

Bölüm 2

SERMAYE PİYASALARINDA SÜRÜ DAVRANIŞI¹

Batuhan MEDETOĞLU²

Arif SALDANLI³

DAVRANIŞSAL FİNANS KAVRAMI

Adam Smith'in 1776 yılında yayımlamış olduğu 'Ulusların Zenginliği' kitabının hem davranış anlamında hem de iktisat anlamında öncü olduğunu ve ekonomik liberalizmin önemli bir eseri olarak kabul edildiğini görülmektedir. Bu çalışma rasyonel tercih davranışının kökeni olarak kabul edilmektedir. Çalışmaya göre, bireylerin karar verme süreçleri iki temel bilgi varsayımı çerçevesinde yürütülmektedir. Bu bilgi varsayımları ise tam bilgi ve mükemmel bilgidir. Aynı zamanda kişilerin bu tam ve mükemmel bilgiyi doğru ve önyargısız şekilde işleyebildikleri varsayılmaktadır. Adam Smith tam rekabete dayalı ekonomilerde kendi çıkarları peşinde koşan tüm bireylerin çıkarlarını maksimum seviyeye çıkarmaya çalıştığını vurgulanmıştır. Piyasa bu yolla otomatik olarak dengeye gelmektedir ve piyasada kendi çıkarlarını maksimize etmeye çalışan 'homo economicus' kavramı vardır. Bu bağlamda 'homo economicus' yani rasyonel insan, davranışlarını yönlendiren temel faktörün kişisel çıkarları olduğunu kabul etmektedir. Yatırım kararlarında kâr maksimizasyonunu en yüksek seviyeye taşımaya çalışır ve faydası en yüksek olacak varlıklara odaklanır. 'Homo economicus' kavramı günümüzde geçerliliği devam eden bir kavram olmakla birlikte davranışsal finans ile tam anlamda bireylerin rasyonel olmadığı ortaya çıkmıştır. Simon'un 'Rasyonel Seçimin Davranışsal Bir Modeli' çalışması ise davranışsal iktisadın temeli olarak kabul edilmektedir. Simon'un çalışması 'homo economicus' kavramının her zaman rasyonel olmadığını ve rasyonel olmadığı durumlarda maruz kaldığı psikolojik kavramlar üzerinde durmaktadır. Bu kavramlar "tatmin edici davranış", "sınırlı rasyonellik" gibi olup aynı zamanda yatırımcı tipleri ve davranışını oluşturmuştur. Simon'a göre rasyonel olabilmek, karmaşık

¹ Bu çalışma Batuhan Medetoğlu tarafından İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Para, Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar Bilim Dalında sunulan "Sermaye Piyasalarında Sürü Davranışının Hisse Senedi Alım Satım Kararları ve Fiyat Hareketliliğine Etkisi" başlıklı tezden yararlanılarak hazırlanmıştır.

² Öğretim Görevlisi, İstanbul Ayyansaray Üniversitesi, batuhanmedetoglu@ayvansaray.edu.tr

³ Dr. Öğretim Üyesi, İstanbul Üniversitesi, saldanli@istanbul.edu.tr

problemlerin çözümünü bulabilmek şeklinde tanımlanmaktadır ve insanın rasyonel olması için izlemesi gereken yollar mevcuttur. Bu kavramlar davranışsal finans kapsamında incelenmektedir ve özellikle sınırlı rasyonellik sürü davranışı ile açıklanabilmektedir (Kurtoğlu & Fırat, 2014, s. 87-89).

Davranışsal finans; bilgisel piyasadan sapmaları yani piyasadaki yatırımcıların rasyonel olmayan davranışları ile ilgilenmektedir. Temel olarak yatırımcı davranışlarının menkul kıymet fiyatlarını nasıl etkilediğini ve yatırımcıların etkilendiği durumları incelemektedir (Tufan & Sarıçıçek, 2013, s. 160). Davranışsal finans teorisinin temelleri Kahneman İle Tversky tarafından 1979 yılında Beklenti Teorisi ile ortaya atılmış ve 2002 yılında Daniel Kahneman yapmış olduğu çalışmalarla Nobel ödülü kazanmıştır. Daha sonra Richard Thaler tarafından geliştirilmiş ve finans literatüründe önemli bir yer kazanmıştır. Rasyonel olarak tanımlanan yatırımcı irrasyonel ya da sınırlı rasyonel yatırımcı olarak nitelendirilmiştir. Rasyonel olmayan yatırımcı piyasada bilgilerin tam olarak yansımasını engellemektedir ve bu durum da istenmeyen fiyat hareketliliğine neden olmaktadır. Davranışsal finans modelleri temelde, rasyonel yatırımcılar için yetersiz kalan finans teorileri, piyasada var olan anomalileri saptamak ve bu mevcut anomalileri açıklayabilmek maksadıyla ortaya çıkmıştır. Anomalilerin temeline baktıldığında ise aslında kişilerin psikolojik yanılsamalarından dolayı ortaya çıktığı görülmüştür. Yatırımcıların bir takım önyargı ve davranışlardan etkilendiği sonucuna varılmış ve yatırımcıların rasyonellikten saptığı gözlemlenmiştir.

