

Derleme Makale

Kriz ve Balon Dönemlerinde Rasyonel Yatırımcı Davranışı: Geleneksel ve Davranışsal Finans Perspektiflerinden Değerlendirme

Rational Investor Behavior During Crisis and Bubble Periods: An Evaluation from Traditional and Behavioral Finance Perspectives

Selahattin Çağatay ÖZTÜRK

Dr., Türkiye İstatistik Kurumu

İşgücü İstatistikleri Daire Başkanlığı

selahattincagatayozturk@gmail.com

<https://orcid.org/0000-0002-7373-5310>

Makale Geliş Tarihi	Makale Kabul Tarihi
16.02.2026	15.03.2026

Öz

Bu çalışma kriz ve balon dönemlerinde rasyonel yatırımcı davranışında ortaya çıkan sapmaları geleneksel finans, davranışsal finans ve psikoloji literatürünü bütüncül bir çerçevede bir araya getirerek yeniden incelemektedir. Kriz ve balon dönemleri, bilişsel yükün arttığı yüksek belirsizlik dönemleri olarak tanımlanmaktadır. Bu dönemlerde rasyonaliteden sapmaların davranışsal altyapısı, piyasa koşulları ve risk unsurları üzerindeki etkisi tartışılmaktadır. Çalışma, yatırımcıların rasyonel davrandığı varsayımı ile şekillenen geleneksel finans teorilerinin önemini koruduğunu, ancak finansal piyasalarda alınan yatırım kararlarının çok daha karmaşık psikolojik faktörlerden etkilendiğini farklı bakış açıları ile değerlendirmektedir. Tarihsel süreçte ortaya çıkan kriz ve balon dönemlerinde rasyonel yatırımcı davranışından sapmalar ve bu sapmaların piyasalar üzerindeki etkileri araştırılmıştır. Geleneksel finans teorileri, yatırımcıların rasyonel, tutarlı ve fayda maksimizasyonuna dayalı kararlar aldığını varsaymaktadır. Davranışsal finans teorileri, yatırımcıların, sistematik bilişsel yanlılıklara, duygusal tepkilere ve sezgisel karar verme süreçlerine maruz kaldığını göstererek bu varsayımları kökten sorgulamaktadır. Psikoloji literatürüne göre finansal kararlar, bilişsel kestirmeler ve sistematik yanlılıklar içermektedir. Bu çerçevede çalışma, geleneksel finansın normatif rasyonellik modelleri ile davranışsal finansın betimleyici bulgularını, psikolojideki sınırlı rasyonalite, çift-süreçli düşünme, belirsizlik altında karar verme ve pişmanlık yaklaşımlarıyla bütünleştirerek yorumlamaktadır. Çalışma, yatırımcı davranışının yalnızca finansal modellere dayalı değil, bilişsel, duygusal ve sosyal değişimlerden etkilenen disiplinler arası bir olgu olduğunu ortaya koymaktadır.

Anahtar Kelimeler: Yatırımcı Rasyonelliği, Davranışsal Finans, Finansal Krizler, Varlık Fiyat Balonları, Belirsizlik Altında Karar Alma

Jel Kodları: G01, G11, G40, G41

Abstract

This study re-evaluates deviations from rational investor behavior during periods of crisis and market bubbles by integrating traditional finance, and behavioral finance within a comprehensive framework. The study examines the behavioral underpinnings of these deviations from rationality, exploring their impact on market conditions and risk factors. It assesses, from various perspectives, how traditional finance theories—guided by the premise of rational investor behavior—remain relevant, while also acknowledging that investment decisions within

Önerilen Atıf /Suggested Citation

Öztürk, S.Ç., 2026, Kriz ve Balon Dönemlerinde Rasyonel Yatırımcı Davranışı: Geleneksel ve Davranışsal Finans Perspektiflerinden Değerlendirme, Üçüncü Sektör Sosyal Ekonomi Dergisi, 61(1), 1079-1098.

financial markets are influenced by some psychological factors. Historical instances of deviation from rational investor behavior during crises and bubbles, along with their consequential effects on the markets, are investigated. Traditional finance theories posit that investors engage in rational, consistent, and utility-maximizing decision-making. However, behavioral finance theories fundamentally challenge these assumptions by illustrating that investors are susceptible to systematic cognitive biases, emotional responses, and intuitive decision-making processes. This study reconciles the normative rationality models of traditional finance with the descriptive insights from behavioral finance by incorporating approaches from psychology, including bounded rationality, dual-process thinking, decision-making under uncertainty, and the concept of regret. The findings suggest that investor behavior is not solely dictated by financial models but is a multifaceted phenomenon shaped by cognitive, emotional, and social factors.

Keywords: Investor Rationality, Behavioural Finance, Financial Crisis, Asset Price Bubbles, Decision Making Under Uncertainty

Jel Codes: G01, G11, G40, G41

1. Giriş

Finansal piyasaların nasıl işlediği ve yatırımcıların nasıl karar aldığı sorusu, modern finans teorisinin temel problemlerinden birini oluşturmaktadır. Yatırımcıların rasyonel aktörler olup olmadığı, fiyatların bilgiyi ne ölçüde yansıttığı ve piyasaların etkin çalışıp çalışmadığı konuları hem akademik literatürde hem de pratik uygulamalarda süregelen tartışmaların merkezinde yer almaktadır. Bu tartışma, yalnızca teorik bir merak konusu olmayıp, portföy yönetimi, risk değerlendirmesi ve düzenleyici politikalar gibi alanlarda doğrudan sonuçlar doğurmaktadır.

Geleneksel finans teorisi, varlıklar ile ilgili tüm bilgilere eksiksiz erişebilen yatırımcıların rasyonel davranarak fiyatın en doğru şekilde oluşmasını sağladığını varsaymaktadır. Bu varsayım ile şekillenen geleneksel finans teorisi, beklenen fayda teorisi (von Neumann ve Morgenstern, 1944), modern portföy teorisi (Markowitz, 1952), sermaye varlıklarını fiyatlama modeli (CAPM) (Sharpe, 1964; Lintner, 1965) ve etkin piyasalar hipotezi (Fama, 1970) gibi çalışmalarla güçlü bir teorik temel oluşturmuştur. Geleneksel finans teorisine göre yatırımcılar, finansal piyasalardaki tüm bilgilere erişebilen, risk ve getiri arasında tutarlı tercihler geliştiren, sistematik önyargılardan arınmış, tamamen mantıklı karar vericilerdir. Bu yaklaşım, piyasa dinamiklerinin matematiksel olarak modellenmesini kolaylaştırmış olsa da zaman içinde finansal krizler, fiyat balonları, aşırı dalgalanmalar ve yatırımcı davranışındaki tutarsızlıklar gibi birçok olguyu açıklamakta yetersiz kalmıştır. Tüm bu irrasyonelitenin merkezinde insan davranışı yer almaktadır. İnsan; duyguları, sezgileri, yargıları ve önyargıları olan canlı bir varlıktır. Davranışsal ve psikolojik faktörler yatırımcıların rasyonel karar almasının ya da yalnızca beklenen faydasını maksimize etmesinin önündeki en önemli engellerden biridir. Bu faktörler, geleneksel finans teorisinin temel varsayımlarının sorgulanmasına ve eleştirilmesine neden olmuştur.

Davranışsal ekonomi ve finans araştırmalarının ortaya konulduğu 1970’li yıllardan itibaren rasyonellik varsayımının sistematik olarak ihlal edildiğini gösteren güçlü ampirik kanıtlar sunulmaya başlamıştır. Kahneman ve Tversky (1979) tarafından geliştirilen beklenti teorisi, insanların belirsizlik altında nasıl karar aldığını tanımlayan alternatif bir çerçeve sunmuş ve beklenen fayda teorisinin temel aksiyomlarının düzenli olarak ihlal edildiğini göstermiştir. Sonraki dönemlerde aşırı güven, kayıptan kaçınma, çapalama, sürü davranışı ve mental muhasebe gibi sistematik bilişsel önyargılar hakkında yapılan araştırmalar rasyonel yatırımcı varsayımına yönelik oldukça güçlü eleştiriler ortaya koymuştur (Barberis ve Thaler, 2003). Bireysel yatırımcı davranışları araştırmacılar tarafından oldukça iyi tanımlanmaktadır. Ancak bireysel davranışlardan piyasa davranışına geçiş sırasında ortaya çıkan sürü davranışı gibi psikolojik faktörler bireysel yatırımcı davranışı ile piyasa davranışı arasında farklılıklar bulunduğunu göstermektedir (Fama, 2012).

Günümüzde, finansal piyasaları ve yatırımcı davranışını anlamak için hem geleneksel teorisinin normatif gücünden hem de davranışsal yaklaşımın betimleyici zenginliğinden faydalanmak gerekmektedir. Rasyonel varsayımının evrimi, yalnızca finans teorisi içerisindeki metodolojik bir ayrışmayı değil, aynı zamanda yatırım kararlarının doğasına ilişkin bir dönüşümü ifade etmektedir. Bu çerçevede, rasyonel davranış kavramı artık mutlak bir varsayım olmaktan çok, ekonomik kararların açıklanmasında sınırları tartışılan bir referans noktası haline gelmiştir. Bu çalışmanın amacı, rasyonel yatırımcı davranışının geleneksel finans literatüründe, davranışsal finans literatüründe ve psikoloji literatüründeki tarihsel ve teorik gelişimi ve yatırımcıların farklı dönemlerde rasyonel davranıştan sapmasının nedenleri

ve sapmaların nasıl yorumlandığı hakkında bütüncül bir bakış açısı ortaya koymaktır.

