

DAVRANIŞSAL FİNANS MODELLERİ, ETKİN PİYASA HİPOTEZİ VE ANOMALİLERİNE İLİŞKİN BİR DEĞERLENDİRME

Cenk TUFAN*
Reyhan SARIÇİÇEK**

ÖZET

Bu yazında davranışsal finans ve anomalileri ile etkin piyasa hipotezi ve farklı alım-satım stratejileri üzerine yapılmış araştırmalarla ilgili bazı değerlendirmeler yapmaya çalıştık. Çalışmamızın ilk kısmında, Psikoloji ve Davranışsal Finans ilişkisinden bahsettik. Daha sonra menkul kıymet fiyatlarının yatırımcılara kar etme fırsatı vermeden tüm bilgiyi nasıl yansıttığını açıkladık. Ayrıca bilginin farklı piyasa formlarında ne şekilde yer aldığı sorusuna cevap aradık.

Buna ek olarak; Beklenti Teorisi, Beklenen Fayda Teorisi, Rasyonalite, Aşırı güven, Aşırı Reaksiyon, Düşük Reaksiyon, Kayıptan Kaçınma, Çerçeveleme Etkisi, Ayrılma Etkisi, Sınırlı Arbitraj gibi davranışsal finasta önemli kavramlar üzerinde çalıştık. Farklı alım-satım stratejilerine değindik ve davranışsal finans yardımıyla bu stratejileri açıklamaya çalıştık. Momentum stratejisinin ve Zıtlık Stratejinin yatırımcılar ve akademisyenler tarafından daha çok tercih edildiği sonucuna vardık.

Anahtar Kelimeler: Davranışsal Finans, Davranışsal Finans Modelleri, Etkin Piyasa Hipotezi

BEHAVIORAL FINANCE MODELS, EFFICIENT MARKET HYPOTHESIS AND AN ASSESSMENT OF ITS ANOMALIES

ABSTRACT

In this article, we tried to make some considerations about the research done on efficient market hypothesis and behavioral finance, and anomalies of different trading strategies.

* Gaziantep Üniversitesi, Doktora Öğrencisi, İletişim: karahantu@hotmail.com

** Öğr. Gör. Gaziantep Üniversitesi, İslahiye Meslek Yüksekokulu, İletişim: reyhan_irmak@yahoo.com

In the first part of our study we mentioned about relationship between Psychology and Behavioral Finance. Then, we explained how securities prices reflect all the information without giving a profit opportunity to investor. Furthermore we tried to answer the question of how the information takes place in different market forms. In addition to that, we studied on important concepts of behavioral finance models such as; the Expectations Theory, Expected Utility Theory, Rationality, Over-Confidence, Over and Under-reaction, Loss Aversion, Framing Effect, Disjunction Effect, such as Limits of Arbitrage Theory.

We touched to different trading strategies and tried to figure out these strategies with contribution of behavioral finance. we concluded that Momentum Strategy and Contrarian Strategies are more preferred by investors and academics.

Key Words: *Behavioral Finance, Behavioral Finance Models, Efficient Market Hypothesis*

1. GİRİŞ

Davranışsal finans; bilgisayarlı piyasa etkinliğinden sapmaları, piyasadaki oyuncuların tam rasyonel olmayan davranışları ile açıklamaktadır. Başka bir ifade ile davranışsal finans; insan davranışlarının, hisse senetleri fiyatlarının işleyişinde, nasıl etkili olduğu ile ilgilidir. Davranışsal finansta, rasyonel karar verici modeline alternatif olarak irrasyonelite yada sınırlı rasyonellik yaklaşımı benimsenmiştir.

Fiyatların, elde edilebilen tüm bilgileri tam anlamıyla yansıttığı piyasalar, Etkin Piyasa olarak tanımlanır. Bu ise, hisse senetleri ile ilgili bilgi sahibi olmayan yatırımcıların bu konuda kendilerinden daha fazla bilgisi olan yatırımcılardan daha kötü hareket etmeyecekleri anlamına gelir. Yani, menkul kıymet piyasasındaki mevcut tüm bilgiler menkul kıymet fiyatlarına yansımış ise o piyasa bilgisayarlı olarak etkin kabul edilmektedir.

Finans literatüründe üç tür etkin piyasa hipotezinden bahsedilmektedir. Her bir formda farklı bilgi türlerinin hisse senedi fiyatlarına yansıdığından bahsedilir. Zayıf Form (önceki fiyatlarla ilgili bilgi), Yarı Güçlü Form (halk tarafından serbestçe elde edilebilen bilgi), Güçlü Form (tüm bilgi). Etkin Piyasa Hipotezi, beklenen faydayı maksimize etmek için bilgiyi işleyerek yatırımcıların mantıklı olduğu inancına dayanır. Etkin piyasa hipotezi kavramında bazı şeylerin açık bir şekilde yanlış olduğu gibi bir duygu da hissedilebilir. Bu da bize, yatırımcıların tam olarak mantıklı davranmadığı prensibine dayanan etkin piyasa anomalilerine açıklık getirir. Bu çalışmada Beklenen Fayda Teorisi, Beklenti Teorisi, Bilişsel Kökenli Yanılgılar, Zihinsel Yanılsamalar, Anomaliler ve sebepleri ile

Sınırlı Arbitraj gibi insani davranış modelleri de çalışılmıştır. Çalışmanın son bölümünde farklı alım – satım stratejilerine de değinilmiştir.

2. FİNANS VE PSİKOLOJİ

Finans ile psikoloji ilişkisinden önce ekonomi bilimi ile psikoloji arasında bir etkileşim olduğundan bahsetmek gerekir. Psikoloji ve ekonomi denildiğinde ilk akla gelecek isim Fransız Psikolog Gabriel Tarde olur. Psikoloji ve ekonomi terimini ilk kez 1881 yılında bir arada kullanan Tarde, 1902 yılında bu isimde bir kitap yayınlamıştır. John Maurice Clark ise “Economics and Modern Psychology” kitabında: “Ekonomistler psikolojiyi görmezden gelmeye çalışabilirler ancak insan doğasını yok saymaları kesinlikle imkânsızdır.” şeklinde kendi görüşlerini belirtir. Psikolojik problemlerin etkilerini makro ekonomik düzeyde inceleyen ve genel ekonomik teori içinde son zamanlarda sıklıkla kullanılan “attitude”, “sentiment” ve “expectations ” gibi terimleri literatüre kazandıran isim ise Katona’dır. 1975 yılında “Psychological Economics” adlı kitabını yayınlamış ve sonrasında günümüzde yaygın olarak kullanılan, “Behavioural Economics ” teriminin temelini atmış bulunmaktadır (Tvede, 1999: 97-92). Camarere’ye göre Davranışsal Ekonomideki kavramların çoğu yeni değildir, aslında bir asırlık dolambaçlı bir yoldan sonra neoklasik ekonominin köklerine geri dönmüştür. Adam Smith, “ The Wealth of Nations” ve “Invisible Hand” gibi kavram ve kitaplarıyla tanınmasına karşın daha az bilinen ve basımı 1759 yılına dayanan “The Theory of Moral Sentiments” adlı kitabında ise insan davranışlarının ardındaki psikolojik temelleri belirtmektedir. Özellikle de gurur, utanç, güvensizlik ve bencillik gibi kavramları işlemektedir.

Neoklasik ekonominin kurucularından ve temel taşlarından biri sayılan ve fayda kavramını ortaya atan kişi olan Jeremy Bentham, fayda kavramını meydana getiren psikolojik faktörlerden detaylı olarak bahsetmektedir (Camarere ve Loewenstein, 2002: 3-4).

Ekonomistler tarafından psikolojinin inkar edilmesi neoklasik devrim ile başlar. Neoklasik yaklaşımda insan doğası ile dolayısıyla da insan davranışları hakkında birtakım varsayımlar yapılmıştır. Bu varsayımlar incelediğinde karşımıza hesaplayan, ekonomik kararlar almaları gerektiğinde duygusuz, sadece fayda maksimize etmeye çalışan bireylerden oluşan bir dünya çıkmaktadır ve bu bireyler “Homo Economicus” olarak adlandırılmaktadır (Thaler ve Sendhill, 2000: 2).

Davranışsal Ekonominin savunucularından Richard Thaler ise, Homo Economicus olarak adlandırılan bu bireyin gerçek dünyadaki insan davranışını gösterme oranı arttıkça IQ'sunda belirli bir azalış olacağını, daha yavaş öğreneceğini ve daha duygusal olacağını iddia etmiştir. (Thaler, 2000: 133-141).

