

Davranışsal Finanstayırımcı Önyargıları

Dr. Sezen GÜNGÖR

1980 İstanbul doğumlu olan yazar, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesinden 2007 yılında mezun olmuş, 2009 yılında İstanbul Üniversitesi İşletme İktisadi Enstitüsünde Master of Science in Finance programını tamamlamış ve 2017 yılında “Finansal Yatırım Kararlarında Genetik Etkiler: Duygusal Önyargılar Analizi” başlıklı çalışmasıyla Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsünden işletme doktoru unvanını almaya hak kazanmıştır. Çalışmalarında davranışsal finans ve yatırımcı davranışını esas alan yazar, yatırım davranışlarının psikolojik, nörolojik, genetik, sosyal ve kültürel temellerini araştırmaya odaklanmıştır.

Finansal piyasalarda meydana gelen anomalilerin geleneksel finans teorileriyle açıklanamadığı durumlarda davranışsal teorilerden söz edilmesi gerektiği, yatırımcıların her zaman her konuda rasyonel davranmayabileceği ve rasyonel olmayan davranışlar sergilemelerinin muhtemel olduğu konusunda yapılacak çalışmalara kaynak olması amacıyla hazırlanan bu kitabın, ülkemizin davranışsal finans literatürüne katkı sağlaması umulmaktadır.

Doç. Dr. Engin DEMİREL

2001 yılında İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi İngilizce İşletme Bölümünden mezun olan yazar, yüksek lisansını 2005 yılında Trakya Üniversitesinde ve Mediterranean Agronomic Institute of Chania, Yunanistan’da tamamladıktan sonra 2009 yılında Marmara Üniversitesinden “Sabit Getirili Menkul Kıymetler Portföyü Optimizasyonu ve Bir Uygulama” başlıklı teziyle doktor unvanını almıştır. 2014 yılından bu yana Trakya Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesinde doçent olarak lisans, yüksek lisans ve doktora dersleri vermekte olan yazarın finansal piyasalar ve finansal kurumlar, portföy optimizasyonu, uluslararası finans ve davranışsal finans konularında çok sayıda ulusal, uluslararası makale, kitap bölümü ve kitabı bulunmaktadır.

Davranışsal finans alanındaki literatüre destek olması umulan bu kitabın, konuya ilgi duyan tüm kesimlere, yatırımcı davranışını açıklama konusunda yardımcı olacağı düşünülmektedir.

Davranışsal Finasta Yatırımcı Önyarguları

© 2018, ALFA Basım Yayım Dağıtım San. ve Tic. Ltd. Şti.

Kitabın yayın hakları Alfa Basım Yayım Dağıtım Ltd. Şti.'ne aittir. Tanıtım amacıyla, kaynak göstermek şartıyla yapılacak kısa alıntılar dışında, yayıncının yazılı izni olmaksızın hiçbir elektronik veya mekanik araçla çoğaltılamaz. Eser sahiplerinin manevi ve mali hakları saklıdır.

Yayıncı ve Genel Yayın Yönetmeni M. Faruk Bayrak

Genel Müdür Vedat Bayrak

Yayın Yönetmeni Mustafa Küpüşoğlu

Kapak Tasarımı Yavuz Karakaş

Sayfa Tasarımı Güneş Kozak

ISBN 978-605-171-899-6

1. Basım: Aralık 2018

tamadres.com

Baskı ve Cilt

Melisa Matbaacılık

Çiftelhavuzlar Yolu Acar Sanayi Sitesi No: 8 Bayrampaşa-İstanbul

Tel: 0(212) 674 97 23 Faks: 0(212) 674 97 29

Sertifika no: 12088

Alfa Basım Yayım Dağıtım San. ve Tic. Ltd. Şti.

