumarbazlara özgü değildir. Yaşamın hemen her alanında sık sık görülür. Bu eğilim ile yatırımcılar piyasa getirilerinin sonucunu iyi veya kötü olarak tahmin etme eğilimine girerler (Korkmaz ve Ceylan, 2006: s.617).

4. DAVRANIŞSAL FİNANS MODELLERİ

Davranışsal finans piyasa oyuncularının rasyonel olmayan davranışları olarak tanımlanmıştır. Hong ve Stein 1999 yılında finans modellerinin tabi olması gereken kriterleri şu şekilde belirtmiştir:

- ✓ Yatırımcı davranışı konusunda ampirik bulgularla desteklenmiş varsayımlar üzerine kurulu olmalıdır,
- ✓ Mevcut anomali bulguların tek bir modelle özlü fakat geniş kapsamlı açıklayabilir nitelikte olmalıdır,
- ✓ Örnek dışında test edilebilecek ve doğrulanacak ek öngörülerde bulunabilmelidir.

Davranışsal finans son yıllarda temsili yatırımcı modeli, Daniel, Hirsleifer ve Subrahmanyam modeli ve heterojen yatırımcılar arasındaki ilişki üzerine kurulu Hong ve Stern modeli olmak üzere üç model üzerine odaklanmıştır.

4.1. Temsili Yatırımcı Modeli

Bu modelde temsili yatırımcı, muhafazakarlık ve temsil edilebilirlik yanlılığı olmak üzere iki çeşit yargı hatası ile karşı karşıyadır. Bu modelde yetersiz reaksiyon muhafazakarlık, aşırı reaksiyon ise temsil edilebilirlik yanlılığı ile açıklanmaktadır. Yatırımcılar söz konusu yatırım ile ilgili kararlarında değişken olarak aldığı şirket karlarını, aynı yönde ard arda sürpriz yapan şirket karlarının ilk başlarda ortalamaya dönme eğilimi göstereceğine, bir süre sonra ise trende girdiğine inanmaktadırlar. Bu modelde yetersiz reaksiyon, yatırımcılar karlarda bir yönde değişiklik olduğunda tekrar ortalamaya döneceklerine inandıklarında oluşmaktadır. Aşırı reaksiyon ise, yatırımcıların ard arda gelen birkaç sürprizden sonra bir trend başladığına inandıklarında meydana gelir (Barak, 2008: s. 207-229).

4.2. Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam Modeli

Bu modelde aşırı güven ve yanlı kendine atfetme üzerine kuruludur. Bilgi sahibi aşırı güvenli yatırımcıdır. Rasyonel fakat özel bilgiye sahip olmayanlara karşı alım-satım yaparken, kendi özel bilgi sinyallerine piyasaya göre değerinden fazla ağırlık vermektedir. Böylece fiyatlar kendi özel bilgisine aşırı reaksiyon göstermektedir. Temsili yatırımcı modelinden farklı psikolojik algılara dayanmasına rağmen, temsili yatırımcı modeliyle aynı yönde sonuç ürettiği kanıtlanmıştır. Bu modelin ana teması, hisse senetleri fiyatlarının kişisel özel bilgilere aşırı reaksiyon ve kamu sinyallerine ise düşük reaksiyon gösterdiği ile ilgilidir. Aşırı reaksiyon kişiye ait sinyallerden, eksik reaksiyon ise kamuya ait sinyallerin sonucu olarak ortaya çıkmıştır (Barak, 2008: s.207-229).