Davranışsal Ekonomiye ayrıntılandırmaya başlamadan önce tarihsel gelişimine devam edersek, 20.yy'ın başlarında ekonomistlerin, ekonominin doğal bilimlerden biri olarak sayılması konusundaki çabalarından söz edilebilir. Bu dönemde yukarıda belirtildiği üzere psikoloji de tam olarak bilimsel yöntemler uygulamamaktadır. Ekonomistlerce gelişme safhasında görüldüğünden, ekonomi için istikrarsız bir zemin teşkil edeceği düşünülmektedir ve bu özelliklerinden dolayı psikoloji tamamıyla göz ardı edilmiştir (Camarer ve Loewenstein, 2002: 4)

Psikolojinin ekonomiden koparılması oldukça yavaş ve zorlu bir süreçte meydana gelmiştir. 20.yy'ın başlarında bile Fisher ve Pareto gibi ekonomistlerin yazılarında hala bireylerin ekonomik kararlarını verirken ne hissettikleri ve düşündükleri hakkında görüşler yer almaktadır. Yüzyılın ortalarına gelindiğinde ise psikoloji ile ilgili anlayış hemen hemen ortadan kaybolmuştur. Katona, Leibenstein, Scitovsky ve Simon'un psikolojinin rasyonellik açısından önemi hakkında yazdıkları kitap ve makaleleri ilgi çekmesine rağmen ekonomi anlayışında psikolojiyi yeniden dâhil edecek yön değişikliğini başaramamışlardır. Ancak ne zaman ki ekonomistler anomalileri tamamıyla göz ardı etmekten vazgeçmişler, işte o zaman psikolojideki gelişimler yeni bir teori için umut vermeye başlamıştır. 1960'lardan başlayarak bilişsel psikolojinin, özellikle "beyin ile bilgi işleyen bir cihaz" benzetmesi ile dikkatleri çekerken davranışsal akımın yine beyin için kullandığı "uyarım-tepkisi" cihazı benzetmesinin yerini almıştır. Bilgiyi işleme benzetmesi o güne kadar önem verilmeyen hafıza, problem çözme, karar verme gibi konulara taze bir başlangıç yapmaya fırsat tanımıştır. Edwards, Luce, Tversky ve Kahneman gibi psikologlar ekonomik fayda modellerini kendi modelleriyle kıyaslarken kriter olarak kullanmaya başlamışlardır. Belki de en etkili katkılar ise Tversky ve Kahneman tarafından yapılmıştır. Daniel Kahneman "Psikolojik araştırmalarda ortaya çıkan bulguların ekonomi bilimine entegrasyonu ve belirsizlik karşısında karar verme" isimli çalışmalarıyla 2002 yılından Nobel Ekonomi Ödülü'ne layık görülür. 2002 yılında Ekonomi Nobel'ini alması ise kendi deyimiyle davranışçı finansın akademik çevreler tarafından resmi olarak tanınması anlamına gelir. Bu alanda çalışarak bir anlamda aykırı olmayı göze alan

birçok akademisyeni ve piyasa profesyonelinin cesaretlendirdiği için ödülün bu yönü çok önemlidir (Camarero ve Loewenstein, 2002: 5).

2013 Nobel Ekonomi Ödülü ise varlık fiyatlarının açıklanmasına farklı açılardan bakan üç iktisatçı E.Fama, L.P. Hansen ve R. Shiller arasında paylaştırılmıştır. Bunlardan Hansen; bilhassa genelleştirilmiş momentler yöntemiyle ile tahminler yapma konusunda çalışarak, reel piyasalar ile finansal piyasalar arasındaki bağlantıyı araştırmıştır (Tabarrok 2013:1). Fama ise, Etkin Piyasa Hipotezinin mucidi olarak bilinir. Fama'ya göre; finansal piyasaların yeterli haber ve bilgiye sahip olduğunu, herhangi bir anda işlem gören hisse senedi ya da tahvil fiyatının bilinen tüm haber ve bilgiyi içerdiğini savunur. Herkesin bildiği haber ya da bilgi ile diğerlerine görece yüksek bir kazanç ya da düşük bir kayıp sağlanamaz (Karan, 2001:267). Bu hipoteze yönelik eleştirilerden biri de yine davranışsal finansın gelmektedir. Ödülün üçüncü ortağı Shiller davranışsal finans üzerine çalışmalar yapmış biridir. Davranışsal finansta, bireylerin rasyonel karar verdiklerine ilişkin yaklaşımı esas alan klasik ekonomistlerin tersine, bireylerin her zaman rasyonel davranış ya da karar alma süreçlerine sahip olmadıkları savunulur. Bireylerin bir haber ya da bilgiyi algılama, anlama ve düşünce oluşturma süreçlerinde, bazen temkinli, bazı durumlarda coşkulu, aşırı tepkili ya da aşırı güvenli davranabildikleri savunulur (Estrada, 2001:6). Böylece Fama ve Shiller'in zıt denebilecek görüşlere sahip olması ise ödülün ilginç yanını oluşturmaktadır.

3. ETKİN PİYASA HİPOTEZİ

Hisse senetlerinin rastsal hareket ettiğini ilk kez 1905 yılında Bachelier ifade etmiştir. Daha sonra bu hipotezin geliştirilmesine yönelik dolaylı katkılar, Alfonso de Pietri Tonelli adlı ekonomistler tarafından yapılmıştır (Bildik, 2000: 9).

Hisse senetlerinin fiyat hareketlerinin, zaman içerisindeki değişimlerinin doğasını anlamaya yönelik ilk çalışmalardan biri Maurice Kendall'ın yapmış olduğu çalışmadır. 1953 yılında İngiliz istatistikçi Kendall, kraliyet istatistik topluluğunda sermaye hisseleri ve emtia fiyatları ile ilgili tartışmalı bir makale ortaya koymuştur (Brealy ve Myers, 2003: 347).

Kendall araştırmasında hisse senetleri fiyatlarının önceden tahmin edilebilecek bir yol izlemediğini tamamen rastlantısal olduğunu ve geçmiş

dönemdeki fiyat değişmelerinden bağımsız olarak herhangi bir gün ya da saatte aşağı yukarı doğru hareket ettiğini bulmuştur (Konuralp, 2006: 304).

‘Etkin Piyasa’ kavramı ilk defa 1965 yılında Eguene Fama’nın bir makalesinde yer almış, Fama etkin piyasayı; karını maksimize etmek isteyen çok sayıda firmanın bulunduğu, hepsinin gelecek piyasa fiyatlarını tahmin etmek istedikleri ve önemli bilgilerin tüm katılımcılara açık olduğu bir piyasa olarak tanımlamıştır (Chew, 2001: 22). Fama, Etkin Piyasa Modelinde bir menkul kıymetin ardışık fiyat değişkenliklerinin veya ardışık bir dönemlik getirilerinin bağımsız olduğunu ve ayrıca ardışık fiyat değişiklikleri ve getirilerin aynı şekilde dağıldığını varsaymıştır (Bildik, 2000: 10).

Demireli’ye göre etkinlik kavramı finans biliminin merkezi durumundadır. Özünde etkinlik terimi, uygun bilginin finansal varlıkların fiyatına yansiyabildiği bir piyasayı tanımlamak için kullanılmaktadır (2010: 54).

Emery’e (1998) göre etkin piyasalar fiyatların elde edilen bilgileri tam olarak yansıttığı piyasalardır. Etkin bir piyasada, firmalar dahil hiç kimse sermaye hisselerini gerçek değerlerinden fazlasına satamaz veya gerçek değerlerinin altında bir fiyata satın alamaz. Bu durumda gerçek değerlerin maliyetleri aşması gibi bir durum söz konusu olmadığından finans yöneticileri için patronlarının zenginliğini arttıracak herhangi bir seçim alternatifi de kalmayacaktır (1998:601).

Etkin piyasa piyasaya yeni bilgi geldikçe hisse senedinin cari fiyatının hemen buna göre ayarlandığı bir durumu ifade etmektedir.

Ross v.d., (2001) piyasa etkin olduğunda piyasadaki tüm yatırımların net bugünkü değeri sıfır olduğunu söylemiştir. Sonuç karmaşık değildir, eğer fiyatlar olması gerektiğinden düşük veya yüksek değilse bir yatırımın piyasa değeri ile maliyeti arasındaki fark sıfır olacaktır. Bunun sonucu olarak etkin bir piyasada yatırımcılar, senetleri ve hisseleri sattıklarında ne kadar edecekse o fiyattan satın alırlar.