Davranışsal finans, finansal piyasalarda ve verilen finansal kararlarda psikolojinin finans kararlarında ne derece etkili olduğunu araştırmaktadır. Davranışsal finans, ekonomi ile psikolojiyi birbirine bağlayarak bireylerin yaptıkları harcamalarda, yatırımlarda, tasarruflarda ve borçlanmalarda rasyonel olmayan kararları nasıl aldıklarını göstermeyi amaçlamaktadır. Yani bireylerin sosyal idrak ve duygusal eğilimlerinin ekonomik kararlara ve bunların piyasa fiyatlarına, getirilerine ve kaynakların dağılımına nasıl etki ettiğini ortaya koyan bir bilimsel uygulama alanıdır. Yatırımcıların bilgiye dayalı kararlar verebilmek için bilgileri nasıl yorumladıklarını ve yatırım kararlarında nasıl hareket ettiklerine odaklanmaktadır (Korkmaz & Ceylan, 2017, s. 729).

Yatırımcıların yatırım kararlarını verirken riskten kaçınma ve elde edecekleri faydayı maksimize etme amacıyla olmalarına rağmen yapılan yatırımlarda yanış kararlar verdikleri gözlemlenmektedir. Bireylerin rasyonel olmaları durumunda yüksek fayda elde edecekken rasyonel davranamama sebepleri davranışsal finansın konusu olmuştur. Yatırımcıların rasyonel davranamama nedenleri; psikolojik önyargılar, aşırı güven, zihinsel muhasebe yanılgıları gibi bilişsel kusurlar ve duygusal davranışlar sergilemeleri neticesinde söz konusu amaçlarına ulaşamadıkları ve rasyonel seçim yapamadıklarını göstermektedir (Ergör, 2017, s. 10).

Davranışsal finans, bireylerin yatırım yaparken rasyonel olmamasını açıklarken, bireyin birtakım psikolojik faktörlere maruz kaldığını açıkladığından psikoloji bilimiyle yakından ilgilidir. Yine yatırım yaparken çevresel faktörlerden etkilenerak rasyonel olmama yönüyle sosyal psikoloji ve sosyoloji bilimleriyle ilişki içerisindedir. Yatırım kararlarıyla alakalı olduğundan iktisat bilimiyle, ekonomi ile ilişkilidir. Davranışsal finans geniş bir bakış açısına sahip ve birçok bilim dalıyla ortak çalışan bir teori olarak insan davranışlarını temel almaktadır ve bireylerin rasyonel karar vermeme nedenlerini açıklamaktadır (Kıyılar & Akkaya, 2016, s. 115-120).

YATIRIMCI PSİKOLOJİSİ VE YATIRIM KARARLARI

Yatırımcı psikolojisi, davranışsal finasta yatırım kararları verilirken asli faktördür ve geleneksel finans teorilerinden hareketle yatırımcılar yatırım kararlarında rasyonel olarak kabul edilmektedir (Demir & Gamze, 2006, s. 37-40). Yatırımcıların amacı yapılan yatırımlarda beklenen getiriyi maksimize etmek şeklindedir. Fakat davranışsal finans; yatırım yapılırken bireylerin tamamının rasyonel olmadığını ve psikolojik nedenlerden dolayı yanlış yatırım kararları verdiklerini ortaya koymaktadır.

Geleneksel finans teorilerine göre yatırımcıların; kişisel çıkarlarını maksimize etmeye çalışan rasyonel bireyler olduğu kabul edilmektedir. Verilen her yatırım kararında beklenen getiri ölçüsünde risk alan ve bu bağlamda kâr elde etmeyi hedefleyen kişi olarak tanımlanır. Davranışsal finans çerçevesinden piyasa işleyişine bakıldığında, etkin piyasalar hipotezinin birtakım eksik yönlerinin ortaya çıktığı gözlemlenmektedir. Bu eksikliği gidermeye yönelik çalışmalar, insan psikolojisine odaklanarak gerçekteleşmiştir. Pay senedi getirilerinin tahmin edilmesine yönelik çalışmalar ise psikolojik faktörlerin yatırım kararları üzerindeki etkisi olduğunu ortaya koyulmuştur. Bu çalışmaları ilk kez Kahneman ve Tversky beklenti teorisi ile ortaya koymuş ve davranışsal finans çalışmalarının temeli atılmıştır. Bu çalışma yatırımcıların rasyonel olmadığını ve rasyonel olmama nedenlerini ortaya koymaktadır (Demir, Akçakanat, & Songur, 2017, s. 118-120).

Adam Smith homo economicus yani iktisadi insan terimini, kendi ekonomik çıkarlarını maksimize ederek, toplumun ekonomik çıkarlarını maksimize eden kişi şeklinde tanımlamıştır. Smith'e göre homo economicusun kişisel menfaatlerini her şeyin üzerinde tutması, toplumsal ekonomik menfaati de sağlayacaktır (Smith, 1776).