4.3. Heterojen Yatırımcılar Arasındaki İnteraktif İlişki Üzerine Kurulu Hong ve Stern Modeli

Bu model en basit haliyle az bir kısmı bireysel yatırımcılarda var olan bilişsel önyargılara, daha büyük bir kısmı ise heterojen yatırımcılar arasındaki interaktif ilişkiye dayanmaktadır. Modelde haber avcıları ve momentum avcıları olmak üzere iki tip yatırımcı vardır. Buradaki her iki tip yatırımcı da tamamen rasyonel değildir. Ancak sınırlı rasyonellik vardır. Modelde uygulanan sınırlı rasyonellik, hem uygulanabilirlik hem de akılcı ve yol gösterici olması, arbitrajcılara momentum stratejileriyle ilgili geniş bir güven vermesi nedeni ile gerçek dünya ile tutarlılık gösterdiği kanıtlanmıştır. Ayrıca modelin tek bir örnek dışında uygulanabilir ve uyarlanabilir olması güvenilirliğini arttırmıştır. İsa döneminde pozitif otokorelasyon göstermesi düşük reaksiyon, uzun dönemde negatif otokorelasyon göstermesi ise aşırı reaksiyon açısından geçerlilik kazanmıştır (Barak, 2008: s.207-229).

5. DAVRANIŞSAL FİNANS ARAŞTIRMALARI VE SONUÇLARI

Bu bölümde daha önce davranışsal finans alanında yapılmış olan çalışmalar incelenmiş ve birbirleri ile kıyaslanmıştır.

5.1. Davranışsal Finans ve Anomaliler: Ocak Ayı Anomalisinin BİST'te Test Edilmesi

2012 yılında Ege, Topaloğlu ve Coşkun tarafından yapılan araştırmada etkin piyasa hipotezinin teorik ve ampirik sınanması amacıyla hisse senedi getirilerinin dolayısıyla endeks getirilerinin davranış özellikleri araştırılmıştır. Buradaki endeks getirilerinde anomaliler gözükmemektedir. Bu durum etkin piyasalar hipotezine aykırıdır. Etkin piyasalar hipotezine göre piyasadaki bütün bilgi ve haberler hisse senedi fiyatlarına tam olarak yansımaktadır ve yatırımcılar normalin üzerinde bir getiri elde edemezler.

Bu çalışmada 2001-2011 dönemindeki BİST-30 ve BİST-50 endeks getirileri kullanılmıştır. Ocak ayı anomalisinin var olup olmadığı güç oran yöntemi kullanılarak araştırılmıştır. Analiz sonucunda her iki endekste de 11 yıl içerisinde 6 yılda Ocak ayı anomalisine rastlanmıştır.

$$G = \text{LN}(P_t) - \text{LN}(P_{t-1})$$

Burada;

G = Getiri Oranı,

P_t = t dönemindeki kapanış fiyatı,

P_{t-1} = t-1 dönemindeki kapanış fiyatı.

$R_j = (1 + \text{Ocak ayı getirisi})^{12}$, $R_y = (1 + \text{yılın getirisi})$

Güç oranı= R_j / R_y

Güç oranı 1'den büyük ise Ocak ayı getirisi normalin üzerindedir. 1'e eşit ise Ocak ayı getirisi ortalamaya eşit, 1'den küçük ise ortalamadan düşüktür.

İncelenen dönemlerde Ocak ayı anomalisi 2001 yılında en yüksek iken, 2008 yılında ise en düşük seviyede bulunmuştur. Bu anomaliye sebep olan etkenler arasında yılbaşlarında piyasadaki para hacminin artması, vergisel nedenler, hisse senetleri fiyatlarına etki eden haberlerin ve bilgilerin Ocak ayında piyasaya gelmesiyle birlikte yatırımcıların davranışsal olarak bu bilgiye haberler doğrultusunda işlem yapmalarıdır (Ege, Topaloğlu ve Coşkun, 2012: s.175-190).

5.2. Davranışsal Finans ile Çorum ve Yozgat İllerindeki Yatırımcıların Karşılaştırılması

Kendirli ve Kaya tarafından 2015 yılında yaptıkları çalışmada gelişmişlik düzeyleri yönünden farklılık gösteren Çorum ve Yozgat illerindeki yatırımcıların davranışsal finans açısından yaklaşımları değerlendirilmiştir. 400 bireysel yatırımcının katıldığı ir anket yapılmış ve bu anket ekonometri programları aracılığıyla test edilmiştir.