Piyasa etkinliği çok önemli bir kavramdır ve etkin piyasa hipotezi finansın en çok çalışılan konularından biridir. Piyasa etkinliği; fiyat uyarlamasının yeni bilgi girişi karşısında hangi hızda ve hangi doğrulukta gerçekleştiğine bağlıdır. Etkin bir piyasada yatırımcıların normalin üzerinde bir getiri elde etmelerine imkân yoktur (Ross, v.d., 2002).

Rekabetçi piyasalarda fiyatların rastsal bir yürüyüş izlediğini biliyoruz. Eğer geçmiş fiyatlar gelecekteki fiyatları tahmin etmekte kullanılabilseydi yatırımcılar kolayca kar elde edebilirlerdi. Rekabetçi

piyasalarda kolay karlar uzun sürmez. Yatırımcılar geçmişteki fiyat bilgilerinden yararlanarak kar elde etmek istediklerinde fiyatlar aniden geçmiş fiyat bilgisini çalışmaktan ortaya çıkan kar kayb olduğunda ayarlanır. Bunun bir sonucu olarak geçmiş zaman fiyatlarının bugünün hisse paylarının fiyatlarını tahmin etmede kullanılan bir yöntem olduğunu söyleyebiliriz.

Ross'a (2002) göre Etkin Piyasa Hipotezinin firmalar ve yatırımcılar için çıkarımları vardır:

- Bilgi hemen fiyatlara yansıdığı için yatırımcılar sadece normal oranda bir getiri beklemelilerdir. Bilginin araştırmasının farkına varıldığı zaman bir araştırmacıya fayda vermez. Fiyat yatırımcının onunla ilgili ticaret yapmasından önce şekillenir.
- Firmalar sattıkları hisseler için adil bir değer beklemelilerdir. Adilden kasıt onların sattıkları hisselerin temsil ettikleri gerçek değeridir. Bu durumda yatırımcıları kandırmaktan oluşan finans fırsatları etkin piyasalarda oluşmamaktadır.

Fama etkin piyasa hipotezi ile ilgili ilk makalesinde ulaşılması mümkün bilginin kaynaklarını dikkate alarak tüm etkin piyasa hipotezini üç alt hipoteze bölerek açıklamıştır. Fama'nın makalesindeki hipotezler, zayıf formda etkinlik, yarı güçlü formda etkinlik ve kuvvetli formda etkinlik'tir. (Konuralp, 2006: 306).

3.1. Zayıf Formda Etkinlik (Weak Form)

Zayıf formda etkinlik, hipotezin ilk ve en eski versiyonudur. Aynı zamanda Rastsal Yürüyüş (Random Walk Hypothesis) Hipotezi olarak da bilinir. Bu kavramın temeli 1900'lerde Louis Bachelier'in "Spekülasyon Teorisi" adlı doktora tezine dayanır ve 1970'lerde Fama'nın Etkin Piyasa Hipoteziyle bu kavramın bilinirliği artmıştır. Zayıf form, hisse senedi fiyatlarıyla ilgili bütün geçmiş bilgilere kolayca ulaşılacağını iddia etmektedir. Zayıf formda etkinlik geçmiş fiyat ve getiri bilgileriyle aşırı kazanç sağlamanın imkânsız olduğu görüşüne dayanır (Shleifer, 2000: 6) . Hisse senedinin kamuya açık olan geçmişe ait fiyat bilgilerine herkes ulaşabiliyorsa, yatırımcıların hiçbirinin bu bilgilere dayanarak avantaj sağlaması olası değildir. Piyasada geçmiş fiyat hareketlerine ilişkin bilgi setine dayalı aşırı kazanç fırsatları oluşuyorsa piyasa zayıf formda etkin değildir (Berk, 2005: 428). Aynı zamanda hisse senedi fiyatlarını etkileyen yeni bilgi piyasaya rastsal olarak girmektedir ve önceden kestirilmesi de mümkün değildir.

3.2. Yarı Güçlü Formda Etkinlik (Semi-Strong Form)

Yatırımcıların kamuya açık bilgileri kullanarak aşırı kâr sağlama imkânlarının olmadığını ileri sürer. Diğer deyişle, bilgi kamuya açıklanır açıklanmaz fiyatlara yansımaya uğrayacaktır ve ileriye dönük getiri tahmininde yatırımcı kendine avantaj sağlayacak aşırı bir getiri sağlayamayacaktır. Geçmiş fiyat ve getiri verileri, kamuya açık verinin alt kümesi olduğuna göre, Zayıf Form, Yarı Güçlü Formun alt kümesi durumundadır (Shleifer, 2000: 6). Etkin Piyasa Hipotezinin bu formu zayıf formda etkinliğe kıyasla oldukça daha fazla miktarda bilgi ve piyasa etkinliği yansıtmaktadır. Yarı etkin formda; bütün kamuya açık bilgi ve duyuruların, hızlı ve tam anlamıyla fiyatlara yansıtıp yansımadağının testi amaçlanmaktadır.

3.3. Güçlü Formda Etkinlik (Strong Form)

Güçlü Formda etkinlik söz konusu olduğunda, mevcut hisse senedi fiyatı bir şirket hakkında bilinebilecek bütün bilgileri yansıtıyor demektir. Bütün bilgiyle; geçmiş, kamuya açık olan ve kamuya açık olmayan, her türlü bilgi kastedilmektedir.

Fama güçlü form etkinlik testiyle bazı yatırımcıların ya da diğer grupların fiyata etkide bulunabilecek bir bilgi üzerinde monopolistik erişim gücüne sahip olup olmadıkları ile ilgilenmiştir (Fama, 1969: 383). Kısaca, fiyatlara yansımaya uğramayan özel bir bilginin olup olmadığı test edilmeye çalışılmıştır.

4. DAVRANIŞSAL FİNANS KAVRAMI

Davranışsal finans, yatırımcı davranışlarını nelerin şekillendirdiği, bireysel yatırımcı düşüncelerinin arkasında yatan faktörlerin neler olduğu, yatırım kararlarını alırken hangi tür bilgilerin dikkate alındığı, hisseyle ilgili temel bilgileri ne kadar dikkate aldığı ve ne kadar doğru yorumladığı, yatırımcının kararında bir şirketin finansal faktörlerinin yanında başka faktörlerin ne kadar etkili olduğu gibi benzeri soruların cevaplarını arar.

Yatırımcılar üzerinde yapılan araştırmalar yatırımcıların yatırım kararlarında rasyonel olarak tercihlerini maksimize etmek, portföylerini çeşitlendirmek ve riskte kaçınmak istemelerine rağmen bunu gerçek hayatta yaptıkları yatırımlarında gerçekleştiremedikleri saptanmıştır. Buna temel gerekçe olarak ise; bilişsel kusurlar gösterilmektedir. Bu psikolojik önyargılar sonucunda, bireysel yatırımcılar, kazanan hisseleri olması

gerekenden daha erken elden çıkarırken, kaybeden hisseleri ise çok uzun süre elde tutmakta, sürü davranışı göstermekte, kendilerine olan aşırı güvenlerinin sonuçları olarak çok sık ve zararına işlem yapmakta, aşırı oldukları hisselerle duygusal olarak bağlanmakta, aşırı ve düşük reaksiyon göstermekte, kendi doğrularını destekleyici bilgiyi arama ve diğer bilgileri reddetme eğiliminde olmaktadır. Bir başka deyişle; yatırım kararları rasyonel kararlar olmaktan çıkmakta, bunun yerine daha çok kişinin sezgi ve hislerine dayalı alınmaktadır (Döm, 2003: 14).

Davranışsal finansta insanlar “rasyonel” değil “normal” kabul edilirler. Davranışsal finans modelleri, rasyonel modellerin yeterli açıklamalarda bulunamadığı yatırımcı davranışlarını, pazar anomalilerini açıklamak amacıyla geliştirilmiştir Davranışsal finansı geleneksel finansal analizlerden ayıran bir fark da kullanılan metodolojidir. Geleneksel finans araştırmalarında genellikle önce bir model ortaya atılmakta ardından yapılan ampirik çalışmalarla bu modelin doğruluğu araştırılmaktadır. Davranışsal finansta ise, önce piyasadaki davranış biçimleri gözlenmekte sonra bu gözlemlerin sonucuna göre davranış biçimlerini açıklayan bir model oluşturulmaya çalışılmaktadır. Davranışçılar, yatırımcıların yatırım kararlarını alırken risk ve getiri dışında başka değişkenleri de gözettiklerini ve bütün değişkenlerin değerlendirilmesinin kusursuz bir süreç olmadığını sonuç olarak da alınan kararların, faydayı maksimize eden değil, en iyi ihtimalle karar alıcının tatmin olduğu kararlar olduğunu öne sürerler. İnsanlar geleneksel finans modellerinde öngörüldüğü şekilde rasyonel değillerse, rasyonellik varsayımı kaldırıldığında veya daha esnek ele alındığında ne olacağı davranışsal finansın konusunu oluştur (Estrada, 2001: 6).