Alemdar Mahallesi Ticarethane Sokak No: 15 34410 Çağaloğlu-İstanbul

Tel: 0(212) 511 53 03 (pbx) Faks: 0(212) 519 33 00

www.alfakitap.com - info@alfakitap.com

Sertifika no: 10905

Davranışsal Finansta Yatırımcı Önyargıları

Sezen Güngör - Engin Demirel

tamadres.com

ALFA

tamadres.com

İçindekiler

Şekiller Listesi	6
Önsöz	7
1. Davranışsal Finans.....	9
2. Davranışsal Finansın Yapısal Özellikleri.....	24
2.1. Sınırlı Arbitraj	25
2.2. Sınırlı Rasyonalite.....	28
3. Davranışsal Finans Modelleri	29
3.1. Temsili Yatırımcı Modeli (Barberis, Shleifer ve Vishny Modeli)	30
3.2. Aşırı Güven ve Kendine Yükleme Modeli (Daniel, Hirshleifer ve Subrahmanyam Modeli)	33
3.3. İnteraktif İlişkiler Modeli (Hong ve Stein Modeli)	35
4. Yatırımcı Davranışını Temel Alan Karar Verme Modelleri.....	37
4.1. Beklenti Teorisi.....	40
4.2. Beklenen Payda Teorisi ve Beklenti Teorisi Karşılaştırması	43
4.3. Davranışsal Portföy Teorisi	53
5. Davranışsal Finansta Yatırımcı Davranışlarına Etki Eden Önyargılar... 56	
5.1. Sezgisel Eğilimler ve Önyargılar.....	60
5.2. Bilişsel Önyargıları	63
5.2.1. Bilişsel Çelişki Önyargısı (Cognitive Dissonance Bias).....	64
5.2.2. Muhafazakârlık Önyargısı (Conservatism Bias)	67
5.2.3. Doğrulama Önyargısı (Confirmation Bias)	70
5.2.4. Temsiliyet Önyargısı (Representativeness Bias).....	74
5.2.5. Kontrol Yanılsaması Önyargısı (Illusion of Control)	81
5.2.6. Geçmiş Görüş Önyargısı (Hindsight Bias).....	83
5.2.7. Zihinsel Muhasebe Önyargısı (Mental Accounting Bias)	87
5.2.8. Bağlanma ve Düzeltme Önyargısı (Anchoring and Adjustment Bias) .. 93	
5.2.9. Çerçeveleme Önyargısı (Framing Bias)	97
5.2.10. Mevcudiyet Önyargısı (Availability Bias)	104
5.2.11. Kendine Atfetme Önyargısı (Self-Attribution Bias)	109
5.2.12. Sonuç Önyargısı (Outcome Bias)	112
5.2.13. Sonralık Önyargısı (Regency Bias)	114
5.3. Duygusal Önyargılar.....	117
5.3.1. Kayıptan Kaçınma Önyargısı (Loss Aversion Bias)	120
5.3.2. Aşırı Güven Önyargısı (Overconfidence Bias)	125
5.3.3. Otokontrol Önyargısı (Self-Control Bias).....	129
5.3.4. Statükoyu Koruma Önyargısı (Status Quo Bias).....	132
5.3.5. Sahiplenme Önyargısı (Endowment Bias).....	136
5.3.6. Pişmanlıktan Kaçınma Önyargısı (Regret Aversion Bias)	140
5.3.7. Benzeşim Önyargısı (Affinity Bias)	144
Kaynakça	147

Şekiller Listesi

Şekil 1 - Aşırı Güven Sahibi Yatırımcılar İçin Zamanın Bir Fonksiyonu Olarak Ortalama Fiyat.....	34
Şekil 2 - Yatırımcının Karar Verme Davranışı.....	38
Şekil 3 - Beklenti Teorisinde Değer Fonksiyonu.....	41
Şekil 4 - Beklenen Fayda Teorisinde Etkin Sınır ve Kayıtsızlık Eğrileri ...	47
Şekil 5 - Fayda Fonksiyonunu Dört Farklı Şekilde Tanımlayan Teoriler...	55
Şekil 6 - Doğrulama Önyargısının Tespitinde Kart Deneyi.....	72
Şekil 7 - Sonuç Odaklı Bakış Açısı	119
Şekil 8 - Duygular Noktasında Riske Bakış Açısı	119
Şekil 9 - Önceden Satılan Pay Senedini Yeniden Satın Alma Dinamikleri.....	142