Gelişmişlik düzeyi farklı olan bu iki ilde yatırımcıların rasyonel kararları dışında, psikolojik ve demografik özellikler de göz önüne alınarak yatırım kararları araştırılmıştır.

Çalışmanın sonucuna göre Çorum ve Yozgat illerindeki yatırımcılar benzer yatırım aracını tercih etmektedirler. Fakat bazı faktörlerde farklı düşünmektedirler. Her iki ildeki yatırımcıların tamamen mantığa dayalı hareket etmediği ortaya çıkmıştır. Çorum ilindeki yatırımcıları Yozgat ilindekilere göre daha eğitilmiş ve gelir seviyeleri daha yüksek olmasının rağmen yatırım tercihlerinde öncelikli olarak altın ve TL mevduatı tercih edilmiştir. Yatırımcıların gelirlerinin küçük bir bölümünü yatırıma ayırdıkları ortaya çıkmıştır. Genellikle eğitim seviyesi yüksek yatırımcılar hisse senedi ve tahvil gibi yatırım araçlarını tercih etmektedirler. Her iki kesimdeki yatırımcıların %70'i yatırım kararlarına güvenmektedirler. Aynı zamanda başarılı yatırım yapanlar tekrar yatırım yapmaya sevk edilmekte olup, başarısız olanlar ise tekrar yatırım yapmak istememektedirler. Ayrıca Çorum ilindekilere Yozgat ilindeki yatırımcılara göre içlerinde buldukları ruh hali yatırım kararlarında daha çok olumsuz yönde etkilenmektedir (Kendirli ve Kaya, 2015: s.225-254).

5.3. Yatırımcı Davranışlarının Davranışsal Finans Çerçevesinde İncelenmesi

2011 yılında Bayar tarafından yapılan çalışmada yatırımcı davranışları davranışsal finans çerçevesinde incelenmiştir. Bu çalışmaya göre bilişsel ve duygusal zayıflıklar bütün insanları etkilemektedir ancak geleneksel finans bu durumu göz ardı etmektedir ve insanların daima rasyonel olduklarını varsaymaktadır. Bununla birlikte son yıllarda yaşanan finansal krizlerde irrasyonel yatırımcı davranışları ve anomaliler şeklinde piyasa etkisizliği ortaya çıkmaktadır. Bu çalışmaya göre davranışsal finans finansa katkı olarak şunları sağlamıştır (Bayar, 2011: s. 133-160):

- ✓ Geleneksel finans teorileri öngörülerini ve tutarsız görünen yatırımcı davranışlarını açıklama,
- ✓ Etkin piyasalar ve rasyonel yatırımcıyı esas alan geleneksel finans modelleriyle tutarsız fiyat paternlerini açıklama,
- ✓ Psikoloji bilminde açıklanan davranışlara dayanan yeni teoriler açıklamaya,

- ✓ İrrasyonel yatırımcı davranışından dolayı fiyatların temel değerlerinden sapması halinde rasyonel yatırımcıların fiyatları temel değerlerine geri getirememesini açıklama olarak verilebilir.

5.4. Etkin Piyasalar Hipotezi ve Davranışsal Finans Çatışması

Kulalı tarafından 2016 yılında yapılan çalışmada etkin piyasalar hipotezi ile davranışsal finans çatışması araştırılmıştır. Bu çalışmada etkin piyasalar hipotezi ve davranışsal finans şekil 2'de karşılaştırılmıştır.