Davranışsal finans insanların tümüyle rasyonel olmadığı varsayımını göz önüne alarak, bir varlığın pazar ile defter değeri arasındaki farkları anlamaya çalışır. Diğer bir deyişle, fiyatlar arasındaki farkları açıklamada sebep arar. Davranışsal ekonomi, gerçekçi psikolojik buluşlara yer vererek, ekonominin açıklayıcı gücünü artırmıştır.

Davranışsal Finans, Etkin Piyasalar Hipotezi ve geleneksel kuramların açıklayamadığı piyasa anomalilerini ortaya çıkartarak, bu kuramların yeterli olup olmadığı yönünde kanıtlar sunmaktadır.

Davranışsal finans bazı finansal problemlerin, rasyonel insan modeli yerine tam anlamıyla rasyonel olmayan insan modeli kullanılarak daha kolay çözülebileceğini tartışmaktadır. İnsanlar geleneksel finansal modellerde öngörüldüğü şekilde rasyonel değillerse, rasyonellik varsayımı

kaldırıldığında veya daha esnek ele alındığında ne olacağı davranışsal finansın konusunu oluşturmaktadır (Barberis ve Thaler, 2002: 1053).

Literatürde, davranışsal finansın amaçları doğrultusunda yapılan tanımların bazıları şöyledir (Fuller, 1998: 5-12):

- Davranışsal Finans; klasik iktisat ve finansın, psikoloji ve karar alma bilimleri ile bir entegrasyonudur.
- Davranışsal Finans; finans literatüründe gözlemlenen ve rapor edilen bazı anomalilerin sebeplerini açıklamaya teşebbüs eder.
- Davranışsal Finans; yatırımcıların karar vermede sistematik olarak nasıl yanlışlar ve bilişsel hatalar yaptıklarını araştırır.
- Davranışsal Finans; psikolojinin finansal karar vermeyi ve finansal pazarları nasıl etkilediğinin çalışmasıdır

5. YATIRIMCI HİSSİ TEORİSİ VE RASYONELLİK

Geleneksel modellere göre; piyasalarda yer alan yatırımcılar arasındaki rekabet, fiyatların rasyonel şekilde oluşmasını ve beklenen getirinin sistematik riske dayalı bir şekilde denge kurmasını sağlar. Bazı yatırımcılar rasyonellikten uzak olsa dahi bunların talepleri arasında dengeleneceği varsayılır. Yatırımcılar, bazen bilgi yerine söylentilere göre işlem yapar, bazen de piyasa bilgilerine gerekenden az veya fazla reaksiyon gösterirler. Bu duygusal davranışlar rastgele bir biçimde olmak yerine sistematik bir hale geldiğinde finans piyasalarında ekstra bir risk kaynağı haline gelebilmektedir. Bu şekilde yatırımcı hissinden kaynaklanan ve yatırım kararlarını etkileyen bilişsel önyargılar oluşmaktadır.

Sınırlı arbitrajla birleşen yatırımcı hissi teorisi, hisse senedi fiyatları ve getirilerinin davranışı hakkında üretilen bütün öngörülere yardımcı olabilir (Shleifer, 2000: 113).

Literatürde yatırımcı hissi kavramının kesin bir tanımı yoktur ve yatırımcı hissini doğrudan gözlemlemek çok zordur. Fakat temel olarak, yatırımcı hissi kavramı ile bazı yatırımcıların sahip olduğu ve rasyonel olarak tanımlanamayacak olan inançlar kastedilmektedir. Baker ve Wurgler (2004: 1125-1126), yatırımcı hissini, yatırımcıların eğilimini ya da menkul kıymetler hakkında yatırımcıların iyimserlik ya da kötümserliğini yansıtmaları şeklinde tanımlamışlardır. Lei ve Guojun (2005: 155)'e göre yatırımcı hissi rasyonel yatırımcılardan ziyade, varlıklar üzerinde rasyonel olmayan yatırımcıların piyasada oluşturduğu panikleri açıklamaya çalışır ve menkul kıymet fiyatlarının belirlenmesinde önemli bir rol oynar. Lee, Shleifer ve

Thaler (1990: 2), yatırımcı hissini, temel değerler tarafından doğrulanmayan varlık getirileri hakkında, yatırımcıların bileşeni olarak tanımlamışlardır. Baker ve Stein (2004: 273), yatırımcı hissini yatırımcının varlığı yanlış değerlemesi olarak tanımlamışlardır.

5.1. Bilişsel Kökenli Yanılgılar

Bilişsel Yanılgıların analist tahmin ve tavsiyelerinde sapmaya sebep olduğunu savunan görüştür. Bu görüşte analistlerin Bayes yaklaşımını takip etmedikleri ve bunun yerine olayın subjektif olasılığı ile değerlendirildiği görüşü ileri sürülmektedir. DeBondt ve Thaler (1990: 52-57) tarafından gerçekleştirilen çalışma, analistlerin tahminlerinde aşırı tepki verebildikleri ve bunun neticesinde aşırı beklentiler oluşturduklarını ileri süren, bilişsel kökenli çalışmalara öncülük eden çalışmalardan biridir. Diğer taraftan Lys ve Sohn (1990: 341-363) analistlerin bilgiye düşük tepki verdikleri yönünde bulgular elde etmişlerdir. Araştırmacılar hisse senetlerinin piyasa fiyatlarındaki değişiklikleri ile analistlerce yapılan tahmin revizyonları arası ilişkiyi incelemişlerdir. Vardıkları sonuç, analistlerin önceki fiyat değişikliklerinde meydana gelen değişimleri fiyatlara dâhil etmeyi ihmal ettikleri ve bunda düşük tepkinin bir şekli olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Yukarıda kısaca değinilen analist tahminlerinde sıklıkla rastlanan aşırı tepki, düşük tepki ve iyimserlik yanılgılarına takip eden bölümde daha detaylı değinilmektedir.

5.1.1. Aşırı Güven

Aşırı güven, insanların sahip olduğu bilgilerin doğruluğuna gerçekte olduğundan daha fazla güven duymaları yada inançlarını o yönde pekiştirme eğiliminde olma durumudur. Bilişsel psikoloji alanında yapılan çalışmalar, genel olarak insanların aşırı güven duygusuna sahip olduğunu ortaya koymuştur. Aşırı güven duygusu, insanların sahip oldukları bilgiye fazla güven duymalarına, riskleri düşük tahmin etmelerine ve becerilerini de abartmalarına neden olmaktadır. İnsanlar gerçekte olmamasına rağmen, sonuçları kontrol edebileceğine inandığı an daha aşırı güvenli olmaktadır. Bunun yanında, her hangi bir isin başında erken gelen başarılar insanları (yatırımcıları) aşırı güvenli olmaya sevk etmektedir. Ayrıca yakın dönemde başarılı olan yatırımcılar daha fazla aşırı güvenli olmaktadır. Tüm bu nedenlerle yatırımcılar daha aktif ve daha spekülasyon kararlar alabilmektedir. Bunun nedeni ise yatırımcıların bu başarılarını kendi yeteneklerine yüklemesidir (Döm, 2003: 61-65).

Aşırı güven, bireylerin riske karşı tutumlarını da etkilemektedir. Genel itibari ile aşırı güvenli yatırımcılar, aldıkları risk düzeyini yanlış yorumlamaktadırlar. Çünkü bu tür yatırımcılar için algılanan risk beklenen riskten daha önemlidir. Aşırı güven yatırımcı üzerinde sahip olduğu portföye ilişkin yüksek getiri inancına sahip olmaya neden olmaktadır. Bu da algılanan risk düzeyini değiştirmektedir.

Aşırı güven, yatırımcıların bilgilerinin doğruluğunu yanlış yorumlamasına ve bu bilgiyi analiz etme becerilerini aşırı tahmin etmesine neden olmaktadır. Bu da, yatırımcıların hisse senedi değer tahminlerine ve hisse fiyatlarının gelecekteki hareketlerine ilişkin kendi tahminlerine çok fazla güven duymaya teşvik etmektedir. Aşırı güven aynı zamanda, kötü yatırım kararlarına, aşırı işlem yapmaya, yüksek risk almaya neden olmakta ve sonucunda da portföy kayıpları şeklinde kendini göstermektedir (Nofsinger, 2001: 23).