2. Geleneksel Finans Literatüründe Rasyonel Yatırımcı

Geleneksel finans literatüründe bireyler tam bilgiye erişebilen ve karar verme süreçlerinde bilgilerini rasyonel davranışla birleştirerek faydasını maksimize eden aktörler olarak varsayılmaktadır. Bu varsayım, ekonomik teoride “Homo Economicus” kavramıyla özdeşleştirilmektedir. Homo Economicus modeli, bireylerin finansal karar alma süreçlerinde fayda maksimizasyonu yoluyla davranışlarını matematiksel olarak modellemeyi mümkün kılmaktadır (Akyıldız, 2008). Geleneksel finans teorisi, yatırımcı davranışını ve finansal piyasaları anlamak için matematiksel olarak kesin ve test edilebilir modeller geliştirmiştir. Bu modeller, yatırımcıların rasyonel davrandığı varsayımı üzerine inşa edilmiştir. Rasyonellik, bu bağlamda, yatırımcıların tutarlı tercihler sergilediği, olasılıkları doğru şekilde işlediği, mevcut bilgiyi optimal kullandığı ve beklenen faydayı maksimize etmeye çalıştığı anlamına gelmektedir (Lo, 2005).

Rasyonel yatırımcı varsayımının temelinde beklenen fayda teorisi bulunmaktadır. Teoriye göre rasyonel yatırımcı tercihlerinin dört temel aksiyomu karşılaması gerekmektedir. Tamlik aksiyomu, bir yatırımcının herhangi iki seçenek arasında tercih yapabilmesini veya ikisi arasında kayıtsız kalabilmesini ifade etmektedir. Geçişlilik aksiyomuna göre, eğer A seçeneği B seçeneğine tercih ediliyorsa ve B seçeneği C seçeneğine tercih ediliyorsa A seçeneği C seçeneğine tercih edilmelidir. Süreklilik aksiyomu, tercih sıralamasının kesintisiz olduğunu varsaymaktadır. Bağımsızlık aksiyomu ise iki farklı fırsat arasındaki tercihin üçüncü bir fırsat ortaya çıktığında değişmemesi gerektiğini ifade etmektedir. Bu aksiyomlar altında, rasyonel yatırımcı her bir olası sonucun faydasını o sonucun gerçekleşme olasılığıyla ağırlıklandırarak hesaplamakta ve beklenen faydası maksimum olan seçeneği tercih etmektedir (von Neumann ve Morgenstern, 1944).

Modern portföy teorisine göre, rasyonel yatırımcılar portföy seçiminde beklenen getirinin yanı sıra riski de dikkate almaktadır. Teoriye göre rasyonel yatırımcılar risk ve getiri arasında bir denge kurarak minimum risk ile maksimum getiri elde etmektedirler. Modern portföy teorisi portföy çeşitlendirmesinin matematiksel temellerini ortaya koymaktadır. Portföy riski, bireysel varlık risklerinin basit bir toplamı değildir. Portföyde yer alan varlıklar arasındaki korelasyonlar kritik önem taşımaktadır. Yatırımcılar çeşitlendirme yoluyla risklerini azaltmakta ve etkin sınır üzerinde hareket etmektedirler. Etkin sınır, belirli bir risk düzeyi için maksimum beklenen getiriyi veya belirli bir beklenen getiri düzeyi için minimum riski sağlayan portföylerin kümesinden oluşmaktadır. Yatırımcılar risk toleransına bağlı olarak, etkin sınır boyunca farklı noktalar tercih edilebilmektedir. Riskten kaçınan yatırımcılar düşük riskli-düşük getirili portföyleri tercih ederken, risk seven yatırımcılar yüksek riskli-yüksek getirili portföyleri tercih etmektedirler (Markowitz, 1952; Fama ve French, 1993). Rasyonel yatırımcılar portföylerindeki risk-getiri dengesini sağlarken bir miktar risksiz varlığa yatırım yapmalıdırlar. Riskli ve risksiz yatırımlar arasındaki bu denge iki fonlu ayırım (two-fund separation) teoremi olarak bilinmekte ve sermaye varlıkları fiyatlama modelinin temelini oluşturmaktadır (Tobin, 1958).

Sermaye varlıklarını fiyatlama modeli (CAPM)’e göre, bir varlığın beklenen getirisi sistematik risk katsayısına (beta) bağlıdır. Beta katsayısının büyümesi (1’den büyük olması) riski artırırken küçülmesi (1’den küçük olması) riski azaltmaktadır. Modele göre, tüm yatırımcılar rasyonel davrandığında ve piyasa dengede olduğunda tüm yatırımcılar aynı riskli varlık portföyünü elde tutmaktadır. Varlığın denge fiyatı sistematik riskini içermektedir (Sharpe, 1964; Lintner, 1965; Mossin, 1966). CAPM’in geliştirilmesi amacıyla yapılan sonraki dönem çalışmalar beta katsayısına ek olarak makroekonomik ve piyasaya özgü faktörlerin varlık getirilerini açıklamada önemli olduğunu göstermiştir. İlerleyen dönemlerde arbitraj fiyatlama teorisi (APT) (Ross, 1976), üç faktörlü model (Fama ve French, 1993), dört faktörlü model (Carhart, 1997) ve beş faktörlü model (Fama ve French, 2015) gibi çok faktörlü modeller geliştirilmiştir. Varlık getirilerinin çok faktörlü modeller ile daha doğru tahmin edildiği düşünülmeye rağmen hangi faktörlerin riski daha doğru ölçtüğü ya da davranışsal anomalileri daha doğru tahmin ettiği konusundaki tartışmalar devam etmektedir.

Etkin piyasalar hipotezi (EPH) geleneksel finans teorisinde rasyonel yatırımcı tanımlaması bakımından önemli bir dönüm noktası olmuştur. EPH’nin altında yatan temel mekanizma arbitrajdır. Rasyonel yatırımcılar, varlıkların fiyatlandırma hatalarını analiz ederek arbitraj getirisi sağlamaktadır. Rasyonel davranan yatırımcılar aşırı değerlenmiş varlıkları satın düşük değerlenmiş varlıkları alarak getiri

sağlamakta ve piyasalarda oluşan fiyatlama hatalarının denge fiyatına ulaşmasına katkı sağlamaktadırlar. Tüm yatırımcıların rasyonel davrandığı piyasalarda arbitraj işlemleri çok hızlı fiyatlanacağından piyasanın üzerinde getiri sağlamak mümkün olmamaktadır (Lo, 2005). Teori, finansal piyasaların bilgisel etkinliğini üç düzeyde tanımlanmaktadır. Zayıf form etkinlik, fiyatların geçmiş fiyat ve işlem hacmi bilgilerini yansıttığını ileri sürmektedir. Yarı-güçlü form etkinlik, fiyatların tüm kamuya açık bilgileri (finansal tablolar, haberler, ekonomik göstergeler) hızlı ve doğru bir şekilde yansıttığını varsaymaktadır. Güçlü form etkinlik ise fiyatların içsel bilgi dahil tüm bilgileri yansıttığını ileri sürmektedir. Güçlü formda etkin bir piyasada yatırım yapan yatırımcılar, içsel bilgiye sahip olsa dahi piyasa üzerinde getiri elde edememektedir (Fama, 1970). EPH'ye yönelik eleştiriler hem teorik hem de ampirik temellere dayanmaktadır. Teorik açıdan bakıldığında, varlık fiyatlarının tüm bilgiyi yansıttığı, bir diğer deyişle arbitraj imkanının bulunmadığı piyasalarda işlem yapan yatırımcılar bilgi toplamaktan kaçınma güdüsüne sahiptir. Yatırımcıların bilgi toplamaktan kaçınması durumunda ise varlık fiyatlarının tüm bilgiyi yansıtmama olasılığı azalmaktadır. Bu durum piyasalarda arbitraj fırsatı yaratmaktadır. Yatırımcı davranışından kaynaklanan bu paradoks piyasa etkinliği ve rasyonel yatırımcı varsayımının sorgulanmasına neden olmaktadır (Grossman ve Stiglitz, 1980).

Geleneksel finans teorisi, finansal piyasaları ve yatırımcı davranışını anlamada önemli katkılar sağlamıştır. Risk-getiri ilişkisinin ortaya konulması, portföy çeşitlendirmesinin faydaları, sistematik ve sistematik olmayan risk ayrıştırması gibi kavramlar yatırımcıların elde ettiği getiri dağılımını önemli ölçüde iyileştirmiştir. Etkin piyasalar hipotezinin ortaya konulmasından sonraki dönemde yatırımcılar kamuya açıklanan bilgilere daha fazla önem vermektedir. Tüm bu avantajlar geleneksel finans teorisinin finansal piyasalar için hala kritik öneme sahip olduğunu göstermektedir.

3. Davranışsal Finans Literatüründe Rasyonel Yatırımcı

Geleneksel finans teorisi hem akademik literatüre hem de finansal piyasalara önemli katkılar sunmasına rağmen temel varsayımlarında yer alan sınırlılıkları nedeniyle pek çok anomaliyi açıklamakta yetersiz kalmaktadır. Momentum etkisi geçmişte iyi performans gösteren hisse senetlerinin kısa vadede iyi performans göstermeye devam edeceğini ifade etmektedir. Ayrıca düşük fiyat/kazanç oranına sahip hisse senetlerinin piyasaya göre daha yüksek getiri sağladığı bilinmektedir. Ayrıca, ocak ayı anomalisi, aşırı volatilité ve hisse senedi primi bulmacası gibi anomaliler ampirik kanıtlarla ortaya konulmakta ve geleneksel finans teorilerinin eleştirilmesine neden olmaktadır (Lo, 2005). Rasyonel yatırımcı varsayımı ve rasyonel beklentilerin gerçekleşmesindeki sınırlılıklar davranışsal faktörlerin önemini göstermektedir. Davranışsal finans literatürü 1970'lerde Kahneman ve Tversky'nin psikoloji alanındaki çalışmalarıyla başlamış ve 1980'lerden itibaren finans literatürüne güçlü bir şekilde entegre olmuştur. Davranışsal finans literatürü, yatırımcıların sistematik olarak rasyonel yatırımcı davranışı varsayımından sapan davranışlar sergilediğini savunmaktadır. Bu sapmalar finansal piyasaları önemli ölçüde etkilemektedir. Davranışsal finans, geleneksel teorisinin normatif gücünü kabul etmekle birlikte, onun betimleyici yetersizliğini vurgulamakta ve yatırımcı davranışını daha iyi açıklayan alternatif teoriler ortaya koymaktadır (Barberis ve Thaler, 2003).