Klasik iktisadın temel varsayımına bakıldığında, homo economicus kavramı karşımıza çıkmaktadır. Bentham homo economicus'u "bireyin haz arayan ve

elemnden kaçan bir varlık” şeklinde tanımlamıştır. Homo economicus, tüketiciler olarak fayda maksimizasyonu; üretici olarak kar maksimizasyonu peşinde koşan rasyonel insanı tanımlamaktadır. “Homo economicus”, farklı şekillerde tanımlanmakla beraber, faydasını maksimize etmeyi hedefleyen ve kendi çıkarları peşinde koşan birey şeklinde yoğun şekilde tanımlanmaktadır (Akyıldız, 2008, s. 30).

Bireyin tamamen rasyonel olmadığının anlaşılması sonucunda; rasyonellik kavramı davranışsal finans anlamında ele alınarak; aslında bütün bireylerin rasyonel olmadığını göstermiş ve rasyonel olmama sebeplerini de ortaya koymuştur. Davranışsal finans piyasalardaki işlemlere ilişkin verilen kararlarda bireylerin neden rasyonel davranmadığını açıklamayı amaç edinmiştir. Yani geleneksel finans teorilerinde bireylerin nasıl davranması gerektiğini ifade eden yaklaşıma karşılık olarak; davranışsal finans, bireylerin neden rasyonel davranmadığını açıklamaktadır. Davranışsal finans, yatırımcıların yatırım kararı verirken üst düzey karmaşık analizlerde bulunmasından ziyade, psikolojik ve sosyolojik etmenlerin yönlendirmesiyle hareket ettiğini göstermiş ve bireylerin finans piyasası üzerindeki görüş ve kararlarını yine bireylerin psikoloji ve davranışları ile açıklayan bir bilim olmuştur. Yatırımcı kimi zaman sahip olduğu hırs ya da cesaret, kimi zaman da inanç ya da çevre, kimi zaman da sosyal statüsünün etkisi altında karlar olarak finansal işlemlerini gerçekleştirmek için karar vermektedir. Yatırımcıların her koşulda portföylerini maksimize etmek isteyeceklerdir. Bireyler daima kendi çıkarlarını gözeteceklerine yönelik bir varsayımı da yatırım kararlarını etkileyen faktörlerden dolayı kimi zaman gerçekleştirmeyeceklerini ortaya koymuştur (şak, Cihangir, & Bilgin, 2016, s. 130-131).

Yatırımcı kararlarını etkileyen faktörleri 3 başlık altında toplamamız mümkündür. Bu faktörler, yatırım kararlarını etkileyen bilişsel önyargılar, yatırım kararlarını etkileyen demografik ve sosyoekonomik faktörler ve yatırım kararlarını etkileyen dışsal faktörlerdir. Bu faktörler yatırımcıların rasyonel olmama nedenlerini açıklamaktadır ve davranışsal finansın temelini oluşturmaktadır (Korkmaz & Ceylan, 2017, s. 733-750).

Yatırım Kararlarını Etkileyen Bilişsel Önyargılar

Bilişsel önyargılar insanın rasyonel kavramından ayrılmasını ve yatırım kararlarında yapılan hataları açıklayan faktörleri ifade etmektedir. İnsan beyni mekanik bir cihaz gibi çalışmamaktadır. Duygular kullanılarak kararlar duygusal filtrelerden geçirilerek verilmektedir. Yatırım kararlarında rasyonel olmama kararlarda etki eden duygusal ve psikolojik faktörlerden kaynaklanmaktadır. Bilişsel önyargıların ortaya çıkmasının birtakım nedenleri mevcuttur (Bekci, Karakaş, & Angı, 2016, s. 173). Bu nedenler aşağıdaki gibi sıralanabilir;

Birey karar verme aşamasında bir duygusal bir yargı kullanır ve bu yargı sonucu ortaya çıkan sonuç ile rasyonel sonuç arasında sistematik bir fark vardır.

Zihinsel bir soruya cevap verme aşamasında yararlanılan kaynaklar kişiden kişiye farklılık gösterir. Fiziki araçların yardımı olmadan kararlar sezgiler aracılığıyla alınırsa rasyonellikten uzaklaşılabilir.

Bilişsel nyargılar kendi içerisinde sezgisel yanılsamalar ve zihinsel yanılsamalar olmak üzere ikiye ayrılır. Sezgisel (Hevristik) yanılsamalar bireylerin yatırım kararı verirken kestirme yollar kullanmasından ortaya çıkan rasyonel dışı davranışları açıklamaktadır. Zihinsel yanılsamalar ise bireylerin kendi belirlediği önyargılar nedeniyle rasyonel olamadığı durumları ortaya koyar ve yine yatırım kararlarında rasyonellikten uzaklaşmanın nedenlerini ortaya koymaktadır.

Sezgisel (Hevristik) Yanılsamalar

Sezgisel yanılsamalar; bilginin analiz edilmesi sırasında kullanılan kestirme yolların etkisiyle beynin mevcut bilgiyi tamamen zmseyememesi sonucu verilen yanış kararları incelemektedir. Yani yatırım kararlarında bireylerin kullandığı kestirme yoldur. Fakat bireysel yatırımcılar özellikle belirsizlik durumlarında önyargılarla hareket etmektedir. Ve bu önyargıyla hareket etme durumu optimal olmayan yatırım kararlarına neden olur. Sonuç olarak da rasyonel olmayan yatırım kararları ortaya çıkar (Ateş, 2014, s. 329-352).