5.1.2. Aşırı Reaksiyon

Yatırımcıların bazı haberlere aşırı reaksiyon gösterdiğini ortaya koyan ilk uygulamaya yönelik çalışma De Bondt ve Thaler tarafından yapılmıştır. Bu çalışmanın sonucunda, piyasada uzun süre iyi haberler ve bilgiler yayılan menkul kıymetlerin normalinden daha fazla değerlendirilebildiğine işaret etmektedir. Aşırı reaksiyonun ne anlama geldiğinin daha iyi anlaşılabilmesi için uygun reaksiyonun tanımının açık bir şekilde yapılması gerekmektedir. (Canbaş ve Kandır, 2004: 6). Piyasalara ilişkin haberlere Bayes kurallarına uygun olarak gösterilen tepkiye uygun reaksiyon denmektedir. Piyasa koşulları incelendiğinde yatırımcıların gösterdikleri tepkilerin çoğu zaman Bayes kuralları çerçevesinde olmadığı da kabul edilmektedir. Yatırımcıların yaptıkları en açık hatalardan biri, yatırım kararları alırken, en son gelen bilgilere daha fazla ağırlık verirken; temel oran bilgilerine daha az ağırlık verip, bazen de göz ardı etmeleridir. Bilgilere gösterilen aşırı reaksiyon, hisse senedi fiyatlarının geçici olarak gerçek değerlerinden sapmasına neden olmaktadır. Aşırı reaksiyonun büyük ölçüde yatırımcıların aşırı iyimser veya aşırı kötümser beklentilerinden oluştuğu kabul görmektedir.

Kısaca özetlemek gerekirse, aşırı reaksiyon hipotezi, yatırımcıların beklenmedik ve dramatik olaylara aşırı reaksiyon gösterdiğini ileri sürmektedir (Canbaş ve Kandır, 2004: 29).

5.1.3. Düşük Reaksiyon

Hisse senedi piyasalarında düşük reaksiyonun varlığı ilk kez Ball ve Brown tarafından ortaya konulmuştur. Ball ve Brown 1957-1966 yılları arasında belirledikleri kriterlere uyan 261 ABD hisse senedi üzerinde yaptıkları uygulamalı çalışmada hisse senedi fiyatlarının kazanç açıklamalarına 12 ay önceden başlayarak tepki vermeye başladığını ve söz konusu tepkinin kazanç açıklamasının yapılmasından sonra yaklaşık bir ay kadar süre ile devam ettiğini belirlemişlerdir. Düşük reaksiyonun psikolojik nedeninin “tutuculuk” olduğu belirtilmektedir.

Tutuculuk, bireylerin yeni gelişmelerle karşılaştıklarında inançlarını değiştirmekte yavaş kalmalarını ifade etmektedir. Bu çerçevede değerlendirildiğinde, tutuculuk düşük reaksiyonun nedeni olarak ortaya çıkmaktadır. Yatırım kararlarında tutucu olan bireyler, firmaların kamuya yaptıkları açıklamaları (özellikle kazanç açıklamalarını) tamamen değerlendirme eğiliminde olmamaktadırlar. Bunun sebebi, yatırımcıların, açıklanan rakamların geçici faktörleri de kapsadığını ve daha önceden yapılan kazanç tahminlerine bağlı kalmanın daha doğru olduğuna inanmalarındır. Buna bağlı olarak, tutucu yatırımcılar, firmaların yaptıkları açıklamalara kısmen yanıt vermekte ve değerlendirmelerini kısmen değiştirmektedirler. (Barberis, Shleifer ve Vishny, 1998: 9-10)

5.1.4. Ayrılma Etkisi

Ayrılma etkisi, insanların bilgi ortaya çıkıncaya kadar, bilgi karar için çok önemli olmasa bile ve bilgiyi dikkate almaksızın karar verecek olmalarına rağmen karar vermek için bekleme eğilimidir. Ayrılma etkisi Savage'nin rasyonel davranışın garanti ilkesiyle çelişmektedir.

Ayrılma etkisi, spekülatif varlık fiyatları volatilitesindeki değişimi açıklamada veya bilgi ortaya çıktığı zaman spekülatif varlık fiyatları işlem hacmi değişimini açıklamada yardımcı olabilir. Örneğin, ayrılma etkisi önemli bir açıklama yapılmadan önce düşük volatilité ve düşük işle hacmini; önemli bir açıklamadan sonra ise yüksek volatilité ve yüksek işlem hacmini açıklayabilmektedir (Shiller, 1998: 18).

5.2. Zihinsel Yanılsamalar

5.2.1. Kayıptan Kaçınma

Kayıptan kaçınma, verilen bir kayıptaki zihinsel cezanın, aynı ölçüde verilen bir kazançtaki zihinsel ödülünden daha büyük olacağı fikrine dayanır.

Kahneman ve Tversky insanların kayıp ihtimaline nasıl cevap verdikleri üzerinde çalışmıştır. İnsanlara kesin olarak 7.500 dolar kaybedecekleri ya da 10.000 dolar yatırdıklarında % 25 şans ile kaybetmeyecekleri % 75 şansa kaybedecekleri söylenmiştir ve su soru sorulmuştur. Garanti olarak verilen kaybı mı yoksa şansını mı seçerdiniz? Çoğu insan ikinci seçeneği seçmiştir. Çünkü insanlar kayıptan nefret eder ve şüpheli seçenek kayıp elde etmeme umuduna dayanır. Kahneman ve Tversky işte bu fenomeni kayıptan kaçınma olarak tanımlamıştır. (Brabazon, 2001: 4).

5.2.2. Pişmanlıktan Kaçınma

Pişmanlık, mevcut diğer seçeneklerin içinden seçilen bir seçeneğin aslında en iyisi olmadığı anlaşıldığında hissedilen acıdır ve insanlar hatanın büyüklüğü önemli olmaksızın pişmanlık hissetmeye programlanmışlardır. Bu durum kişinin yatırım sürecinde önemli bir yer tutmaktadır. Pişmanlık teorisi, yatırımcıların değeri düşen hisse senetlerini satmayı geciktirerek, değer kazanan hisseleri çabuk bir şekilde elden çıkardıkları gerçeğini açıklamaya yardım eder. Pişmanlık teorisi, yatırımcıların yapmış oldukları hatayı sonuçlandırmamak ve pişmanlık hissetmemeleri için değer kaybeden hisse senetlerini elden çıkarma konusunda kaçındıklarını belirterek yorumlanabilir. Yatırımcılar değer kazanan hisse senetlerini, daha sonra hisse senedi değer kaybettiğinde pişmanlık hissetmemek için ellerinden çıkarırlar (Shiller, 1998: 7). Kısacası, yatırımcılar pişmanlık duyacakları kararlardan kaçınma, gurur duyacakları kararları ise uygulama eğilimindedirler.

5.2.3. Zihinsel Muhasebe

Zihinsel muhasebe, yatırımcıların verdikleri finansal kararlara ilişkin sonuçları nasıl değerlendirdikleri ile ilgilenmektedir. Zihinsel muhasebe sistemlerinin varlığı, yatırımcıların irrasyonel finansal kararlar almasına neden olabilmektedir. Büyük işletmelerden bireylere kadar tüm organizasyonların muhasebe sistemleri bulunmaktadır. İşletmeler, parasal işlemleri, muhasebe hesapları aracılığıyla izlemektedir. Bireyler de işletmelere benzer biçimde kararlarını ayrı zihinsel hesaplara kaydetmektedir. Bir seçeneğe ait olan sonuç, zihinsel hesaba kaydedildikten sonra, o sonucun değerlendirilmesini etkilemektedir. Böylece zihinsel hesapların varlığı, bireylerin kararlarını etkilemektedir (Thaler, 1985: 184). Mental muhasebenin temelinde yatan ana fikir, farklı hesaplarda karşı karşıya geldikleri farklı türdeki riskli işleri ayırma ve ardından hesaplar arası

olası etkileşimlere aldirmeden her hesaba beklenti teorisi kararlarının kurallarını uygulama eğilimidir. Mental hesaplar içerikle ayrılabilceği gibi zamana bağılı olarak da ayrılabilir.

5.2.4. Çerçeveleme Etkisi

Genel olarak çerçeve etkisi, çok boyutta ortaya çıkan nesne ve olayların doğru değerlendirilememesinden kaynaklanan algısal yanılgılardır. Nesne ve olayların doğru algılanması için, onları oluşturan hal ve yerlerin sınırlandırılması, yani, onları niteleyen ilişkilerin doğru algılanmasına yol açacak bir çerçeve içine oturtulması gerekmektedir. Bu çerçevenin oluşturulamaması algısal yanılgıların bir nedeni olarak görülmektedir (Abaan, 1998: 180-183).