Beklenti teorisi, yatırımcıların belirsizlik altındaki karar alma davranışlarını insan davranışını betimleyen psikolojik faktörlere dayalı olarak açıklamaktadır. Beklenti teorisinin üç temel unsuru bulunmaktadır. Birincisi, yatırımcılar kazanç ve kayıplarını bir referans noktasına göre belirlemektedirler. Referans noktası genellikle mevcut durum, satın alma fiyatı veya beklenen sonuçtur. Elde edilen getiri referans noktasının üzerindeyse kazanç, altındaysa kayıp olarak algılanmaktadır. İkincisi, değer fonksiyonunun referans noktasında tanımlı olmasıdır. Yatırımcılar açısından, kazanç durumunda azalan marjinal fayda ve kayıp durumunda azalan marjinal acı fonksiyonları ortaya çıkmaktadır. Değer fonksiyonu kayıp durumunda kazanç durumuna göre daha dik açılı bir hal alarak kayıptan kaçınma güdüsünü yansıtmaktadır. Üçüncüsü ise, beklenen değer teorisinin aksine yatırımcıların beklenen sonuçlara atfettiği olasılıkların rasyonel olmamasıdır. Karar vericiler, düşük olasılıklı olaylara aşırı ağırlık ve yüksek olasılıklı olaylara düşük ağırlık verebilmektedir. Bu durum, insanların daha düşük olasılıklı olmasına rağmen büyük getiri beklentisiyle şans oyunları oynamasını ve düşük olasılıklı olmasına rağmen büyük kayıplardan kaçınmak amacıyla sigorta satın almasını açıklamaktadır (Tversky ve Kahneman, 1974; Kahneman ve Tversky, 1979).

Beklenti teorisinin temel varsayımları sınırlı rasyonellik ve bilişsel önyargılardır. Yatırımcılar karar

süreçlerinde sezgisel yöntemler (heuristics) kullanılmaktadırlar. Sezgiler, bilişsel önyargılar içermektedir. Önyargılar, rastgele hatalar değil, öngörülebilir ve sistematik sapmalar üretmektedir (Szyszka, 2013). Sezgisel yöntemler aşırı güven, çapalama, temsiliyet, mevcudiyet, onaylama yanlılığı ve geçmiş yeniden yazma gibi bilişsel önyargılardan oluşmaktadır. Aşırı güven, yatırımcıların kendi bilgi, yetenek ve tahminlerinin doğruluğunu sistematik olarak abartmaları anlamına gelmektedir. Aşırı işlem yapmaya, yetersiz portföy çeşitlendirmesine ve piyasada oluşan volatilitenin artmasına neden olmaktadır. Özellikle yüksek riskli dönemlerde aşırı güven önyargısı daha fazla ortaya çıkmaktadır. Yatırımcılar sahip oldukları aşırı özgüvene dayanarak yüksek volatilité döneminde aşırı getiri elde etmeyi amaçlamaktadırlar (Shiller, 2000). Aşırı güvenli yatırımcılar diğer yatırımcılardan daha fazla işlem yapmaktadırlar. Bu durum daha fazla işlem maliyetine ve daha düşük getiriye neden olmaktadır. Ayrıca erkek yatırımcılar ve başarılı yatırımcılar aşırı güvenli davranmaya daha yatkındırlar (Barber ve Odean, 2000; Barber ve Odean, 2001). Çapalama etkisi, yatırımcıların karar süreçlerinde ilk edindikleri bilgiye daha fazla ağırlık vermesi ve bu durumun karar verme süreçlerinde yanlılık yaratmasını ifade etmektedir. Çapalama, analist tahminlerinde, değerlendirme modellerinde ve müzakere süreçlerinde yaygın olarak gözlemlenmektedir. Temsiliyet önyargısına sahip yatırımcılar, yatırım senaryolarına olasılık atfederken karar alma süreçlerini kategorize etmektedirler. Bu önyargı, yatırımcıların kısa vadeli trendleri uzun vadeli olarak yorumlamasına veya geçmiş performansı gelecek performansın güvenilir bir göstergesi olarak algılamasına neden olabilmektedir. Bu durum aşırı reaksiyona ve momentum etkisine katkıda bulunmaktadır. Mevcudiyet önyargısı, kolayca hatırlanan veya dikkat çeken bilgilerin karar verme süreçlerinde orantısız şekilde ağırlıklandırılmasını ifade etmektedir. Yakın zamandaki haber akışları, dramatik olaylar veya kişisel deneyimler sonucu elde edilen kazanç ya da kayıplar yatırımcı davranışını şekillendirmektedir. Yatırımcılar, sahip oldukları varlıklar hakkında olumlu haberleri ararken, olumsuz haberleri göz ardı etmektedirler. Onaylama yanlılığı, yatırımcıların mevcut inançlarını destekleyen bilgileri arama ve bu bilgilere aşırı ağırlık verme, inançları ile çelişen bilgileri ise göz ardı etme eğilimini ifade etmektedir. Onaylama yanlılığı karar verme süreçlerinde hatalı davranışlara neden olmakta, sonraki dönemde yatırım kararlarının yeniden değerlendirilmesini engellemekte ve hatalı stratejilere bağlılığı artırmaktadır. Geçmiş yeniden yazma önyargısı ise geçmiş olayların gerçekte olduğundan daha öngörülebilir olduğunun düşünülmesini ifade etmektedir. Özellikle dramatik olaylar gerçekleştikten sonra, yatırımcılar o olayı önceden tahmin edebileceklerini düşünme eğilimindedirler. Pek çok yatırımcı gerçekleşen olay sonrasında “ben bu olayın gerçekleşeceğini daha öncesinden biliyordum/öngörmüştüm” yanılgısına düşmektedir (Jaber, 2025).

Davranışsal finans teorisinin geleneksel finans teorisinden farklılaştığı bir başka nokta ise arbitrajın sınırlarıdır. Arbitraj pozisyonları, varlık fiyatlama riski ile ilgili belirsizlik içermektedir. Bir varlık aşırı değerlendirilmiş olsa bile, temel değerindeki belirsizlik nedeniyle fiyat daha da yükselebilmekte ve arbitraj yatırımcısı için kayba neden olabilmektedir. Finansal piyasalarda arbitraj maliyetli, riskli ve sermaye büyüklüğü ile sınırlıdır. Arbitrajın sınırlılıkları piyasalarda oluşan fiyatları etkilemektedir. Yanlış fiyatlandırma her zaman hızlı bir şekilde düzeltilmemekte, bazı durumlarda uzun süre devam edebilmektedir (Shleifer ve Vishny, 1997). Arbitraj yatırımının riskli hale gelmesindeki bir başka neden gürültü tacirleridir. Gürültü tacirleri irrasyonel yatırımcılar oldukları için piyasada yanlış fiyatlanan bir varlık hakkında çok sayıda bilgi ve haber yayarak varlığın fiyatını çok daha yüksek ya da düşük seviyelere getirebilmektedirler. Arbitraj yatırımcıları, gürültü tacirlerinin kısa vadede daha da iyimser hale gelebileceği ve fiyatları daha fazla yükselteceği riskiyle karşı karşıya kalmaktadırlar. Bu risk, arbitraj yatırımcılarının pozisyonlarını erken kapatmalarına veya hiç açmamalarına yol açabilmektedir (De Long vd., 1990). Ayrıca işlem maliyetleri, açığa satış kısıtlamaları ve maliyetleri, bilgiye erişim maliyetleri ve kurumsal kısıtlamalar arbitrajdan elde edilebilecek getiriyi sınırlamaktadır. Açığa satış işlemleri ödünç alma maliyetleri, marj gereksinimleri ve sınırsız kayıp potansiyeli nedeniyle yüksek riskli işlemlerdir. Arbitraj yatırımcıları sınırsız sermayeye sahip değildirler. Ayrıca piyasa koşullarına bağlı olarak kaldıraç kısıtlamaları ile karşı karşıyadırlar. Bu nedenle arbitraj yatırımcıları genellikle diğer yatırımcılardan borçlanma yoluyla işlem yapmaktadırlar. Yatırım performansı kötü olduğunda ya da kriz dönemleri gibi olağanüstü dönemlerde arbitraj yatırımcılarının sermayesi azalabilmektedir. Bu durum gürültü tacirleri için avantaj sağlamak ve yanlış fiyatlamaların daha uç noktalara doğru ilerlemesine neden olabilmektedir. Arbitrajın bu sınırlamaları, rasyonel olmayan yatırımcıların sürekli anomaliler üretebileceğini göstermektedir (Shleifer ve Vishny, 1997).

Finansal piyasalarda işlem yapan ve rasyonel olmayan yatırımcılar kazanç durumunda olan varlıklarını

erken dönemde elden çıkarma, kayıp durumunda olan varlıklarını ise beklenenden daha uzun süre elde tutma eğilimi göstermektedir (dispozisyon etkisi). Yatırımcılar, kayıplarını realize etmekten kaçınırken, kazançlarını güvence altına almak için erken satış yapmaktadırlar. Ayrıca yatırımcılar kazanç durumunda riskten kaçınırken (konkav değer fonksiyonu), kayıp durumunda daha fazla risk alma (konveks değer fonksiyonu) davranışı göstermektedir (Shefrin ve Statman, 1985). Bu davranış vergisel açıdan rasyonel değildir. Kazanç durumundaki bir varlığı elden çıkarmak sermaye kazancı sağladığından gelir vergisi yükümlülüğü doğurmaktadır. Kayıp durumundaki bir varlığın elden çıkarılması halinde ise oluşan zarar vergi avantajı sağlamaktadır. Rasyonel yatırımcı davranışı kazanç durumundaki varlığı daha uzun süre elde tutmak, kayıp durumundaki varlığı ise daha erken elden çıkarmak olmalıdır (Odean, 1998). Ancak dispozisyon etkisi nedeniyle yatırımcılar her bir varlığı ayrı bir zihinsel hesapta değerlendirmektedir. Yatırımcılar bir hesaptaki kaybı diğer hesaptaki kazançla telafi etmek, bir başka deyişle toplam portföy büyüklüğünü artırmak yerine, her varlıktan getiri sağlamak yoluyla portföy büyüklüğünü artırmayı hedeflemektedirler (Szyszka, 2013).