Yatırımcıların verdiği yatırım kararlarında ortaya birtakım hevristik davranışlar çıkmaktadır. Bu hevristikler aşağıdaki gibi sıralanabilir;

- Ařırđı Güven Hevristiği
- Temsiliyet Hevristiği
- Bulunabilirlik nyargısı
- Aşına Olma nyargısı
- İyimserlik nyargısı
- Ařırđı Reaksiyon nyargısı
- Düşük Reaksiyon Gösterme
- Kumarcı Yanılığısı
- Demirleme Etkisi
- Yükleme nyargısı

Zihinsel Yanılsamalar

Zihinsel yanılsamalar; bilişsel önyargıların ikinci ayrımıdır ve Kahneman ve Tversky'nin olasılık teorisinde yer alan karar verme süreçlerinden hareketle ortaya çıkmıştır. Temel zihinsel yanılsama durumları aşağıdaki gibi sıralanacaktır.

- Kayıptan kaçınma
- Pişmanlıktan Kaçınma
- Zihinsel Muhasebe
- Çerçeveleme Etkisi
- Kesinlik ve Söзде Kesinlik Etkisi

Yatırım Kararlarını Etkileyen Dışsal Faktörler

Yatırım kararları üzerinde bilişsel yanılsamalar ve demografik ve sosyoekonomik faktörler dışında dışsal faktörler de yatırımcıların yatırım kararlarını etkilemektedir. Dışsal faktörler içerisinde birtakım anomalileri barındırmaktadır ve bu anomaliler klasik finansın bir parçası olan etkin piyasalar hipotezi tarafından tam olarak açıklanamayıp, sadece hipotezden sapma şeklinde tanımlanan ve istisna şeklinde nitelendirilen durumlar şeklinde açıklanmaktadır. Geleneksel finans teorilerinin aksine davranışsal finans meydana gelen dışsal faktörlerin yatırım kararlarını etkilediğini göstermiştir. Bu faktörler hava, gün ya da olan bir olaydan kaynaklı olmaktadır. Yatırımcıların bu olayların etkisiyle yatırım kararlarında rasyonel olamamakta ve istenilen yatırım kararlarını verememektedir (Korkmaz & Ceylan, 2017, s. 743). Bu dışsal faktörler aşağıdaki gibi sıralanabilir.

- Ay Etkisi
- Haftanın Günleri Etkisi
- Bayram, Kutsal Günler ve Tatil Etkisi
- Hava Koşullarının Etkisi

SÜRÜ DAVRANIşI

Sürü davranışı; yatırımcıların, eř zamanlı olarak, aynı finansal varlık ya da piyasaya, aynı yönlü işlem yapması şeklinde tanımlanabilir. Yatırımcıların mantıklı ya da mantıksız olarak sürü olarak hareket etmeleri sonucu ortaya çıkmaktadır. Sürü davranışı asimetrik bilginin piyasalarda olmaması ve bilgili yatırımcı ile bilgili olmayan yatırımcı aynı davranışı seçmesine neden olan bir davranıştır (Karan & Somuncu, 2005, s. 328).

Karar verme sürecinde, hevristikler ve bilişsel önyargılar gibi sebeplerin yanında, yatırımcı grubunun kararları da önem arz etmektedir. Aynı yönlü yatırım yapılmak istenen grubun etkisi ile yatırımcının yatırım konusundaki fikirlerinin belirlemesi ve diğер yatırımcılarla aynı yönde yatırım kararı vermesi, sürü davranışı olarak adlandırılır. Sürü davranışlarının belli nedenleri vardır ve bu nedenler arasında temelde diğер yatırımcıların yatırım tercihlerini takip ederek, mevcut yatırımcıların işsel nedenlerden dolayı bu yatırım kararlarıyla aynı yatırım kararları alması gösterilebilir (Doğukanlı & Ergün, 2015, s. 8).

Sürü davranışında yatırımcı türlerine bakıldığında bireysel yatırımcılar ve kurumsal yatırımcılar şeklinde 2'ye ayırmak mümkündür. 1984 yılında Shiller ve 1990 yılında ise De Long, bireysel yatırımcıların kararlarının geçici olduğunu öne sürmüşlerdir. Aynı şekilde Summers (1990) bireysel yatırımcıların kurumsal yatırımcılara göre vermiş oldukları kararların süreklilik göstermediğini savunmuştur.

Summers'a göre kurumsal yatırımcılar, bireysel yatırımcılara oranla yüksek düzeyde sürü davranışı gösterirler. Bu durumun nedenleri

- Kurumsal yatırımcıların, bireysel yatırımcıların yapmış oldukları yatırımlardan bilgi çıkarmaya çalışması ve sonunda da bu bilginin etkisi ile sürü davranışı göstermesi
- Yöneticilerin saygınlık kaygısıyla, kendi bilgisini kullanmayarak, diğer yöneticilerden farklı davranış gösterme amacıyla sürü davranışı göstermesi
- Kurumsal yatırımcıların dışsal faktörlere aynı yönde reaksiyon gösterebilmesi Kurumsal yatırımcıların belli özelliklere sahip paylardan kaçınma ya da satın alma konusunda sürü davranışını daha fazla göstermesi şeklinde sıralanabilir.