6. ANOMALİLER

“Anomali” kavramı, genel kabul görmüş kurallardan sapmalar olarak tanımlanmaktadır. Eğer ampirik bir bulguyu teorik çerçevede rasyonelle etmek güç ise veya bu bulguyu açıklamak için makul olmayan varsayımlar yapmak gerekli ise, söz konusu bulgu anomali olarak değerlendirilmektedir.

Finans literatüründe hisse senedi getirileri ile ilgili ampirik çalışmalar, yaygın iki anomali üzerinde yoğunlaşmaktadır. Bunlar, hisse senetlerindeki, bazı haberlere karşı (kazanç duyuruları gibi), eksik-yetersiz reaksiyon durumu ve birbirini takip eden iyi ya da kötü haberler sonucu oluşan aşırı reaksiyon durumu anomalisidir.

Fiyatlarda rasyonel olmayan belirli yönde düzenli tekrar eden fiyat hareketleri olarak tanımlanabilecek anomalileri genel olarak şu şekilde sıralanabilir (Daniel vd., 1998: 1839-1886):

- Kamusal bir olay sonucu ortaya çıkan sinyaller neticesinde elde edilen ortalama getirilere bakarak takip eden dönemde ortaya çıkabilecek anormal getiriler,
- Bireysel hisseler ve piyasanın tamamı için hisse senetlerinin pozitif kısa dönem hareketi,
- Kısa dönem getirilerine zıt bir şekilde ortaya çıkan ve uzun dönemli trend dönüşlerine sebep olan aşırı tepki hareketleri,
- Şirketlerin temel değerlerindeki değişikliklerle orantısız olarak hisse senedi fiyatlarında ortaya çıkan aşırı hareketlilik,

- Kısa dönemde fiyatlarda, sürpriz bir şekilde ortaya çıkan kazançlar hakkındaki duyurularla aynı yönde ortaya çıkan bir hareketlilik ve uzun dönemde fiyatlarda ortaya çıkan zıt yönde bir hareketlilik.

Kesitsel anomaliler, sektör ortalamasının üzerinde veya altında piyasa değerine ya da finansal oranlara sahip firmaların belli bir dönemde piyasa ortalamasından sapmalar göstereceğini ifade etmektedir.

Dönemsel anomaliler, hisse senedi getirilerinin gün, hafta, ay, tatil dönemi gibi farklı dönemlerde, diğer dönemlerden farklı bir davranış gösterdiğini ifade etmektedir.

Teknik anomaliler, ise temel ve teknik analiz yöntemleri kullanılarak farklı etkinlik düzeyine sahip piyasalarda, ortalama piyasa getirisinin üzerinde getiriler sağlanabileceğini açıklamaktadır.

Politik faktörlere dayalı anomaliler, seçim dönemlerinde ve çeşitli siyasi görüşlere sahip partilerin iktidar oldukları dönemlerde elde edilen aşırı getiri farklılıklarını incelemektedir.

Ekonomik faktörlere dayalı anomaliler ise enflasyon, döviz kuru, hazine bonusu faiz oranları, para arzı, sanayi üretim endeksi gibi makroekonomik faktörlerdeki değişimler dikkate alınarak yatırım yapıldığında ortaya çıkan yüksek volatiliteye dayanarak piyasa ortalamasının üzerinde getiriler sağlanabileceği ifade edilmektedir

6.1. Anomalilerin Sebepleri

6.1.1. İşlem Zamanı Hipotezi

İşlem zamanı hipotezine göre, ancak borsa işlemlerinin gerçekleştiği zamanlarda elde edilebilecek her güne ait ortalama getiri sabit olup diğer günlerden herhangi bir farklılık arz etmeyecektir. Ancak reel işlem piyasası göz önüne alınıp, yeni bilgi, etkin piyasa etkeni olarak kabul edildiğinde menkul kıymet piyasasının kapalı olduğu zamanlarda bile birtakım bilgilerin sağlandığı bilinmektedir. Yani menkul kıymet piyasasında sağlanan bilgi akışı durdurulamaz. Yeni gelen bilgiyi edinen yatırımcı piyasanın açıldığı ilk anda işlemini gerçekleştirecektir (Schwert, 2002: 4).

6.1.2. Yapısal ve Kurumsal Etkiler

Anomalilere yol açan bir başka neden, borsaların işleyişi ile ilgili yapısal ve kurumsal faktörler olarak ileri sürülmüştür. Anılan faktörler arasında, alım-satım ilişkisi hesapların kapatılması, menkul kıymet ve

bedellerinin tevdi ve teslimi, işlem sıklığı, piyasa yapıcılarının etkisi gibi faktörler sayılmıştır (Schwert, 2002: 2-3).

6.1.3. Bilgilerin Kamuya Duyurulması

Firmalar kendi aleyhlerine olan bilgileri kamuya duyurmak için yatırımcıların artık işlem yapamayacakları kadar kısa süren zaman aralığını tercih etmektedirler ki, bu zaman aralığı da piyasanın kapanış dakikalarıdır. Bu durumun nedeni yatırımcının yeni gelen bilgidен etkilenme düzeyini hafifletmektir. Örneğin haftanın günü veya hafta sonu etkisi denilince, finansal literatürde hisse senedi getirilerinin haftanın ilk işlem günleri olan Pazartesi günleri sistematik olarak negatif getiri sağlamaları anlaşılmaktadır (Schwert, 2002: 2-3).

6.1.4. Yatırımcı Davranışları

Yatırım kararları için ayrılan süre, haftanın günleri açısından çeşitli farklılıklar gösterir. Doğal olarak aracı kuruluşlar, kurumsal yatırımcılar, yatırım danışmanları ve benzeri kurumların kararlarını hafta içinde alırken, bireysel yatırımcılar bu kararı hafta içinin yanında hafta sonu da alırlar. Bu anomalinin muhtemel nedenlerinden biri, haftanın günlerine bağlı olarak bireylerin alım-satım emirleri arasında herhangi bir trendin gözlemlenmesi olabilir, zira alım gününü etkileyen faktörlerle satım gününü etkileyen faktörler birbirinden farklıdır (Schwert, 2002: 2-3).

7. BEKLENEN FAYDA TEORİSİ

Bernoulli'nin 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. Bir eylemin sonucu tam olarak bilinmeden bu eylemi yapmak konusunda bir kararın önceden alınma gereği, iktisat teorisinde belirsizlik halinde insan davranışlarını açıklayacak modellerin geliştirilmesine yol açmıştır. Schoemaker bu modellerin; faydanın nasıl ölçüldüğüne, olasılığın ve meydana gelen sonucun birbirinden ayrıştırılma yöntemine ve yine olasılığın ve meydana gelen sonucun birlikte ele alınması için birbiriyle çarpılmasına imkan verecek beklenen değer operatörünün tanımlanmasına göre farklılaştığını ileri sürmektedir.

Örneğin, Bernoulli, daha önceki düşüncenin aksine, insanların beklenen parasal değeri değil, beklenen bu parasal değer beklenen

faydasını maksimize ettiklerini ileri süren bir beklenen fayda teorisi düşünmüştür. Ancak, Bernoulli, beklenen faydanın nasıl ölçüleceği konusunda herhangi bir somut önermede bulunmamıştır.

John Von Neumann ve Oscar Morgenstern, Bernoulli'nin öncülüğünü yaptığı beklenen fayda düşüncesini geliştirerek, bu düşüncenin bir teoriye dönüşmesini sağlamışlardır. Bernoulli'nin karşı karşıya kaldığı faydanın ölçüm sorununu bir fayda indeksi kurarak aşan Neumann ve Morgenstern, risk içeren durumlarda tüketici tercihlerini neo-kardinalist (neo-cardinalist) bir çerçevede ele alan geleneksel talep analizinin bazı varsayımlar altında rasyonel bir seçim olduğunu kanıtlamışlardır (Abaan, 1998: 125).