Davranışsal finans literatürünün açıklamaya çalıştığı bir başka davranış biçimi ise duygular ve çerçeveleme etkisidir. Duygular ve çerçeveleme, bilişsel süreçlerin ötesinde yatırım tercihlerini ve karar verme süreçlerini değiştirmektedir. Değişen duygular karar verme süreçlerinde hatalara neden olabilmektedir. Yatırımcılar gelecekte pişman olabilecekleri kararlardan kaçınmaktadırlar (pişmanlık korkusu). Varlık fiyatının tekrar yükselme ihtimaline aşırı ağırlık veren yatırımcılar kayıp durumundaki yatırımlarını realize etmekte gecikmektedirler. Pişmanlık korkusu, piyasa çöküşleri sırasında satış yapmama ve kriz dönemlerinde hareketsizlik ile ilişkilendirilmektedir. Kendine atfetme önyargısı, yatırımcıların başarılı yatırımları kendi yeteneklerine atfetmelerini, başarısız yatırımları ise dış faktörlere (şanssızlık, piyasa koşulları) atfetmelerini ifade etmektedir. Bu önyargı, aşırı güven duygusunu pekiştirmektedir. Kendine atfetme önyargısına sahip yatırımcılar başarılı işlemlerden sonra yeteneklerine daha çok güvenmekte ve daha yüksek risk ile daha fazla işlem yapmaktadırlar. İyimserlik önyargısı, yatırımcıların getiri beklentileri hakkında kalıcı iyimser inançlara sahip olmalarını ifade etmektedir. Bu önyargı, balon dönemlerinde yüksek değerlemelere ve riskin düşük fiyatlanmasına katkıda bulunmaktadır. Bu dönemlerde gürültü tacirleri için yüksek getiri fırsatı ortaya çıkmaktadır. Yatırımcılar, olumlu sonuçların olasılığını abartmakta ve olumsuz sonuçların olasılığını hafife almaktadırlar (Tversky ve Kahneman, 1981). Çerçeveleme ve mental muhasebe etkileri, aynı nesnel bilginin farklı şekillerde sunulmasının karar alma süreçlerini değiştirdiğini göstermektedir. Yatırım tercihleri aynı seçeneklerin kazanç çerçevesinde mi yoksa kayıp çerçevesinde mi olduğuna bağlı olarak değişmektedir. Yatırımcılar, portföylerini bir bütün olarak değerlendirmek yerine, her bir yatırımı ayrı ayrı değerlendirmekte ve sahip olduğu hesaplar arasında fon transferi yapmaktan kaçınmaktadırlar (Thaler, 1985). Ayrıca yatırımcılar, yatırım portföylerini risksiz varlıklardan oluşan güvenlik katmanı (tahvil vb.) ve aşırı riskli varlıklardan oluşan heyecan katmanı (şans oyunu vb.) olarak ayırmaktadırlar (Shefrin ve Statman, 2000).

Sürü davranışı, yatırımcıların karar verme süreçlerinde kendi bilgi ve deneyimlerini yok sayarak daha fazla bilgi ya da deneyime sahip olduğuna inandığı diğer yatırımcıların davranışlarını taklit etmeleri olarak tanımlanmaktadır. Tanımlamadaki diğer yatırımcılar genellikle gürültü tacirleri, spekülâtörler ya da manipülatör yatırımcılardan oluşmaktadır. Bu davranış özellikle yüksek riskli dönemlerde piyasa balonlarına ve çöküşlerine önemli katkı sağlamakta, momentum etkisi ile aşırı fiyatlamaya neden olmakta ve bilgi piramitleri (kaskad) oluşturabilmektedir. Bilgi piramitleri, yatırımcıların sahip olduğu bilgileri göz ardı ederek diğer yatırımcıların eylemlerini taklit etmelerini ifade etmektedir. Herhangi bir varlığa, erken dönemde (ilk arz dönemi, stabil fiyat dönemi, gürültü tacirleri tarafından piyasaya sunulmayan dönem vb.) yatırım yapan yatırımcıların davranışları sonraki dönemlerde piyasaya katılan ya da varlığa yatırım yapan yatırımcılar için sinyal etkisi (balinaların takip edilmesi vb.) oluşturmaktadır. İtibar temelli sürü davranışı ise profesyonel yatırımcıların (fon yöneticileri, analistler) itibar kaygıları veya çıkar çatışması gibi nedenlerle diğer profesyonel yatırımcıları taklit etmelerini ifade etmektedir. İtibar temelli sürü davranışının altında “eğer herkes aynı hatayı yaparsa, bireysel suçlama azalır” duygusu bulunmaktadır (Bikhchandani vd., 1992).

Davranışsal finans literatürü rasyonel yatırımcı davranışından önemli sapmalar olduğunu gösteren çok sayıda kanıt ortaya koymaktadır. Finansal piyasalarda hisse senedi fiyatları indirgenmiş nakit akışları ile hesaplanan bugünkü değer ile tutarsızlık göstermektedir. Hisse senedi fiyatları, gelecek

beklentilerindeki değişimler sonucu hesaplanan bugünkü değerle kıyaslandığında çok daha fazla volatiliteye sahiptir. Bu durum “aşırı volatilité bulmacası” olarak adlandırılmaktadır. Piyasalarda oluşan volatilité rasyonel modellerle açıklanamamaktadır. Finansal varlık fiyatlamasında psikolojik faktörler ve yatırımcı duyarlılığı önemli rol oynamaktadır (Shiller, 1981). Varlık fiyatları sosyal süreçler, dönemsel gürültüler, kolektif psikoloji gibi faktörlerle şekillenebilmektedir (Shiller, 1984). Piyasa verimliliği üzerinde psikolojik ve sosyolojik unsurların önemli rolü bulunmaktadır. Verimliliğin değerlendirilmesinde volatilité düzeyi kritik bir göstergedir (Shiller, 1999). Yatırımcılar dramatik ve beklenmeyen haberlere aşırı tepki vererek yüksek volatilitéye neden olabilmektedirler. Bu durum yatırım riskinin artmasına neden olmakta ve yüksek fiyatlamayı takip eden dönemlerde hızlı bir fiyat düşüşüne neden olabilmektedir. Bu bulgu piyasanın “zayıf form” etkinliği ile çelişmekte ve yatırımcıların rasyonel beklentiler yerine psikolojik eğilimlerine dayalı karar verdiğini ileri sürmektedir (De Bondt ve Thaler, 1985). Yüksek volatilitéye ek olarak hisse senetlerinin tarihsel getirisinin tahvillere göre aşırı yüksek olması geleneksel varlık fiyatlama modelleri ile çelişmektedir (Mehra ve Prescott, 1985). Benzer şekilde belirli bir sürede yüksek getiri sağlayan hisse senetleri, yüksek getiri dönemini takip eden 3 ila 12 ay boyunca yüksek performans göstermeye devam etmektedir. Ayrıca düşük fiyat/kazanç oranı veya fiyat/defter değeri oranına sahip hisse senetleri uzun vadede piyasaya göre daha yüksek getiri sağlamaktadır. Dönemsel olarak ise küçük hisse senetleri genellikle yılın ilk ayında anormal getiri sağlamaktadır. Bu anomaliler, CAPM ve EPH'nin tam olarak geçerli olmadığını göstermektedir. Ayrıca kesitsel testler, beta katsayısının sistematik riski açıklamada tek başına yeterli olmadığını kanıtlamaktadır (Jegadeesh ve Titman, 1993). Sistematik riski ifade eden beta katsayısı ile ortalama getiriler arasında doğrusal bir ilişki bulunmamaktadır. Beta katsayısına kıyasla, şirket büyüklüğü ve piyasa değeri/defter değeri oranı daha açıklayıcı faktörlerdir. Bu bulgular CAPM'in sistematik riski açıklamada ek faktörlere veya davranışsal faktörlere ihtiyaç duyduğunu göstermektedir (Fama ve French, 1992).

Davranışsal finans teorisinin evrimi ile rasyonel yatırımcı davranışını varsayımı yeniden biçimlenmiştir. Günümüzde “tam rasyonellik” yerine, yatırımcı davranışlarının bilişsel sınırlar, duygusal tepkiler ve sosyal etkileşimlerle şekillenen, çok boyutlu bir rasyonelite spektrumu içinde değerlendirildiği görülmektedir. Bu evrim, finans teorilerinin geleneksel modeller ile davranışsal yaklaşımlar arasında sentezleyici bir paradigma inşa etmesini sağlamaktadır.

4. Psikoloji Literatüründe Rasyonel Yatırımcı

Yatırımcı davranışını tam olarak anlamak için, insan bilişsel sisteminin nasıl çalıştığını ve karar alma süreçlerinin psikolojik temellerini incelemek gerekmektedir. Davranışsal finansın ortaya koyduğu sistematik önyargılar, bilişsel, duygusal ve nörolojik mekanizmaların sonuçlarıdır. Psikoloji literatürü, bu mekanizmaları anlamak ve finansal karar almayı şekillendiren temel süreçleri açıklamak için kapsamlı bir literatüre sahiptir. Rasyonel yatırımcı davranışı ile psikoloji literatürünün kesişimi, finansal karar alma süreçlerinin daha gerçekçi ve çok katmanlı anlaşılmasına olanak sağlayan bir bakış açısıdır. Geleneksel finans teorilerinin tam rasyonellik modeli, karar vericiyi soyut bir Homo Economicus olarak tanımlamaktadır. Halbuki psikoloji literatürü, yatırımcının bilişsel kapasite, duygusal durum ve sosyal bağlam gibi sınırlamalarla donatıldığını vurgulamaktadır. Yatırımcı davranışı, çoğu zaman ekonomik varsayımlarla örtüşmeyen bilişsel sınırlamalar, duygusal etkiler ve bilişsel önyargılar tarafından şekillendirilmektedir. Psikoloji literatürü, özellikle bilişsel psikoloji ve davranışsal karar verme araştırmaları aracılığıyla, tam rasyonelite modeline önemli eleştiriler getirmekte ve daha gerçekçi bir rasyonelite anlayışının gelişimine katkı sağlamaktadır.