Kurumsal yatırımcıların yapmış oldukları büyük hacimli işlemler sonucu hisse senedi piyasasında fiyat hareketlilikleri ve istikrarsızlık gözlemlenmektedir. 1992 yılında Lakonishok, Shleifer ve Vishny yapmış oldukları çalışmalarında, kurumsal yatırımcıların, bireysel yatırımcılara göre daha fazla bilgi sahibi olmaları nedeniyle, kurumsal yatırımcılarda ortaya çıkan bir sürü davranışının, piyasada mevcut istikrarsızla ilgisinin olmaması gerektiği sonucuna ulaşmışlardır. Kurumsal yatırımcıların gösterdikleri sürü davranışı yoluyla, piyasadaki fiyatları dengeye getireceğini ve bunu da fazla değerlendirilmiş hisse senetlerinden, az değerlendirilmiş hisse senetlerine geçiş yaparak meydana getirecekleri savunulmuştur (Doğukanlı & Ergün, 2011, s. 233).

Bir piyasada yatırım yapan yatırımcıların benzer kararlar almaları ve benzer işlemler yapmaları, sürü davranışının her dönemde var olacağı anlamına gelmemektedir. Etkin bir piyasada, piyasaya bilgi girişi rasyonel yatırımcılar tarafından doğru bir şekilde değerlendirilebilir ve yatırım bu yönde yapılabilir. Bu yönde yapılan yatırım sonucu rasyonel yatırımcıların yapmış olduğu yatırımlar aynı yönlü olacaktır ve yatırımcılar benzer kararlar vermiş olacaklardır. Yapılan bu yatırım sahte sürü davranışı olarak adlandırılır ve irrasyonel yatırımcıların yaptığı yatırımlardan ayrı tutulmalıdır (Altay, 2008, s. 29).

Sürü davranışı bütün piyasalarda görülebilecek ve fiyatların doğru şekilde oluşumuna etki eden bir davranış türüdür. Fakat sürü davranışının sahte olması durumunda, rasyonel yatırımcıların varlığının piyasaya hakim olduğu ve yatırım

kararlarının doğru verildiği görülmektedir. İrrasyonel yatırımcılar ise piyasada bilgili olmayan yatırımcı statüsünde olup, sürü davranışı göstermektedir.

Geleneksel finans teorileri, yatırımcıların piyasada yaptıkları işlem kadar, piyasa hakkında bilgi elde ettiğini savunmaktadır. Zamanla ilgili finansal varlığın piyasa değeri uzun vadeli olarak gerçek değere yaklaşmaktadır. Yani, piyasada işlem yapan yatırımcılar, gelen bilgiye göre işlem yapmaktadır ve bu sayede bilgiler doğru olarak fiyatlara yansımaktadır. Bu durumda uzun vadede finansal piyasaları etkinliğe kavuşturmaktadır. Fakat yatırımcının bilgiyi kendi analiz edip yatırım yapmak yerine, başkalarının işlemlerini taklit etmesi durumunda, hisse senedi fiyatları doğru bir şekilde oluşmamaktadır.

Pay senedi fiyatlarının tam ve doğru bir şekilde oluşmamasının nedeni olan sürü davranışı, normalde yatırım yapılmayacak bir hisse senedine yatırım yapılması sonucu fiyat yükselişini, aksi durumda ise hisse senedinin fiyatının düşüşüne neden olur. Kişilerin sürü davranışı göstermesinin nedeni ise davranışsal finansta karşılaşılan anomaliler ve hevristiklerden kaynaklanmaktadır. Kişiler aslında kendi yaptıkları analiz ve düşünce yerine, birtakım faktörlerin etkisi ile başkalarının etkisi altında kalarak yatırım tercihlerini sürü davranışı yaparak gerçekleştirmektedir (Zeren, Kara, & Arı, 2013, s. 141-142).

Sürü davranışı rasyonel ve irrasyonel sürü davranışı olmak üzere 2'ye ayrılmaktadır (Altay, 2008, s. 30-35).

Rasyonel Sürü Davranışı

Rasyonel sürü davranışı, yatırımcıların karar verirken diğer yatırımcıların kararlarını taklit etmesini ifade eder fakat bu taklit etme aslında kötü bir davranış değildir. Rasyonel şekilde yapılan taklit etme durumu, aslında yatırımcıların bir takım olgulara güveni olmadığından gerçekleşmektedir (Altay, 2008, s. 30-31).

Rasyonel sürü davranışı, mevcut teşvik unsurları veya bilgisel anlamdaki güçlükler nedeniyle, doğru karar verme akışını olumsuz etkileyen dışsal etkenlere odaklıyken, irrasyonel sürü davranışı yatırımcı psikolojisi ile alakalıdır. Bunun yanında irrasyonel sürü davranışı bireylerin göstermiş olduğu sürü davranışını, rasyonel sürü davranışı aksine, tam bir sürü davranışı olarak kabul etmekte ve geçmiş rasyonel analizleri esas aldığı öne sürmektedir (Doğukanlı & Ergün, 2011, s. 229).