8. BEKLENTİ TEORİSİ

Beklenti teorisi birçok araştırmacı tarafından her zaman en çok tercih edilen ve en iyi teori olarak görülmüştür (Shiller, 2001). Bu teorinin diğer ekonomik teorilere hakim olan yönü, gerçekten belirsizlik ortamında kişilerin rasyonel davranacağına ekonomik temsilini sunmasıdır (Shiller, 2001). Bu teorinin çekiciliği tahmin edilemeyen insan davranışları gibi birçok durum için sorgulanmaktadır (Shiller, 2001 ve Allais, 1953). Mesela Fransız ekonomist Maurice Allais yaptığı deneyde insanların şans oyunları oynarken sistematik bir şekilde fayda teorisinin gereklerini ihlal ettiklerini görmüştür. Deneyinde Allais deneklere %25 ihtimalle 2000\$ mı yoksa %20 ihtimalle 3000\$ mı tercih ettiklerini sorulmuş, denekler %65 ihtimalle ikinci seçeneği tercih etmişlerdir. Bu defa aynı deneklere %100 ihtimalle 3000\$ veya %80 ihtimalle 4000\$ arasında tercih yapmaları istenmiş ve deneklerin %80'i ilk seçeneği tercih etmişlerdir. Her iki soruda da ikinci seçeneğin beklenen faydası yüksek iken insanlar ikinci soruda daha kesin olan seçeneği tercih etmişlerdir. Esas itibarıyla iki soru arasında olasılıkların farkından başka bir fark bulunmazken, insanların küçük olasılıklarla büyük olasılıkları aynı düzeyde değerlendirmedikleri görülmektedir. Beklenti teorisi matematiksel olarak beklenen fayda teorisindeki olasılıkların yerine ağırlıklar ve fayda fonksiyonunun yerine değer fonksiyonu konularak ifade edilebilir. Beklenti teorisinde bireyler ağırlıklı toplamlarını ve değerlerini maksimize etmeye çalışmaktadırlar (Kahneman ve Tversky 1979; Shiller 2001). Kahneman ve Tversky (1979) göre ağırlıklar yüksek olasılıklara bir, düşük olasılıklara da sıfır ağırlık atandığı gerçek olasılıkların bir fonksiyonun olarak belirlenir. Diğer bir deyişle insanlar olasılığı düşük

ihtimalleri imkânsız gibi olasılığı yüksek ihtimalleri de kesin gibi algılarlar (Kahneman ve Tversky, 1979). İnsanlar olması kesin olan bir şeye ihtimali düşük dahi olsa yüksek ağırlıklar atarlar, örneğin piyango çıkma ihtimali düşük olduğu halde kitleleri heyecanlandırması durumu gibi; veya kesin olmama durumuna düşük ağırlık atarlar, uçuş sigortalarının ödenmemesi gibi (Jain, 2012: 20).

9. SINIRLI ARBİTRAJ

Rekabetçi piyasalarda insanların yanılma payı üzerinde çalışan davranışsal finansın ilk temel dayanağı sınırlı arbitraj ve ikincisi ise yatırımcı hissi teorisidir. Finans biliminde temel konulardan biri avantajlı olan farklı fiyatlar için farklı iki piyasada anlık menkul kıymet alımı ve satımı olarak tarif edilen arbitraj kavramıdır. Etkin piyasalar teorisine göre teorik olarak arbitraj, sermaye gerektirmez ve risk taşımaz. Arbitrajcı daha ucuz olan menkul kıymeti satın aldığı ve daha pahalıya sattığında, gelecekteki net nakit akımlarının sıfır olacağı kesindir ve kişi kârını olumlu ele alır. Arbitraj menkul kıymet piyasalarının analizinde önemli bir rol oynar, çünkü fiyatları temel değere çeker ve piyasaların etkinliğini devam ettirir.

Etkin piyasalar teorisinin aksine davranışsal finansın merkezindeki tartışma arbitrajın riskli olduğu ve bu yüzden sınırlı olduğudur. Arbitrajın faydalı olması, fiyatı noise (gürültü) işlem tarafından potansiyel bir şekilde etkilenmiş olan menkul kıymetler için, ikamelerinin olmasına dayanır. Riskleri sınırlandırmak için, arbitrajcılar ikamesi olan menkul kıymetlerin yüksek fiyatlı olmayanlarını satın alabilmelidir. Fakat bazı durumlarda menkul kıymetler ikamelere sahip olmayabilir. Böylece arbitraj, fiyat seviyelerinin yüksek olmasını ve arbitrajcı için riski engelleyemez. Bu yüzden arbitrajcı ikame portföy alamaz ve kısa dönemde satamaz. Sonuç olarak eğer arbitrajcı riskten kaçınırsa, arbitraj sınırlı hale gelir (Shleifer, 2000: 89-111). Burada rasyonel olmayan işlemciler “noise işlemciler” olarak bilinirken, rasyonel işlemciler ise arbitrajcılar olarak tanınmaktadır.

10. ZITLIK VE MOMENTUM STRATEJİLERİ

Hisse senedi alım satımlarının başladığı ilk günden bu yana basit alım satım stratejileri fazlaca merak uyandırmıştır. En basit alım satım stratejileri, hisse senetlerinin daha önceki dönemlerdeki getirilerini ele alan modelleri örnek almaktadırlar. Son zamanlarda yapılmış birçok çalışma,

geçmiş hisse senedi hareketlerine dayalı, görece olarak basit bazı alım satım stratejilerinin önemli miktarda normalüstü getiriler elde ettiğini ortaya koymuştur. Zıtlık ve momentum stratejileri bu basit alım satım stratejisi modellerinin iki zıt örnekleridir. Yapılan çalışmalarda hem getiri dönüşleriyle ilişkili zıtlık stratejilerinin hem de getiri devamlılığına dayalı momentum stratejilerinin her ikisinin de sürpriz bir biçimde karlı olduğunun farkına varılmıştır.

Zıtlık veya momentum yatırım karları, hisse senedi getirilerinde beklenen farklılıklarla veya hisse senedi getirilerinin zaman serileri tahmin edilebilirlikleriyle açıklanabilir. Literatürde, zaman serileri tahmin edilebilirlikleri üzerinde daha büyük bir ilgi olsa da, günümüzde yeni modeller giderek daha fazla dikkat çekmektedirler. Hatta, stratejinin zıtlık ya da momentumla ilgisi olmadığı, herhangi bir stratejinin başarısının varlık fiyatlarının zaman serileri davranışına dayandığı söylenebilir. Kısaca, bazı hususlar göz önüne alındığında bir hisse senedinin, önceki performansına dayandığı şeklinde bir sonuç ortaya çıkmaktadır. Bu durum, rastsal yürüyüş modeline ve piyasa etkinliğine ters düşmektedir. Zıtlık ve momentum stratejileri arasındaki ana farklılık, bunların araştırıldığı veya pratikte kullanıldıkları zaman aralıklarından kaynaklanmaktadır. DeBondt ve Thaler çalışmalarında, ABD hisse senedi piyasasında uzun vadede getiri dönüşlerinin olacağı yönünde güçlü kanıtlar ortaya koymuşlardır. Çalışmalarında, son 3 ila 5 yıllık zaman periyodu içinde zayıf performans gösteren hisse senetlerinin yani geçmişte kaybedenlerin, güçlü performans gösteren hisse senetlerinden diğer bir ifade ile geçmişte kazananlardan yüksek performans gösterme eğiliminde olduklarını zikretmişlerdir. Bu tip bir yatırımı da zıtlık stratejisi olarak adlandırmışlardır. Aksine, Jegadeesh ve Titman ise ABD hisse senedi piyasasında 3 ila 12 aylık zaman periyodunda geçmişte kazananların geçmişte kaybedenlere göre üstün performans göstereceği ortalamasının devam edeceğini de iddia ederek bunu da momentum stratejisi olarak isimlendirmişlerdir. Onları takip ederek, Conrad ve Kaul getiri bazlı alım satım stratejilerinden kaynaklanan karları analiz etmişlerdir. Bulgularına göre, zıtlık stratejisi çok kısa vadelerde (haftalık, aylık) veya uzun vadelerde (2 yıldan 5 yıla kadar) önemli karlar elde etmeyi sağlarken, momentum stratejisi genellikle orta vadede (3 aydan 12 aya kadar) kar elde etmeyi sağlamaktadır (Balı, 2011: 43-44).

11. SONUÇ

Günümüz finans piyasalarının tam etkin bir yapıda faaliyet gösterdiğini söylemek zordur. Bu şartlar altında da yatırımcının psikolojisi ve algılama biçimi yatırım kararlarını, dolayısıyla da pazar gelişimini önemli ölçüde etkilemektedir. Davranışsal finans, sınırlı arbitraj ve yatırımcı psikolojisi olmak üzere iki boyuttan oluşur. Bir taraftan arbitraj olanaklarının kısıtlanması, piyasalar arasındaki fiyat farklılıklarının, en azından kısa vadede, giderilmesine engel olurken; diğer taraftan yatırımcıların geçmiş tecrübeleri ve yasadıkları çevrenin etkisiyle verdikleri kararlar, pazara şekil vermektedir.