Sınırlı rasyonelite kavramı, bilişsel kapasitenin ve yatırımcının sahip olduğu bilgi düzeyinin sınırlı olduğunu ifade etmektedir (Simon, 1955). Simon'a göre, insan bilişsel kapasitesi (zaman ve bilgi kısıtları) sınırlıdır. Bilgiye erişim, dikkat ve hafıza gibi kısıtlılıklar karar verme süreçlerini etkilemektedir. Bu bağlamda bireyler her zaman en optimal kararı verememektedirler. En optimal kararı aramak yerine tatmin edici kararlar vermek insan davranışı bakımından daha uygun bir yaklaşımdır. Bu yaklaşım, bireylerin karar verme süreçlerinde hem mantık hem de bilişsel sınırlılıklar altında hareket ettiğini vurgulamaktadır (Simon, 1955; Simon, 1986). İnsanlar mükemmel rasyonellik yerine “yeterince iyi” çözümler aramaktadırlar. Bireyler karmaşık problemlerle karşı karşıya kaldığında basitleştirici ve tatmin edici stratejiler uygulamaktadır. Bu çerçevede, yatırımcıların maksimum fayda düzeyine ulaşabilmek amacıyla sezgisel yöntemler kullanmasını açıklamaktadır. Yatırımcılar piyasadaki tüm

bilgiye erişme kapasitesine sahip değildir. Tüm bilgiye erişmiş olsa bile elde edilen bilgiyi işleme kapasitesi sınırlı olduğundan karmaşık finansal kararları basitleştirme yoluyla en uygun yatırım kararını almak zorundadırlar. Bu basitleştirme, çoğu zaman sistematik hataların ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Diğer yandan, bilişsel kaynakların korunması hızlı karar almayı mümkün kılmaktadır. Bilişsel yük ve dikkat sınırları, yatırımcı davranışını şekillendiren önemli faktörlerdir. İnsanlar aynı anda sınırlı sayıda bilgiyi işleyebilmektedirler. Bilgi fazlalığı karar kalitesini düşürmektedir. Bilgi fazlalığında, kategorize edilen bilgiler ağırlıklandırılmaktadır. Ağırlıklandırma sonucunda öne çıkan bilgilere daha fazla dikkat verilmektedir. Kategorizasyon yoluyla karmaşık finansal bilgiler basitleştirilmektedir. Bu sınırlamalar, piyasalarda asimetrik bilgi oluşmasına neden olmaktadır. Asimetrik bilgi karar verme süreçlerinde hesaplanan ağırlıkların hatalı olmasına neden olabilmektedir (Teall, 2023).

Psikoloji literatürü, geleneksel finans teorilerinin savunduğu rasyonel yatırımcı varsayımına güçlü eleştiriler getirmektedir. Bilişsel psikolojinin temel kavramlarından olan sezgisel kestirmeler ve önyargılar, yatırımcılar için karar alma süreçlerinde önemli sapma kaynaklarıdır. Örneğin, yatırımcılar karmaşık bilgi ortamlarında karar verirken kullanılabilirlik, temsiliyet gibi kısa yollara başvurmaktadırlar. Bu kısa yollar analitik değerlendirmeyi kolaylaştırmaktadır. Diğer yandan kullanılan kısa yollar sistematik hatalara yol açmaktadır. Bu hata mekanizmaları, karar alma süreçlerini basitleştirirken, yatırımcıların rasyonel beklentilerden sapmalarına neden olabilmektedir (Karakuş, 2022). Yatırımcılar karar alma süreçlerinde sezgisel ve bilişsel önyargılar geliştirmektedir. Bu önyargılar kazanç ve kayıp durumlarını asimetrik değerlendirmelerine neden olmaktadır (Kahneman ve Tversky, 1979). Bu bağlamda, rasyonalite salt soyut bir ideal değil, psikolojik gerçeklikle etkileşim içinde olan bir davranış biçimidir. Rasyonalite hızlı ve yavaş düşünme sistemlerini kullanmaktadır. Hızlı düşünme, sezgisel yöntemlere dayalıdır ve genellikle günlük kararlarda kullanılmaktadır. Yavaş düşünme ise bilinçli, çaba gerektiren ve analitik düşünmeyi ifade etmektedir. Bu sistem sınırlı bilişsel kapasiteye sahip olmasına rağmen mantıksal, hesaplayıcı, istatistiksel ve matematiksel düşünme gerektiren karmaşık problemler için kullanılmaktadır. Finansal kararların çoğunluğu, özellikle zaman baskısı altında veya bilişsel yük yüksek olduğunda, hızlı düşünme etkisi altında alınmaktadır. Bu durum, sistematik önyargılara yol açmakta ve genellikle hatalı karar verme süreçlerine neden olmaktadır (Kahneman, 2003).

Bilişsel değerlendirme süreçleri ile duygusal tepkiler birbirinden bağımsız ancak çoğu zaman birbiriyle çatışan süreçlerdir. Geleneksel yaklaşımlar risk algısını mantıklı olasılık hesaplaması ve elde edilen fayda ile ele almaktadır. Risk algısına ilişkin güncel teoriler ise bireylerin kararlarını anlık duygusal tepkiler, fizyolojik uyarılma düzeyi, geçmiş duygusal deneyimler ve beklenen sonuçlar gibi faktörlerin belirlediğini göstermektedir. Dolayısıyla rasyonel yatırımcı davranışı bu iki sürecin etkileşimiyle şekillenmektedir. Bireylerin gelecekte beklediği duygular ile karar anında deneyimledikleri gerçek duygular arasındaki ayrım özellikle riskten kaçınma davranışının neden yalnızca olasılık-fayda hesaplarıyla açıklanamadığını göstermektedir. Bu durum finansal yatırım davranışlarından çevresel risk algısına, tüketici tercihlerinden sağlık kararlarına kadar çok geniş bir etki alanına sahiptir (Loewenstein vd., 2001). Bireyler riskli durumlar ile belirsiz durumlar arasında tutarlı tercihler sergilememektedir. Risk, olasılık dağılımlarının bilindiği durumları ifade ederken, belirsizlik olasılıkların bilinmediği eksik bilgi içeren durumları tanımlamaktadır. Bireyler, aynı beklenen değere sahip iki seçenek arasından olasılık dağılımı daha net olan, bir başka deyişle belirsizliği daha düşük olan seçeneği tercih etmektedir. Bu davranış biçimi rasyonel insan davranışı varsayımını ihlal etmektedir. Bireyler, belirsizliğe karşı isteksiz oldukları için subjektif olasılıkları doldurmakta zorlanmakta ve eksik bilgiyi olumsuz değerlendirmektedirler (Ellsberg, 1961). Belirsizlik altında karar alma literatüründe bireylerin seçimlerini yalnızca beklenen fayda hesaplamalarıyla açıklamaya çalışan klasik modeller, özellikle duygusal tepkilerin belirleyiciliğini göz ardı ettikleri için sıkça eleştirilmiştir. Pişmanlık teorisine göre, bireylerin karar alma davranışlarında pişmanlık ve sevinç gibi karşılaştırmalı duygular merkezi rol oynamaktadır. Teoriye göre, duygular karar sonuçlarındaki farklılaşmaya bağlı olarak karar verme öncesindeki davranışları etkilemektedir. Bireyler, karar verme aşamasında yalnızca verilen kararın olası sonuçlarını değil alternatif maliyetleri (fırsat maliyeti) de karşılaştırmaktadır. Bu karşılaştırma süreci, seçilen alternatifin diğerine göre daha kötü bir sonuç üretmesi durumunda yaşanacak olası pişmanlığa karşı duyulan isteksizlikle şekillenmektedir. Dolayısıyla bireyler, beklenen pişmanlığı minimize eden seçimlerde bulunma eğilimindedirler. Pişmanlık teorisi, beklenen fayda teorisinin temel

aksiyomlarından biri olan geçişlilik aksiyomunu reddetmektedir. Herhangi bir birey A seçeneğini B seçeneğine ve B seçeneğini C seçeneğine tercih ederken, geçişlilik aksiyomunun aksine C seçeneğini A seçeneğine tercih edebilmektedir (Loomes ve Sugden, 1982).

Türkçe literatürde yer alan çalışmalar yatırımcı davranışı üzerinde bilişsel önyargıların varlığını desteklemektedir. Bireysel yatırımcıların risk algısını aşırı güven, sürü davranışı ve doğrulama yanlılığı gibi bilişsel önyargılar etkilemektedir (Bayazit Hayta, 2014; Karakuş, 2022). Yatırımcı duyarlılığı, beklenti ve inançları temel alan sistematik sapmaların piyasa yönelimi üzerindeki göstergesidir. Duygusal ya da spekülative motivasyonla hareket eden yatırımcılar piyasayı etkileyerek aşırı ya da düşük piyasa tepkilerine neden olabilmektedir (Kabakcı ve Akkaya, 2020). Türkiye’de davranışsal sapmalar demografik özellikler, portföy büyüklüğü ve ekonomik göstergelere göre farklılaşmaktadır. Erkek, genç, düşük portföye sahip ve görece düşük gelir veya eğitim seviyesindeki yatırımcılar aşırı oldukları şirketlere, sektörler veya yerel piyasa unsurlarına yönelmeye daha meyilli davranmaktadır. Dispozisyon ve temsiliyet önyargıları ise daha çok kadınlarda, yaşça büyük yatırımcılarda ve portföy değeri büyük yatırımcılarda gözlemlenmektedir. Kazançların hızlı realize edilmesi ve zarar eden pozisyonların elde tutulması, özellikle riskten kaçınma eğilimi yüksek gruplarda daha baskın görülmektedir. Temsiliyet önyargısı yatırım tutarlılığı üzerinde negatif etkiye sahiptir. Aşırı özgüven eğilimindeki yatırımcılar, piyasaya dair bilgi düzeylerini gerçekte olduğundan daha yüksek değerlendirme eğilimindedir ve bu doğrultuda aşırı oldukları hisselerle orantısız şekilde yönelmektedir. Davranışsal sapmalar yalnızca bilişsel faktörlere değil, demografik, ekonomik ve sosyal faktörlere de bağlıdır (Tekçe vd., 2016).