Yatırımcıların gösterdiği bu reaksiyon piyasada mevcut bir sürü davranışına yol açar. Bu sürü davranışı rasyoneldir ve meydana gelmesinin birtakım nedenleri vardır. Bu nedenler,

- Bilgiye Dayalı Sürü Davranışı
- Ücrete Dayalı Sürü Davranışı
- Saygınlığa Dayalı Sürü Davranışı

şeklinde sıralanabilir.

Bilgiye Dayalı Sürü Davranışı

Bilgiye dayalı sürü davranışı, yatırımcı inançlarının genel inançlara yaklaşması sonucu ortaya çıkmaktadır. Diğer adı bilgisel şaleledir. Yatırımcılar kendine ulaşan bilginin ne olduğuna bakmaksızın genel inanç kapsamında yatırımlarını gerçekleştirmektedir. Önemli olan piyasanın genel yaklaşımı olmaktadır. Ortaya bu durumda bilgisel şalele çıkmaktadır. Yatırımcılar bilgiye dayalı sürü davranışı özelliği gösterdikçe bilgisel dışsallık meydana gelmektedir. Geçmişte yapılan yatırımlar bilgisel şalelede önem arz eder (Çelen & Kariv, 2001, s. 2).

Bilgiye dayalı sürü davranışı, yatırımcıların daha önce yatırım kararı vermiş yatırımcılar arasında hangi yatırım kararının daha çok verilir verilmediğini gözlemlemesi ve piyasa eylemini izlemesiyle oluşmaktadır. Yani çoğunluğun verdiği kararı gözleme ve bilginin dışa aktarılması gözlemlenmektedir. Bu tutum rasyonedir çünkü riskli piyasalarda sadece varlığın getiri oranına değil, piyasada mevcut kişilerin bilgileri de belirsizdir. Bu davranışların sonucu olarak, bilgiye dayalı sürü davranışının rasyonel sonuçlar doğurduğu gözlemlenmektedir (Bikhchandani & Sharma, 2001, s. 283-290).

Ücrete Dayalı Sürü Davranışı

Ücrete dayalı sürü davranışı, belirli bir ücret ya da meblağdan vazgeçmemek için bir başkasını taklit etme davranışı şeklinde yorumlanabilir. Aslında ücrete dayalı sürü davranışı temsil teorisi yardımıyla açıklanabilmektedir. Temsil teorisine göre fon yöneticileri fon sahibinden yatırım kararlarındaki başarı ile eř ücret alacakları varsayılırsa, fon yöneticileri birbirini taklit ederek sırf performans ve ücretlerini düşürmemek için sürü davranışına başvurabilirler (Bikhchandani & Sharma, 2001, s. 292-293).

Fon yöneticilerinin birbirlerini taklit etmeleri ücret dışsallığına yol açmaktadır. Aslında fon yöneticilerinin her birinin farklı bir yeteneği ve farklı bir analiz tekniği olmasına karşın, sürü davranışı gösterme nedeni ücret olmaktadır. Düşük performans göstermek istemeyen yöneticiler, taklit yoluyla diğer yöneticiler gibi yatırım kararı vermekte ve ücrete dayalı sürü davranışı oluşmaktadır.

İtibara Dayalı Sürü Davranışı

İtibara dayalı sürü davranışı, fon yöneticilerinin sermaye piyasalarına giren bilgiyi yeterince analiz edememesi ve bunun sonucu olarak davranışsal olgunun

ortaya çıkararak, sürü davranışı oluşması şeklinde tanımlanabilir. Fon yöneticilerinin ilk fon yöneticisini ya da yüksek yetenekli fon yöneticisini takip etmesi sonucunda ortaya çıkmaktadır. Fon yöneticilerini yüksek yetenekli ve düşük yetenekli şekilde ayırdığımız zaman aslında düşük yetenekli yöneticiler, yüksek yetenekli yönetici yatırım davranışlarını taklit edeceklerdir ve bunun sonucunda sürü davranışı oluşacaktır. Ama temelde ilk yatırımcıyı takip ederek sürü davranışı oluşturulmaktadır (Bikhchandani & Sharma, 2001, s. 291-292).

İtibara dayalı sürü davranışının, bilgiye dayalı sürü davranışından en temel farkı, itibara dayalı sürü davranışında başka yatırımcıların yatırım davranışlarını gönüllü şekilde ve isteyerek takip edilirken; bilgiye dayalı sürü davranışında, sürü davranışı kendiliğinden oluşmaktadır ve itibara dayalı sürü davranışı gibi gönüllü olmamaktadır.

İrrasyonel Sürü Davranışı

İrrasyonel sürü davranışı, klasik finans teorilerinin aksine bireylerin rasyonel olmadığını ve davranışsal finanstan hareketle irrasyonel davranışlar sergilemesi sonucu ortaya çıkmıştır. İrrasyonel sürü davranışı, rasyonel sürü davranışı aksine yatırımcıların bilgi ile değil güdü ile yaptığını davranışı göstermektedir.