Davranışsal finans insanı tamamen rasyonel bir varlık olarak görmemekte ve bazı finansal olayların, bu şekilde daha iyi açıklanabileceğini ileri sürmektedir. Davranışsal finansın temelini bilişsel psikoloji alanında yapılan çalışmalar oluşturup, özellikle riskli durumlarda karar verirken beklenen fayda teorisinin varsayımlarından nasıl uzaklaşıldığını anlamamızı sağlayarak insan kararlarını etkileyen psikolojik faktörlerin neler olduğu konusunda ve yatırımcıların gerçekte nasıl davrandığının anlaşılmasını sağlamaktadır.

Davranışsal finans ayrıca, arbitrajın kısıtlı olması sebebiyle piyasaların etkin olamayacağını iddia etmektedir. Etkin piyasa hipotezine göre, yatırımcılar rasyoneldir, bazı yatırımcılar rasyonel değilse bile rasyonel olmayan yatırımcıların davranışları birbirini dışlar ve fiyatları etkilemez veya yatırımcılar aynı yönde rasyonel olmayan davranışlar sergilerlerse, piyasada bulunan rasyonel arbitrajcılar, rasyonel olmayan davranışların fiyatları etkilemesini önler. Fakat davranışsal finans, temel risk, irrasyonel yatırımcı riski ve uygulama maliyetleri olarak açıklanan nedenlerle arbitrajın kısıtlı olduğunu iddia etmektedir.

Kısaca, bilişsel ve duygusal faktörler finans piyasalarında ihmal edilemeyecek bir rol oynamaktadır. Bu rolün davranışsal finans aracılığıyla anlaşılması ve uygun önlemlerin alınması, sadece bireylerin yatırım kararlarına değil, genel piyasanın gücüne de katkı sağlayacaktır. Bunun için yatırımcının davranışsal eğilimler ve sapmalar konusunda eğitiminin, kamuyu aydınlatma ve finansal raporlama kurallarındaki iyileştirme ve yatırımcı bireylerin anlayacağı şekilde yalınlaştırılması, bireylerin seçimlerinde daha olumlu sonuçlar verecektir.

KAYNAKÇA

Abaan,E.(1998). Fayda Teorisi ve Rasyonel Seçimler. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği no: 2002/3.

Baker,M.ve Stein, J.(2004). Market Liquidity as A Sentiment Indicator. Journal of Financial Markets 7, <http://people.hbs.edu/mbaker/cv/papers/MarketLiquidity.pdf> (14.11.2012)

Baker,M. ve Wurgler,J.,(2004), A Catering Theory of Dividends, Vol.LIX,No.3,http://pages.stern.nyu.edu/~jwurgler/papers/wurgler_baker_dividends.pdf (14.11.2012)

Balı,S.(2011), Zıtlık Ve Momentum Stratejileri Teori ve Uygulama, Çatı Kitapları, İstanbul.

Barberis,N., Shleifer,A., ve Vishny,R., (1998), “A Model Of Investor Sentiment”, Journal of Financial Economics.

Barberis, N. ve Thaler,R.(2002), “A Survey Of Behavioral Finance”, The Handbook of the Economics Of Finance http://faculty.som.yale.edu/nicholasbarberis/ch18_6.pdf(18.10.2012)

Berk, N.(2005). Finansal Yönetim, 8. Basım, Türkmen Kitapevi, İstanbul.

Brabazon, T.,(2000) “Behavioural Finance: A new sunrise or a false dawn?”, University of Limerick.

Brealy, R.A. ve Myers, S.C. (2003). Principles of Corporate Finance. McGraw-Hill, Seventh Edition

Camerer, Colin F. ve Loewenstein, G.(2002), Behavioral Economics: Past, Present, Future. California Institute of Technology, Division of the Humanities & Social Sciences Working Paper, <http://www.hss.caltech.edu/~camerer/ribe239.pdf> (09.12.2012)

Canbaş, S., ve Kandır, S. Y. (2004). Türkiye'deki Yatırım Fonları Performanslarının Tutarlılığının İncelenmesi. Finans-Politik & Ekonomik Yorumlar, Yıl 41, Sayı 480

Chew, D.H. (2001). Corporate Finance Where Theory Meets Practice. McGraw Hill Com. Inc., New York

Daniel, K., Hirshleifer, D., ve Subrahmanyam, A. (1998). Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions. Journal of Finance

DeBondt W, ve Thaler, R.(1990), “Do Security Analysts Overreact?”, American Economic Review, Vol:80.

Demirel, E. (2012). Finansal Piyasa Analizleri ve Portföy Yönetimi. Kriter Yayınevi, İstanbul, ss77-82.

Demireli, E., Akkaya, C.G. ve İbaşı, E. (2010). Finansal Piyasa Etkinliği: S&P 500 Üzerinde Bir Uygulama. Celal Bayar Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi. 2(11).

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

Emery, G. W. (1998). Corporate Finance Principles and Practice. Addison-Wesley Longman Inc. United States of America.

Estrada,J.(2001), “Law and Behavioral Economics” <http://web.iese.edu/jestrada/PDF/Research/Others/L&BE.pdf> (18.10.2012)

Fama, E.(1969), Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, The Journal of Finance, Vol. 25, No. 2, Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association New York, N.Y. <http://www.jstor.org/stable/2325486>

Fuller,R.(1998), “Behavioral Finance and Sources of Alpha”, Journal of Pension Investing, Vol 2, No:3.

Jain, V. (2012). An Insight into Behavioral Finance Models Efficient Market Hypothesis and its Anomalies, Researchers World, Journal of Arts & Science & Commerce, Vol:3.

Karan,M.(2001).Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi, Gazi Kitabevi, Ankara.

Konuralp, G. (2006). Sermaye Piyasaları Analizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi. Alfa Basım Yayım, İstanbul.

Lee,C., Shleifer,A., ve Thaler, R. (1990), Investor Sentiment and The Closed-End Fund Puzzle, The Journal of Finance, Vol.XLVI, No:1

<http://www.economics.harvard.edu/faculty/shleifer/files/InvestorSentiment.pdf> (24.10.2012)

Lei,Q.,Guojun,W.,(2005), Time- Varying Informed and Uninformed Activities, Journal of Financial Markets 8, http://www.bauer.uh.edu/wu/Papers/JFM2005_InformTrade.pdf (09.11.2012)

Lys, T., ve Sohn,S.(1990), The association between revisions of financial analysts' earnings forecasts and security-price changes, Journal of Accounting and Economics, Vol: 13, Issue: 4

Nofsinger J. R.(2001), Investment Madness: How Psychology Affects Your Investing...And What To Do About It. Prentice Hall.

Ross, S.A., Westerfield, R.W. ve Jordan, B.D. (2001). Essentials of Corporate Finance. McGraw Hill International Edition, Singapore.

Ross, S.A., Westerfield, R.W. ve Jaffe J.F. (2002). Corporate Finance. Sixth Edition. McGraw Hill. Inc., New York. <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X04000686-item1#item1>

Schwert, G. W. (2002), Anomalies and Market Efficiency. <http://218.2.28.130/tushu/book/book12/2009875799258.pdf> (17.10.2012)

Shiller, R., J. (1998), Human Behavior and the efficiency of financial system, National Bureau of Economic Research Working Paper No.6375

Shleifer, A.(2000), Inefficient Markets: An Introduction To Behavioral Finance, 1. Basım, New York: Oxford University Press Inc.,

Tabarrok,A. (2013), "Lars Peter Hansen Nobelist" <http://marginalrevolution.com/marginalrevolution/2013/10/lars-peter-hansen-nobelist.html>

Thaler,H.,R.(1985) "Mental Accounting Matters", Journal of Behavioral Decision Making. <http://faculty.chicagobooth.edu/richard.thaler/research/pdf/MentalAccounting.pdf> (16.10.2012)

Thaler, H. R.(2000), "From Homo Economicus to Homo Sapiens" Journal of Economic Perspectives, Vol.14, No: 1.

Thaler, H. R. ve Sendhil M., (2000). Behavioral Economics, NBER Working Paper No. 7948, <http://www.nber.org/papers/w7948>. (20.11.2012)

Tvede, L.(1999), The Psychology of Finance, 1st Edition, West Sussex, England: John Wiley & Sons Ltd.

Tversky, A., ve Kahneman, D. (1979), "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk" *Econometrica*, 47(2) http://www.princeton.edu/~kahneman/docs/Publications/prospect_theory.pdf (20.11.2012)