5. Kriz ve Balon Dönemlerinde Rasyonel Yatırımcı Davranışı

Finansal krizler ve piyasa balonları, rasyonel yatırımcı davranışı varsayımının en fazla sorgulandığı dönemlerdir. Olağanüstü dönemlerde, geleneksel finans teorisinin öngördüğü rasyonel yatırımcı davranışından sistematik ve geniş çaplı sapmalar gözlemlenmekte, bilişsel önyargılar yoğunlaşmakta ve piyasa mekanizmaları normal işleyişinden önemli ölçüde uzaklaşmaktadır. Tarihsel krizlerin ve balonların incelenmesi, yatırımcı davranışının aşırı koşullar altında nasıl şekillendiğini ve hangi bilişsel mekanizmaların finansal istikrarsızlığa katkıda bulunduğunu anlamak için önemlidir.

Hollanda’da 1630’larda yaşanan Lale Çılgınlığı, finansal balonların en çarpıcı örneklerinden biri olarak tarihe geçmiştir. Lale, dönemin Avrupa toplumunda estetik bir bitki olmaktan öte statü, sembolik değer ve sosyal saygınlık göstergesi olarak tanımlanmaktadır. Bu nedenle lale talebi salt ekonomik mekanizmalar ve rasyonel davranışın ötesinde sosyal taklit, moda etkisi, gösteriş tüketimi ve sürü davranışı gibi davranışsal unsurlarla şekillenmektedir. Lale fiyatlarının hızlı yükselişinde nadirlik, yüksek sembolik değer ve üst sınıfların tüketim alışkanlıkları belirleyici olmuştur. Fiyat artışı sosyal bulaşma, aşırı iyimserlik ve asimetric bilgi gibi finansal kavramlarla açıklanabilmektedir. Balonun çöküşünde, talebin ani daralmasının yanı sıra ticari sözleşmelerdeki hukuki bağlayıcılığın belirsiz olması, piyasa altyapısının zayıflığı ve fiyatlama mekanizmalarının kurumsal bir çerçeveden yoksun olması önemli rol oynamıştır. Lale fiyatlarının keskin biçimde düşmesi, ekonomik zararların yanı sıra toplumsal güvenin sarsılması ve ekonomik davranışlara yönelik beklentilerin yeniden şekillenmesi gibi sosyo-psikolojik sonuçlar doğurmuştur (Garber, 2000; Dwivedi, 2023). Lale soğanlarının verimliliği hakkında kısıtlı bilgiye sahip olan spekülative ve tüccarlar fiyatların artmasında gürültü taciri rolünü üstlenmişlerdir. Piyasada oluşan belirsizlik ve gürültü aşırı fiyat artışı sonucunda balon oluşmasına katkı sağlamıştır. Balon fiyatlar soğanların dikildiği dönemde en yüksek noktaya ulaştıktan sonra soğanların filizlenip görünür hale geldiği, bir başka deyişle belirsizliğin sona erdiği dönemde çökmüştür. Ortaya çıkan sonuçlar irrasyonel balon ya da spekülative çılgınlık olarak adlandırılmanın ötesinde sermaye yapısı, ürün doğası ve bilgi asimetrisi ile şekillenen tarihsel ve ekonomik bir fenomen olarak tanımlanmaktadır (McClure ve Thomas, 2017).

İngiltere’de 1720 yılında yaşanan Güney Denizi Balonu davranışsal finans teorilerinin araştırılması bakımından önemli bir örnek teşkil etmektedir. 18. yüzyılda Londra’da bulunan menkul kıymet piyasalarının kurumsal altyapısı standartlaşmamıştır. Hisse senetleri ve ticari senetler borsa gibi kurallı piyasalarda işlem görmek yerine profesyonel olmayan ortamlarda el değiştirmektedir. Yüksek bilgi asimetrisi ve söylenti ağları gürültü ticaretine imkân vermiş ve belirsizlik ortamı yaratmıştır. Bu durum fiyatların aşırı yükselmesine, yüksek volatiliteye ve ani çöküşe neden olmuştur. Spekülative alımsatım,

gürültü ticareti, aşırı iyimserlik, farklılaşan beklentiler, moda ve sosyal topluluk etkisi gibi psikolojik ve sosyal faktörler balonun oluşumunda önemli yer tutmaktadır. Özellikle, finansal bilgi düzeyi zayıf olan halk, şirketlerin vaat ettiği yüksek kazanç beklentisiyle hisse alımına yönelmiştir. Talebin hızla artması arz talep dengesizliğine ve fiyat balonuna neden olmuştur. Balon zirve noktasına ulaştığında hisse senetleri ve ticari senetlere olan güven sarsılmış, fiyatlar hızla düşmeye başlamış, panik satışları tetiklenmiş ve yatırımlar önemli düzeyde finansal kayıplarla sonuçlanmıştır. Çöküşün nedenleri arasında yasal düzenlemelerdeki eksiklikler, piyasaların şeffaf olmaması, yüksek düzeyde bilgi asimetrisi ve yatırımcı beklentilerinin yönetilememesi gösterilmektedir (Baddeley ve McCombie, 2001; Dale, 2004; Dale vd., 2005).

1929 borsa çöküşü, modern finansal tarihin en yıkıcı olaylarından biridir ve uzun süreli bir spekülasyon patlamayı takip eden ani bir çöküşü temsil etmektedir. Çöküşün rasyonel yatırımcı davranışı ile açıklanıp açıklanamayacağı hakkında farklı görüşler bulunmaktadır. Rasyonel yatırımcı davranışı perspektifinden yaklaşan araştırmacılar 1920'lerin sonlarında hisse senedi piyasasında ortaya çıkan fiyatlamaya dinamiklerinin rasyonel temellerle açıklanamayacak ölçüde yüksek olduğunu iddia etmektedir. Yatırımcı duyarlılığı analizinde fonların piyasa fiyatları ile net varlık değerleri arasındaki fark kullanılmaktadır. Fonlar 1929 çöküşünden önceki dönemde net varlık değerlerine kıyasla %60'a varan primlerle fiyatlanmıştır. Gözlemlenen yüksek prim düzeyi hisse senedi piyasaları ile güçlü bir korelasyon içinde hareket etmektedir. Bu bulgu, piyasanın genelinde gözlenen fiyat artışlarının değerlemelerdeki iyileşme ile açıklanamayacak ölçüde aşırı olduğunu ve yatırımcıların rasyonel beklentilerden ziyade, ekonomik gerçekliklerden önemli derecede uzaklaşmış şekilde iyimserlik ve spekülasyon temelli bir davranış sergilediğini göstermektedir. Piyasada oluşan fiyatlar, ekonomik temellerin öngördüğü seviyelerden ciddi biçimde kopmuş ve geniş bir yatırımcı kitlesi tarafından rasyonellikten uzak şekilde desteklenmiştir. Piyasada bilgi asimetrisi bulunmamasına (fon portföy değerlerinin şeffaf şekilde biliniyor olması) rağmen fiyatların bu ölçüde yükselmesi, piyasa davranışının temel değerlerden bağımsızlaşarak kendi kendini besleyen bir beklenti mekanizmasına dönüştüğünü göstermektedir. Fon fiyatlarında, çöküşten hemen önce gözlenen aşırı primin hızlı şekilde ortadan kalkması da piyasa duyarlılığının nasıl keskin biçimde tersine döndüğünü göstermektedir. Bu durum, balon oluşumunun ardında yatırımcı psikolojisinin, sürü davranışının ve spekülasyon davranışlarının belirleyici olduğunu vurgulayan davranışsal finans yaklaşımının erken ve güçlü ampirik örneklerinden biri olarak değerlendirilmektedir. Ayrıca, piyasa fiyatlarının rasyonel değerlendirilme ilkeleri gereği temel değer ile uyumlu olması gerektiğini savunan etkin piyasalar hipotezine karşı güçlü bir karşı örnek sunmaktadır (De Long ve Shleifer, 1991). Diğer yaklaşım ise hisse senedi fiyatlarının 1929'da ekonomik temellere göre aşırı değerlendirilmiş olmadığını, temel ekonomik göstergeler ve beklenen gelecek kazançlar dikkate alındığında fiyatların rasyonel biçimde belirlenmiş olabileceğini savunmaktadır. Amerikan ekonomisi 1920'lerin ikinci yarısında yüksek verimlilik artışları, teknolojik ilerleme, sermaye birikimi ve üretkenlik bakımından kayda değer ilerleme yaşamıştır. 1929 yılı itibarıyla beklenen nakit akımları ve ekonomik büyüme potansiyeli, hisse senedi piyasasındaki fiyat seviyelerini büyük ölçüde doğrulamaktadır. Bu bulgu, piyasanın rasyonel temellerden tamamen kopuk biçimde hareket ettiğini ileri süren balon teorilerine karşı önemli bir argüman olarak sunulmaktadır. Analistlere göre çöküşün temel nedeni, fiyatların aşırı şişmiş olması değil, 1929 sonrasında belirginleşen ve Büyük Buhrana yol açan derin ve kalıcı ekonomik daralmadır. Bu çerçevede hisse senedi fiyatlarının 1929'da yüksek olması, gelecekteki ekonomik performansa ilişkin makul beklentilerin bir yansımasıdır. Çöküş ise bu beklentilerin temel ekonomik değişkenlerdeki dramatik bozulmayla geçersiz hâle gelmesinden kaynaklanmıştır. 1929 çöküşü yalnızca piyasa psikolojisi, sürü davranışı veya irrasyonel yatırımcı davranışı gibi davranışsal unsurlarla değil, makroekonomik temellerle de açıklanabilmektedir (McGrattan ve Prescott, 2001).