İrrasyonel sürü davranışı 3 başlık altında incelenebilir (Altay, 2008, s. 34-35). Bunlar;

- Sezgisel Basitleştirme
- Kendini Kandırma
- Sosyal Etkileşim

Sezgisel basitleştirme; yatırımcının birtakım olguları sayesinde belirli bilginin alt kümesine odaklanarak, mevcut olaylardan gelecekteki durumları tahmin etmeye çalışan bir davranış biçimidir.

Kendini kandırma; yatırımın başarılı olması sonucunda kişinin bunu kendi yeteneği olarak görmesi fakat başarısızlıkla karşılaştığında bu durumu dış faktörlere yüklemesini ifade etmektedir.

Sosyal etkileşim; etkileşimde bulunularak ve itaat çerçevesinde sürü davranışı sergileme davranışıdır.

İrrasyonel sürü davranışı, bireylerin baskı, trend, fikir birliği gibi nedenlerle bireysel kararlarını göz ardı edip, diğer bireyleri takip etmeleri durumuna denmektedir. İrrasyonel sürü davranışı hatalı fiyat oluşumlarına neden olmaktadır. Fiyatı yükselmesi gereken bir hisse senedinin fiyatı, irrasyonel sürü davranışı nedeniyle düşmekte ya da aksi durum yaşanmaktadır. Sermaye piyasalarında oluşan irrasyonel sürü davranışı piyasalara ve fiyat mekanizmasına zarar vermektedir.

Aslında bireylerin sürü davranışı isteği göstermesinin bir diğer nedeni de bir gruba dahil olma isteğinden gelmektedir. Bu istek kişinin yalnız yapacağı yatırımda yaşayacağı pişmanlığı grup üyeleri arasında bölmek ya da tek başına yaşayacağı pişmanlığı istemediği için sürü davranışı göstermeye itmektedir. Bilgilerin doğruluğunu kontrol etmeksizin ve analiz yapılmaksızın bireylerin sürü davranışı içine girmesi yanlış fiyatlama ve kararlara neden olduğu gibi, piyasa mekanizmasına da zarar vermektedir (Prechter, 2001, s. 120-121).

Yatırımcı Tiplerinin Sürü Davranışına Etkisi

Yatırımcılar oluşturdukları portföylerini risk ve beklenen getiriye göre oluşturmaktadır. Portföyün riski yüksek ise beklenen getirinin, gerçekteşen getiriye ulaşmama ihtimali bulunmaktadır. Markowitz'in modern portföy teorisine göre beklenen getirinin gerçekteşme olasılığının yükselmesi için yatırımcıların portföylerinde çeşitlendirme yapması gerekmektedir. Çeşitlendirme, portföyde risk düzeyi ve beklenen getirisi yüksek varlıklara daha düşük düzeyde risk içeren varlıkları ekleyerek portföyün riskini düşürmek şeklinde gerçekteşecektir. Portföy oluşturulurken ek olarak yatırımcıların sahip oldukları fayda fonksiyonuna ana etkenlerdendir.

Yatırımcılar yatırım yaparken birtakım risklere maruz kalırlar. Bu riskler sistematik risk ve sistematik olmayan risk şeklinde ikiye ayrılmaktadır. Sistematik risk piyasa kaynaklı oluşur ve sıfıra indirgenmesi mümkün değildir. Sistematik risk; satın alma gücü riski, faiz oranı riski, piyasa riski, politik risk ve kur riski olmak üzere 5'e ayrılmaktadır. Sistematik olmayan risk ise çeşitlendirme yoluyla sıfıra indirgenebilen risk türüdür. Sistematik olmayan risk ise finansal risk, iř ve endüstri riski ve yönetim riski olmak üzere 3'e ayrılır. Yatırımcılar yatırım yaparken sistematik ve sistematik olmayan riske maruz kalarak yatırım kararlarını verirler.

Yatırımcı tiplerine bakıldığında temelde 3 yatırımcı tipi karşımıza çıkmaktadır. Risk karşısında sergiledikleri tutumlarına göre yatırımcı tipleri riskten kaçan yatırımcı, riske kayıtsız yatırımcı ve riskli seven yatırımcı şeklinde sınıflandırılabilir. Riskten kaçan yatırımcı, her zaman portföyünün en az riskli olmasını tercih edecek ve beklenen getiri riske göre daha az önemli olacaktır. Riske karşı kayıtsız yatırımcı, risk ve beklenen getiri oranına eşit derecede önem verir ve risk riske karşı kayıtsız yatırımcı için belirleyici değildir. Riskli seven yatırımcı ise sırf risk almak için yatırım yapan yatırımcıdır. Beklenen getiri, riskten daha önemlidir ve getiri için risk almaktan kaçınmaz.

Sürü davranışı, yatırımcıların aynı varlığa, aynı zamanda ve aynı yönde işlem yapması şeklinde tanımlanabilir. Sürü davranışı aslında yatırımcıların birbirini

yatırım kararlarında taklit etmesi şeklinde gerçekleşir. Sürü davranışı rasyonel ve irrasyonel sürü davranışı şeklinde 2'ye ayrılır. Rasyonel sürü davranışı, rasyonel bireylerden oluşan ve piyasaya giren bilgiye göre rasyonel yatırımcıların aynı kararı vermesi sonucu ortaya çıkan sürü davranışıdır. Rasyonel sürü davranışı bilgiye dayalı, ücrete dayalı ve itibara dayalı sürü davranışı olmak üzere 3'e ayrılır. İrrasyonel sürü davranışı ise yatırımcıların, yatırım kararlarında bilinçsiz olarak ve analiz yapmaksızın birbirlerini taklit etmelerinden kaynaklanmaktadır.