Önsöz

Davranışsal finans, finansal yatırım kararlarında bireysel yatırımcıların rasyonel davranmaktan uzak olduklarına ve insani önyargıların etkisinde kaldıklarına odaklanan bir alandır. Geleneksel finanstan farklı olarak insanın irrasyonel veya sınırlı rasyonel olduğu varsayımına dayanmakta ve bu temel varsayımla bireylerin karar sürecinde etkisinde kaldıkları önyargı veya eğilimleri konu almaktadır. Doğru yatırım kararı vermek için bu önyargıları tanımak ve öngörebilmek şüphesiz önemlidir. Fakat daha da önemlisi önyargıları yönetebilmektir. Herhangi bir şeyi yönetebilmek için ise o şeyi tanımlamak gerekir.

Finans literatüründe önemli bir yer kaplayan asıl soru şudur: Neden? Devletler, şirketler, finansal yatırım danışmanları, kurumsal ve bireysel yatırımcılar, potansiyel yatırımcılar ve hatta yatırım yapacak tasarrufu bulunmayan kesimler bile bu sorunun cevabını aramaktadır. Döviz kurları neden yükseldi, borsa neden düşüyor, faizler neden bu kadar oynak, petrol, altın ve diğer emtiaların fiyatları neden yükselişte veya düşüşte gibi pek çok soru sıralanabilir. Tüm bu soruların tek bir cevabı olmadığı gibi bu sorulara verilecek cevaplar da bir döngü içindedir. Ancak temelde asıl cevap tüm yatırım araçlarının “insanlar” tarafından alınıp satılmasıdır. İnsanı insan yapan tüm biyolojik, psikolojik, sosyal ve demografik faktörler bir arada

düşünüldüğünde içinden çıkılmaz sorular daha da artmaktadır. İnsanın istisnasız her durumda rasyonel davranacağını varsayan teorileri, insanı duygularıyla, bilinciyle ve bilinçdışıyla, sosyal çevresinden aldığı duyularla, doğru veya yanlış geçmişte aldığı kararlarından çıkardığı dersle, kısacası insanı canlı bir organizma olarak ele alan teorilerle birlikte ele almak bu tür sorulara cevap bulmada yardımcı olacaktır.

Bu kitapta öncelikle davranışsal finans konusunda temel bilgilere yer verilmiş ve yatırımcı davranışını temel alan karar modellerine değinilmiştir. İlk iki bölümde davranışsal finans kavramı ve davranışsal finans modelleri ayrıntılı şekilde açıklanmıştır. Üçüncü bölümde yatırımcı davranışını temel alan karar modelleri açıklanırken geleneksel finansın temel taşı Beklenti Teorisi ile Davranışsal Finansın yapı taşı Beklenen Fayda Teorisi karşılaştırmalı olarak incelenmiştir. Son bölümde ise yatırımcının karar sürecinde etkisinde kaldığı önyargılar Michael Pompian tarafından yapılan sınıflandırma ışığında ele alınarak, her bir önyargı için tanımlama, tanıma ve üstesinden gelme tavsiyelerine değinilmiştir. Çalışmanın finans bilimiyle ilgili alanda çalışma yapan araştırmacılara, aynı alanda eğitim alan öğrencilere ve diğer ilgililere katkı sağlaması umulmaktadır.

Bu kitap, Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalında hazırlanan “Finansal Yatırım Kararlarında Genetik Etkiler: Duygusal Önyargılar Analizi” başlıklı doktora tezinden türetilmiştir. Tezin süreci boyunca ve kitaplaştırma aşamasında desteklerini esirgemeyen sevgili ailelerimize, kitabın sizlere ulaşmasını sağlayan Alfa Yayınevi Sayın Faruk Bayrak’a ve tüm bu süreçte “varlığı yeten” herkese şükranlarımızı sunarız.