Şekil 2: Etkin Piyasalar Hipotezi ve Davranışsal Finansın Karşılaştırılması

Konu Başlıkları	Etkin Piyasalar Hipotezi	Davranışsal Finans
Yatırımcı Rasyonelitesi	Finansal piyasalarda yer alan yatırımcılar daima rasyoneldir.	Yatırımcılar çoğu zaman irrasyonel davranış göstermektedir.
Duyguların Rolü	Karar sürecinde duygulara yer yoktur.	Duygular ve psikolojik faktörler kararlara yön vermektedir.
Bilgi Doğruluğu	Güçlü tipteki piyasalarda, tüm yatırımcılar tüm bilgilere ulaşabilirler ve hisse fiyatları tüm bilgileri yansıtmaktadır.	Tüm yatırımcıların tüm bilgilere eşit ve eş zamanlı erişimi söz konusu değildir, hisse fiyatları her zaman tüm bilgileri yansıtmaz.
Demografik Faktörler	Yeni ve tecrübeli yatırımcılar arasında fark bulunmamaktadır	Yatırımcılar, yaş, cinsiyet, eğitim gibi faktörlere göre farklılaşmaktadır
Disiplinler Arası Faktörler	Ekonomik prensiplere dayanmaktadır	Psikoloji, sosyoloji gibi diğer disiplinleri de dikkate almaktadır
Piyasa Krizleri	Piyasaların etkin olması durumunda krizlerin ortaya çıkması mümkün değildir	Yatırımcıların rasyonel olmaması nedeniyle finansal krizlerin diğer faktörler dikkate alınarak analiz edilmesi gerekmektedir

Kaynak: Kulalı, 2016: s.50

Bu çalışmaya göre yapılan çalışmalar geleneksel finans teorilerini kullanışsız ve modası geçmiş olarak etiketlemeye çalışmaktadır. Davranışsal finans tek başına mükemmel değildir. Ancak etkin piyasa hipotezi ve davranışsal finansın birbirlerini tamamlayan yönleri ele alınıp karma bir model oluşturulmalı.

6. SONUÇ VE ÖNERİLER

Bireylerin yatırım yapmalarının temel hedefleri getiri elde etmektir. Bu nedenle en doğru yatırım aracını seçmek istemektedirler. Ancak bir çok yatırımcı sistematik hatalar yapmaktadır. Bunun nedeni ise psikolojik ön yargılar olarak değerlendirilmektedir.

Son zamanlarda ön plana çıkan davranışsal finansa göre, yatırımcılar yatırımların sonucu görmeye başladıklarında ben zaten bunu biliyordum diyerek kendilerini kandırıp, yeteneklerini abartarak, aşırı güven ile eski bilgilerine yeni duydukları bilgilere göre daha fazla güvenerek, sadece kendi görüşlerini destekleyen, başarılarını kendi yeteneklerine başarısızlıklarını da başkalarına ya da kötü şansa bağlamaktadırlar. Bu durum toplumun tümü için geçerlidir.

Bireysel yatırımcılar eğitilerek psikolojik faktörlerin etkisi azaltılabiliriz. Gelişmiş sermaye piyasalarının çoğunda yatırımcılar doğrudan bilgilendirilerek eğitilmektedirler. Rasyonel yatırımcı davranışlarının artması için finansal okuryazarlık seviyesinin artması gerekmektedir. Finansal piyasaya gelen her türlü bilgi finansal yatırım kararları açısından bir değere sahiptir. Yatırımcılar bu bilgi ile belirli yargılara ulaşırlar. Eğer yatırımcının bilgi seviyesi yüksek olursa yatırım kararında rasyonel davranır ve yüksek getiriler elde edebilir.

Sonuç olarak davranışsal finans ve geleneksel finans birlikte kullanılmalıdır. Yani davranışsal finans tamamlayıcıdır çünkü etkin piyasalar hipotezi yatırımcıların rasyonel olmasını öngörür ve yatırımcıyı bir nevi makineleştirir. Davranışsal finans aynı zamanda insanların finansal

ortamlarda nasıl davrandıkları ile ilgilenir. Bununla birlikte davranışsal finans çok yeni bir alan ve daha fazla çalışmaya ihtiyacı vardır. Davranışsal finans, etkin piyasalar hipotezinin tamamlayıcısı olarak kullanıldığında başta krizler olmak üzere birçok probleme çözüm ortaya koyacaktır.