Yatırımcıların oluşturdukları portföylere, yatırımcı tiplerine ve sürü davranışlarına bakıldığında; aslında yatırım yapılırken birbirini taklit eden yatırımcıların piyasada fiyat hareketliliği oluşturduğunu görmekteyiz. Sürü davranışından dolayı fiyatı artmaması gereken bir hisse senedi artış gösterebilirken, fiyatı düşmesi gereken bir hisse senedi fiyatı düşüş göstermektedir. Sürü davranışının bilinçsiz bir şekilde yapılması ve yatırımların taklit edilmesi piyasa mekanizmasını bozmaktadır. Yatırımcı tutumlarına bakıldığında ise aslında risk alınması gereken durumda risk alınmaması ya da tam aksi durum yine istenmeyen yatırım davranışlarına yol açmaktadır. Bu durum hisse senedi piyasası için olumsuzluklara yol açmaktadır.

KAYNAKLAR

- Akyıldız, H. (2008). Tartışılan Boyutlarıyla Homo Economicus. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 29-40.
- Altay, E. (2008). Sermaye Piyasasında Sürü Davranışı: İMKB'de Piyasa Yönünde Sürü Davranışının Analizi. *Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu*, 27-58.
- Ateş, B. H. (2014). Bireysel Yatırımcıların Finansal Risk Algısına Etki Eden Psikolojik Önyargılar. *TSA*, 329-352.
- Bekci, İ., Karakaş, Ö. N., & Angı, G. G. (2016). Bireysel Hisse Senedi Yatırımcılarının Bilişsel Önyargıları Üzerine Bir Araştırma. *Muhasebe ve Finansman Dergisi* , 171-192.
- Bikhchandani, S., & Sharma, S. (2001). Herd Behavior in Financial Markets. *IMF Staff Papers*, 279-310.
- elen, B., & Kariv, S. (2001). Distinguishing Informational Cascades from Herd Behavior in the Laboratory. 1-31.
- Demir, Y., & Gamze, G. Y. (2006). İMKB'DE İşlem Gören Hisse Senetlerinin Getirilerini Etkileyen Faktörlerin Arbitraj Fiyatlama Modeli İle Belirlenmesi. *Alanya İşletme Fakültesi Dergisi*, 36-51.
- Demir, Y., Akçakanat, T., & Songur, A. (2017). Yatırımcıların Psikolojik Eğilimleri ve Yatırım Davranışları Arasındaki İlişki: İMKB Hisse Senedi Yatırımcıları Üzerine Bir Uygulama. *Gaziantep Üniversitesi*, 117-145.
- Doğukanlı, H., & Ergün, B. (2011). İMKB'de Sürü Davranışı: Yatay Kesit Değişkenlik Temelinde Bir Araştırma. *Dokuz Eylül Üniversitesi*, 227-242.
- Doğukanlı, H., & Ergün, B. (2015). BIST'te Sürü Davranışı: Hwang ve Salmon Yöntemi ile Bir Araştırma. *Ekonomik Mali Yayınlar San. ve Tic. Ař.*, 7-24.
- Ergör, Z. (2017). Yatırımcı Davranışları ve Karar Vermede ereveleme Etkisi:. *Bankacılık ve Sigortacılık Araştırmaları Dergisi*, 8-20.

- Karan, M. B., & Somuncu, K. (2005). Uluslararası Portföy Yatırımlarının İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üzerindeki Etkisi. *9. Ulusal Finans Sempozyumu*, (s. 328). Nevşehir - Kapadokya.
- Kıyılar, M., & Akkaya, M. (2016). *Davranışsal Finans*. İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Korkmaz, T., & Ceylan, A. (2017). *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi*. Bursa: Ekin Kitapevi.
- Kurtoğlu, R., & Fırat, E. (2014). Finans Dünyasının Krizler Karşısındaki Belirsizliği. *Aksaray Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 87-101.
- Prechter, R. R. (2001). Unconscious Herding Behavior as the Psychological Basis of Financial Market Trends and Patterns. *The Journal of Psychology and Financial Markets*, 120-125.
- Smith, A. (1776). *The Wealth of Nations*. New York: Alex Catalogue.
- Şak, N., Cihangir, M., & Bilgin, Ş. (2016). Bireysel Yatırımcı Demografileri: Osmaniye İlinde Risk GetiriTercihlerinin Multinomial Probit Modeliyle İncelenmesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi* , 129-142.
- Tufan, C., & Sarıççek, R. (2013). Davranışsal Finans Modelleri, Etkin Piyasa Hipotezi ve Anomalilerine İlişkin Bir Değerlendirme. *Trakya Üniversitesi*, 159-182.
- Zeren, F., Kara, H., & Arı, A. (2013). Piyasa Etkinliği Hipotezi: İMKB İçin Ampirik Bir Analiz. *Dumlupınar Üniversitesi*, 141-148.