1. Davranışsal Finans

“Dow Jones Endeksinde 2008 yılının ilk üç çeyreği boyunca hisse senetleri %18 düşüş göstermiştir. Dördüncü çeyrekte, panik zamanında, piyasa başka bir %19'luk kayıp daha yaşamıştır. Düşüşler 2009'un ilk çeyreğinde hızlanmış ve piyasada 5 Mart 2009'da %25'lik düşüş yaşanmıştır. Elbette yatırımcılar piyasanın neden dip olduğunu bilmiyorlardı; ancak piyasanın bir yıl içinde düştüğünü ve bu düşüşün toplamda %50'den fazla olduğunu biliyorlardı (Nofsinger, 2011). Nofsinger, Yatırım Psikolojisi adlı eserinde ABD'de yaşanan ve etkileriyle tüm dünya piyasalarını çok ciddi bunalımlara sokan 2009 krizini böyle özetlemektedir. Bu metinde asıl önemli olan nokta şudur: “Yatırımcılar piyasanın neden dip yaptığını bilmiyorlar ama %50'den fazla kayıp olduğunu biliyorlar.” Gerçekten de sayısal olarak ölçülebilen bir kayıp vardır ancak asıl önemli olan bunun nedenini bilmektir. Peki, bu nedeni sayısal olarak ölçmek mümkün müdür? Yoksa piyasalar geleneksel teorilerin cevap veremediği bir nedenle mi karşı karşıya kalmışlardır?

Finans literatürüne girmesi yakın geçmişte olsa da davranışsal finansın tartışma konusuna, bir başka ifadeyle klasik teorilerle açıklanamayan yatırımcı davranışına ve bunun sebep olduğu krizlere verilebilecek ilk örneklerden biri 16. yüzyılda Hollanda'da yaşanan Lale Çılgınlığıdır. Avrupalılar 16. yüzyıla kadar tanımadıkları bu çiçekle, gerek Kanuni Sultan

Süleyman'ın 1562 yılında Hollanda kralına hediye ettiği bir sandık lale soğanı gerekse İstanbul'a ziyarete gelip gördükleri lalelerden etkilenerek ülkelerine yanında lale soğanlarıyla dönen Hollandalılar vasıtasıyla tanışmışlardır. Elde etmesi güç olan bu laleler büyük ilgi görmüş ve lale sahibi olmak Hollanda elitleri arasında kısa sürede büyük bir itibar ve statü sembolü haline gelmiştir. Bir süre sonra elitleri de aşan ilgi ve alaka orta sınıfa da sıçramış, insanlar sahip oldukları her şeylerini satarak lale soğanları satın almışlardır. Artan bu ilgi lale soğanlarının fiyatlarının oldukça artmasına neden olmuştur. 1623 yılında bir lale soğanının fiyatı 1000 gineyi bulmuşken, o günlerde Hollanda'da ortalama yıllık kazanç yaklaşık 150 gine civarlarındaydı. Klasik teoriye göre bu olayın laleye olan arz ve taleple açıklanması mümkündür, ancak olayın öznesi olan insanın bu davranışını açıklamak için klasik teorinin yeterli olmayacağı açıktır (Mazgit, 2007). Hollanda da yaşanan ve Lale Çılgınlığı olarak bilinen bu olayı bazı kaynaklar piyasa balonlarının ilk örneği olarak sunmaktadır. Gerçekten de çok kısa bir sürede çok ciddi şekilde pahalı hale gelen lale soğanlarının bir hafta içinde değersiz hale gelişi tıpkı bir balonun patlaması gibidir.

Kavramsal olarak literatürde kendisine yer bulması çok erken olmasa da davranışsal finansın insanların yatırım ve tüketim faaliyetlerinin başladığı zamandan bu yana bilinçdışı-mızda olduğunu söylemek yanlış olmaz. Davranışsal finans, Etkin Piyasalar Hipotezinin test edilmesi sırasında ortaya çıkan anomalileri açıklamak üzere yeni bir paradigma olarak akademik çalışmalarda ortaya çıkmıştır. Piyasaların nasıl ve neden etkin olmayabileceğini açıklamada yardımcı olacak bir modeldir (Veeraraghavan, 2010).