19 Ekim 1987'de yaşanan Kara Pazartesi, modern finansal tarihin en keskin tek günlük düşüşlerinden birini temsil etmektedir. 1929'dan farklı olarak, 1987 çöküşü kısa süreli bir çöküş döngüsüdür. Çöküşün davranışsal faktörleri arasında mevcudiyet ve temsiliyet önyargıları, sürü davranışı, aşırı güven, sınırlı piyasa likiditesi ve yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisi gösterilmektedir. Bu olay, devre kesiciler gibi mekanizmaların tasarımına yol açmış ve davranışsal tetikleyicilerin sistematik riskte oynadığı rolün tanınmasını sağlamıştır (Schulmerich vd., 2015). 1987 yılının Ekim ayında yaşanan küresel piyasa çöküşü, geleneksel finans teorilerinin açıklamakta zorlandığı yoğun belirsizlik, kitlesel satış davranışı ve uluslararası senkronizasyon gibi dinamikler nedeniyle finans literatüründe önemli yer tutmaktadır.

Çöküş sırasında hem bireysel hem de kurumsal yatırımcılar piyasanın aşırı değerli olduğuna yönelik yaygın kanaate ve başkalarının satış yapacağına ilişkin kolektif beklentiye sahiptir. Bu beklentiler yatırımcıların karar alma süreçlerini etkilemiştir. Bulgular, yatırımcıların büyük bölümünün fiyat düşüşünü ekonomik temellerde ani bir bozulmanın sonucu olarak değil, diğer yatırımcıların davranışlarını takip etme eğiliminin yarattığı zincirleme reaksiyon olarak gördüğünü ortaya koymaktadır. Bu çerçevede piyasa çöküşü, rasyonel değerlemelerdeki ani değişimden ziyade, yatırımcı psikolojisinde eşzamanlı olarak gelişen panik algısının ve sürü davranışının bir yansıması olarak tanımlanmaktadır. Yatırımcıların önemli bir kısmı duygusal, hızlı ve tepkiye dayalı karar almıştır. Satış kararlarında bilgiye dayalı analizden çok piyasa söylentileri, medyada yer alan haberler ve diğer yatırımcıların davranışları gibi bilişsel dışsal faktörler etkili olmuştur (Shiller, 1987). Benzer davranışlar yalnızca ABD piyasalarında değil, uluslararası ölçekte tekrarlanmıştır. Japon yatırımcıların büyük bölümü, tıpkı ABD’de olduğu gibi, çöküşün temel nedenini "başkalarının satışa yöneleceği beklentisi" ve piyasanın aşırı değerli olduğu algısıyla açıklamaktadır. Bulgular, bilgi temelli fiyatlamadan ziyade toplu davranış kalıplarının belirleyici olduğunu, yatırımcıların büyük kısmının kendi analizlerinden bağımsız olarak piyasanın genel eğilimine uyum sağlama davranışına sahip olduğunu göstermektedir. Yatırımcıların önemli bir bölümü, fiyat düşüşlerini rasyonel değerlendirme modelleriyle ilişkilendirmemiştir. Bunun yerine, yatırımcı duyarlılığındaki ani bozulmayı ve diğer yatırımcıların hareketlerinden kaynaklanan sosyal etkileşim süreçlerini göz önünde bulundurmaktadır (Shiller vd., 1988).

1997 Asya Finansal Krizi, bölgesel bir şokun nasıl hızla yayılabileceğini ve birden fazla ekonomiyi etkileyebileceğini gösteren önemli bir olaydır. Bu kriz, sürü davranışı, bulaşma ve bilgi asimetrisinin yerel şokları bölgesel çöküşlere dönüştürebileceğini göstermektedir. Asya finansal krizinde döviz kurları, devlet tahvil spreadleri, kısa vadeli faizler ve hisse senedi piyasaları incelendiğinde yüksek eşzamanlı hareketler yalnızca ortak makro temellerle açıklanamamaktadır. Ülkeler arası kriz bulaşmasının bir kısmı ekonomik ortaklıklar ve ortak şoklarla açıklanabilmektedir. Ancak bu faktörler genel kriz yayılımını açıklamakta yetersiz kalmaktadır. Kriz yayılımı önemli ölçüde rasyonel olmayan yatırımcı davranışı, asimetrik bilgi nedeniyle oluşan tepki mekanizması ve sürü davranışıyla açıklanmaktadır (Baig ve Goldfajn, 1998). Krizin yayılmasında yüzeysel bir eşzamanlı alım satım kararının ötesinde yatırımcıların risk alma biçimlerinin birbirine benzemesi yoluyla işlem yapması neden olarak gösterilmektedir. Piyasa stresi arttığında, yatırımcılar farklı varlıkların özgün risklerini dikkate almaktan ziyade, ortak faktörlere daha fazla odaklanarak benzer stratejilere yönelmişlerdir. Ayrıca belirsizlik, yoğun bilgi akışı ve panik davranışı gibi psikolojik faktörler sürü davranışını tetiklemiştir (Hwang ve Salmon, 2004).

2000 yılındaki internet (dot-com) balonu sonucunda oluşan piyasa çöküşü, aşırı güven, temsiliyet önyargıları ve seçici algının neden olduğu irrasyonel coşku ve ani geri dönüşler üreten bir örnek olaydır. Bu dönemde, teknoloji şirketlerinin değerlemeleri temel göstergelerden tamamen kopmuş ve aşırı fiyatlamalarla sonuçlanmıştır. Balon, yalnızca piyasa fiyatlamalarındaki bir aşırılık değil, aynı zamanda yatırımcıların bilişsel yanılgıları, sürü davranışı ve gürültü odaklı karar pratiklerinin sonucunda ortaya çıkmıştır. Bu dönemde yatırımcı davranışlarını şekillendiren üç temel psikolojik mekanizma bulunmaktadır. Birincisi aşırı iyimserlik, ikincisi sosyal doğrulama arayışı ve üçüncüsü bilişsel kısayolların yoğun kullanımıdır. İnternet ekonomisinin geleceğine yönelik büyük, çoğunlukla doğrulanmamış beklentiler, yatırımcıları şirketlerin gelir modelleri, mali sürdürülebilirlikleri ve risk profilleri üzerine gerçekleştirdikleri incelemeleri askıya almaya yöneltmiştir. Bu durum, araştırmada hikâyeye dayalı yatırım olarak tanımlanan ve şirketlerin finansal temellerinden çok vaat ettiklerine odaklanarak yatırım kararlarının belirlendiği bir ortam yaratmıştır. Bu süreçte yatırımcılar, kendi değerlendirmelerinden ziyade diğer yatırımcıların algıladığı fırsatlara yönelmiş, böylece piyasa içinde *pozitif geri besleme* döngüsü oluşmuştur. Yatırımcıların çoğunluğunu “kaçırma korkusu (FOMO)” etkilemiştir. Dot-com balonu irrasyonel yatırımcı davranışlarından kaynaklanan ve kendi kendini güçlendiren bir süreç haline gelmiştir. Yatırımcı güveni zayıfladığında ise aynı bilişsel mekanizmalar tersine işleyerek hızlı ve panik niteliğinde sermaye geri çekilmelerini tetiklemiştir (Valliere ve Peterson, 2003). Bu dönemde şirketlerin çoğu sürdürülebilir gelir modellerinden yoksun olmasına rağmen, piyasanın “yeni ekonomi” söylemine duyduğu güçlü inanç, geleneksel sektörlerde kabul edilen değerlendirme ilkelerinin göz ardı edilmesine yol açmış ve risk algısının ciddi biçimde zayıflamasına neden olmuştur. Yatırımcıların bilgi işlem teknolojilerindeki hızlı gelişmeleri ekonomik büyümenin kalıcı bir

kaynağı olarak yanlış yorumlamaları gelecek nakit akımlarına dair gerçekçi olmayan projeksiyonların oluşmasına zemin hazırlamıştır. Bu çerçevede finansal analiz sürecinde kullanılan rasyonel varsayımların yerine sezgisel ve duygusal değerlendirmelerin ağırlık kazandığı görülmektedir. Dot-com balonunun patlamasıyla birlikte piyasa değeri hızla çöken şirketler, yatırımcıların klasik değerlendirme göstergelerine geri dönüşünü tetiklemiş ve piyasa katılımcılarının irrasyonel davranışlarının reel maliyetlerini görünür kılmıştır. Dot-com balonu yalnızca finansal bir aşırılık örneği değil, aynı zamanda kolektif irrasyonelliğin piyasaları nasıl yönlendirebileceğine dair önemli bir davranışsal finans vakasıdır (Wheale ve Amin, 2003).

2008 Subprime Krizi, modern finansal tarihin en yıkıcı olaylarından biridir. Karmaşık finansal araçlar, kaldıraç, kurumsal başarısızlıklar ve davranışsal önyargıların nasıl etkileşime girerek sistemik bir krize yol açabileceğini göstermektedir. Bulgular, 2008 kriziyle birlikte bireysel yatırımcıların risk algılarında belirgin bir artış, gelecek getirilere yönelik beklentilerde ise kayda değer bir düşüş yaşandığını ve yatırımcıların kriz boyunca portföylerindeki risk seviyelerini sistematik biçimde azaltma eğiliminde olduklarını göstermektedir. Artan belirsizlik ve riskten kaçınma eğilimlerine rağmen birçok bireysel yatırımcı yüksek işlem hacmini sürdürmüştür. Yatırımcılar, özellikle volatilité dönemlerinde aşırı reaksiyon niteliğinde pozisyon değişiklikleri yapmışlardır. Bu durum, kriz zamanlarında bireysel yatırımcı davranışlarının geleneksel rasyonel beklenti modelleriyle tam olarak açıklanamadığını ve davranışsal finans literatüründe vurgulanan kayıptan kaçınma, aşırı güven, yakın dönem yanlılığı gibi bilişsel önyargıların kriz koşullarında daha belirleyici hâle geldiğini göstermektedir (Hoffman vd., 2013). 2008 krizinin en yoğun olduğu dönemde bile kural/duygu temelli (*heuristic-driven*) yatırımcıların toplam varlıkları sabit kalmış, *irrasyonel* yatırımcıların işlem hacimleri ise anlamlı şekilde değişmiştir. Piyasa oynaklığı ve bilgi asimetrisi yükseldiğinde, bilgili yatırımcılar sahip oldukları öznel bilgi ve analiz yetenekleri nedeniyle pozisyonlarını değiştirme eğilimindedir. Ancak duygu temelli yatırımcılar, bilişsel önyargılar, basit karar kuralları ve mental muhasebe gibi davranışsal özellikler nedeniyle, piyasa stresi ya da çöküş gibi dışsal şoklar karşısında dahi yatırım disiplinlerinden sapmamaktadır. Bu durum, kriz anlarında yatırımcıların tamamen piyasadan çekilmediğini, kurallı/sezgisel yatırımcıların piyasada işlem yapmaya devam ettiğini ve piyasadaki likiditenin tam bilgi yerine sürü davranışı ile sağlanabildiğini göstermektedir (Ormos ve Timotity, 2016). 2008 krizi, karmaşık finansal araçların belirsizlik ortamında nasıl tehlikeli hale gelebileceğini, hatalı teşvik uygulamalarının sistematik riski nasıl artırabileceğini ve gerçekleşme olasılığı son derece düşük olan uç değer risklerinin hafife alınmasının yıkıcı sonuçlarını göstermiştir. 2005-2007 döneminde aşırı değerli olan fiyatlar 2008 yılında hızla gerileyerek değerinin altına inmiştir. Bu durum, yatırımcıların kriz öncesi dönemde rasyonel temel değerlere dayanmak yerine spekülative beklentilere kapıldıklarını, kriz esnasında ise panik ve toplu satışlarla rasyonalite sınırının ötesine geçtiklerini göstermektedir (Kaizoji ve Miyano, 2016).