KAYNAKÇA

Ateş, A., (2007). "Finansal yatırımların davranışsal finans açısından değerlendirilmesi üzerine araştırma", Selçuk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, Konya. Link:http://acikerisim.selcuk.edu.tr:8080/xmlui/bitstream/handle/123456789/509/alper%20ate%20C3%85%20B8_tez.pdf?sequence=1&isAllowed=y[19.03.2016].

Barak, O., (2008). "İMKB De Aşırı Reaksiyon Anomalisi Ve Davranışsal Finans Modelleri Kapsamında Değerlendirilmesi" Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi 10 / 1. 207 - 229 link: <http://iibfdergisi.gazi.edu.tr/index.php/iibfdergisi/article/view/125> [20.03.2016].

Barber, B.M., Odean, T., (2001). "Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence, And Common Stock Investment" President and Fellows of Harvard College and the Massachusetts Institute of Technology. The Quarterly Journal of Economics, February 2001' s.261-292. Link: <https://faculty.haas.berkeley.edu/odean/papers/gender/BoysWillBeBoys.pdf> [21.03.2016].

Bayar, Y., (2011). "Yatirimci Davranışlarının Davranışçı Yaklaşım Çerçevesinde Değerlendirilmesi" Girişimcilik ve Kalkınma Dergisi (6:2)' s.133-160. Link: http://gkd.comu.edu.tr/images/form/dosya/dosya_199464.pdf [21.03.2016].

Bernstein, W., 2005. "Yatırımın Dört Temel Taşı", Scala Yayıncılık, Çeviri: Nesenur Domaniç, Nusret Avhan, s.231.

Çelik, Ç., (2013). "İMKB'de işlem yapan yatırımcıların davranışlarını belirlemeye yönelik bir araştırma" Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İzmir. Link: <http://acikerisim.deu.edu.tr/xmlui/bitstream/handle/12345/10570/337480.pdf?sequence=1&isAllowed=y> [22.03.2016].

Döm, S. (2003), Yatırımcı Psikolojisi, İstanbul: Değişim Yayınları,

Gürünlü, M., (2011). "Finansal piyasaların etkinliği teorisinden davranışsal finansa: finans teorisinin evrimi" Maltepe Üniversitesi, yıl 25, sayı 92, Temmuz

Hayta, A.B., (2014). "Bireysel Yatırımcıların Finansal Risk Algısına Etki Eden Psikolojik Önyargılar" TSA / YIL: 18 S: 3, Aralık 2014 link: <http://dergipark.ulakbim.gov.tr/tsadergisi/article/viewFile/5000146881/5000134043> [22.03.2016].

Hong, H., Stein, J.C., (1999). "A Unified Theory of Underreaction, Momentum Trading, and Overreaction in Asset Markets" The Journal of Finance, vol. LI, No. 6, December. Link:<http://www.princeton.edu/~hhong/jf-mom.pdf> [18.03.2016].

Kahneman D., Tversky, A., (1981). "The Framing of Decisions and the Psychology of Choice" Science, New Series, Vol. 211, No. 4481. (Jan. 30, 1981), pp. 453-458. Link: <http://links.jstor.org/sici?sici=00368075%2819810130%293%3A211%3A4481%3C453%3ATFODAT%3E2.0.CO%3B2-3> [19.03.2016].

Kendirli, S., Kaya, A., (2015). " Davranışsal Finans Yaklaşımı Ile Çorum Ve Yozgat İllerindeki Yatırımcıların Karşılaştırması" dergiulakbim Link:<https://www.google.com.tr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&uact=8&ved=0ahUKEwjK0YG20dbLahUqJp0KHZqtBrUQFggbMAA&url=http%3A%2F%2Fdergipark.ulakbim.gov.tr%2Fksuiibf%2Farticle%2Fview%2F5000164851&usg=AFQjCNGKOJZvktme2s0ANfiYGEaAVfGfow> [20.03.2016].