COVID-19 pandemisi, benzersiz bir dışsal şok olarak finansal piyasalarda derin etkilere yol açmış ve yatırımcı davranışının aşırı belirsizlik koşullarında nasıl şekillendiğini incelemek için önemli bir fırsat sunmuştur. Yatırımcı davranışı açısından bu dönem hem keskin düşüşler hem de hızlı toparlanmalarla anılan ve davranışsal faktörlerin öne çıktığı bir dönemdir. COVID-19 pandemisinin başlangıç döneminde küresel belirsizlik ve bilgi asimetrisinin yüksek olması nedeniyle yatırımcı davranışı varlık fiyatları üzerinde güçlü ve hızlı bir etki yaratmıştır. Özellikle negatif haber akışları hem kısa vadeli piyasa çöküşlerini hem de yüksek volatilité düzeyini tetiklemiştir. Yatırımcıların haber akışlarına duyarlılığı oldukça yüksektir. Yüksek duyarlılık düzeyi ülkeler arasında farklılaşmaktadır. Uluslararası entegrasyonu yüksek olan piyasalarda davranışsal etkiler daha belirgin şekilde gözlemlenmiştir. COVID-19, yatırımcıların davranışsal tepkilerini ekonomik temellerden bağımsız olarak eş zamanlı ve güçlü biçimde etkilemiştir. Pandemi dönemi araştırmaları kriz dönemlerinde yatırımcı psikolojisinin hem küresel piyasa senkronizasyonunu artırabileceğini hem de finansal kırılganlıkları derinleştirebileceğini göstermektedir (Çevik vd., 2022). Pandemi gibi yüksek belirsizlik ortamlarında bilgi arama davranışı arttıkça yatırımcıların risk algıları yükselmektedir. Bu davranış yüksek belirsizlik ve yatırımcı talebi ile birleştiğinde daha hızlı ve asimetrik fiyat hareketlerine neden olmaktadır. Belirsizlikten kaçınma davranışı, risk algısının yükselmesine benzer şekilde, özellikle gelişmiş piyasalarda, varlık getirilerini negatif yönde etkilemekte ve risk primlerinin yükselmesine neden olmaktadır. Pandemi döneminde geleneksel finans teorileri ile geliştirilen ve rasyonel yatırımcı varsayımı ile hesaplanan risk faktörlerinin açıklama gücü azalmıştır. Diğer yandan davranışsal risk

faktörlerinin açıklama gücü oldukça yükselmiştir. Yatırımcı psikolojisi, kriz dönemlerinde varlık fiyatları üzerinde belirleyici bir rol oynamakta, geleneksel rasyonel yatırımcı varsayımı ise bu tür olağanüstü koşullarda yetersiz kalmaktadır (Shear vd., 2021). COVID-19 döneminde özellikle gelişmekte olan piyasalarda sürü davranışı gözlemlenmiştir. Gelişmiş piyasalarda ise sürü davranışı daha kısa süreli ve daha az belirgindir. Bu bulgu, piyasa gelişmişliğinin sürü davranışının ortaya çıkış süresi ve şiddeti ile ilişkili olduğunu göstermektedir. Belirsizlik dönemlerinde daha az gelişmiş piyasalarda yer alan yatırımcıların birbirlerini izleme eğilimi daha kalıcı hale gelmektedir. Sistematik belirsizliğin yüksek olduğu dönemlerde etkinlik düzeyi düşük olan piyasalarda yatırımcı davranışına dayalı kırılmalıklar artmaktadır. Bu nedenle, piyasa gözetimi ve iletişim stratejilerinin güçlendirilmesi ve bilgi asimetrisinin azaltılması piyasaların etkinliği bakımından önem taşımaktadır (Bogdan vd., 2022). COVID-19 salgınının ilk döneminde pandeminin yol açtığı yaygın belirsizlik, stres ve korku ortamı yatırımcı duyarlılığı üzerinde derin etkiler yaratmış ve psikolojik tepkiler hisse senedi fiyatlarına yansımıştır. Yatırımcı psikolojisi olumsuzlaştığında (belirsizlik, korku, kaygı) hisse senedi getirileri düşmüştür. Bu durum, salgın döneminde yatırımcıların sermayelerini veya yatırım yapma eğilimlerini azalttığını göstermektedir. Salgının neden olduğu belirsizlik, yatırımcıların risk algısını keskin biçimde değiştirmiştir. Birçok yatırımcı için yaşam ve sağlık önceliği öne çıkarken, servet biriktirme/risk alma motivasyonu zayıflamıştır. Bu bağlamda yatırımcı davranışı salt finansal analizlere değil, toplumsal psikoloji ve kriz algısına dayalı bir süreç olarak değerlendirilmektedir (Naseem vd., 2021).

6. Sonuç

Bu çalışma, rasyonel yatırımcı davranışı varsayımını geleneksel finans teorisi, davranışsal finans ve psikoloji disiplinlerinin perspektiflerinden kapsamlı bir şekilde incelemektedir. Literatürde yer alan çalışmalar, farklı disiplinler ve yaklaşımların birbirini tamamlayıcı nitelikte olduğunu ve rasyonelliğin mutlak bir varsayım olmak yerine bağlama bağlı, dinamik ve evrimsel bir süreç olarak anlaşılması gerektiğini göstermektedir. Geleneksel finans teorisi, rasyonelliği temel bir varsayım olarak tanımlamış ve etkin piyasalar hipotezi, rasyonel beklentiler ve fayda maksimizasyonu gibi güçlü teorik çerçeveler sunmuştur. Bu modeller, finansal piyasaların işleyişini anlamak için temel araçlar olmaya devam etmektedir. Teoriler varlık fiyatlama, portföy yönetimi ve risk değerlendirmesi alanlarında önemli pratik uygulamalara sahiptir. Yaygın uygulamalara rağmen geleneksel teorilerin betimleyici gücü sınırlıdır. Geleneksel teoriler finansal piyasalarda yer alan yatırımcıların davranışlarındaki karmaşıklığı tam olarak modelleyememektedir. Davranışsal finans, yatırımcıların sistematik olarak rasyonel modellerden saptığını gösteren güçlü ampirik kanıtlar sunmaktadır. Beklenti teorisi, bilişsel önyargılar ve arbitrajın sınırları gibi kavramlar yatırımcı davranışının psikolojik temellerini açıklamada önemli rol oynamaktadır. Davranışsal finans teorileri piyasa anomalileri, aşırı volatilité, finansal balonlar ve bireysel yatırımcı hatalarını açıklamada geleneksel finans teorilerine göre daha başarılı sonuçlara ulaşmaktadır. Yatırımcı davranışının psikolojik temelleri bakımından yapılan çalışmalar, yatırımcı davranışının bilişsel, duygusal ve sosyal kökenlerini ortaya koymuştur. Hızlı ve yavaş düşünme, sınırlı rasyonellik, bilişsel yük, duygusal etkiler, sosyal etkiler ve evrimsel uyarlanmalar davranışsal bulguları açıklayabilmektedir.

Ampirik kanıtlar hem bireysel hem de piyasa düzeyinde davranışsal önyargıların varlığını desteklemektedir. Disposizyon etkisi, aşırı işlem yapma, yetersiz çeşitlendirme, momentum, uzun vadeli tersine dönüş, yatırımcı duyarlılığı etkileri ve finansal balonlar davranışsal faktörlerin finansal piyasalar üzerinde önemli etkileri olduğunu göstermektedir. Bu etkilerin büyüklüğü ve kalıcılığı farklı dönemlerde ve farklı piyasa koşullarında bireysel ve toplumsal davranışlara bağlı olarak değişmektedir. Diğer yandan, bireysel önyargıların piyasa üzerindeki etkisi yeterince açıklanamamaktadır. Yatırımcıların ekonomik, kültürel ve demografik özelliklerinin incelenmesi bireysel davranışların piyasa üzerindeki etkilerinin analiz edilebilmesi ve sürü davranışının nedenlerinin ortaya konulabilmesi bakımından önemlidir. Hangi önyargıların hangi yatırımcı gruplarında daha güçlü olduğu, yatırımcı heterojenliğinin etkileri, kültürler arası farklılaşma ve kişilik özelliklerinin rolü davranışsal araştırmalar için önemli sonuçlar doğurabilecektir. Bireylerin yatırım kararlarını etkileyen faktörlerin analiz edilmesi, teknolojik gelişim ile farklılaşan piyasa koşullarında (yüksek frekanslı ticaret, algoritmik yatırım, kripto paralar, sosyal medya) yatırımcıların hangi dinamiklerle karar aldığının anlaşılmasına katkı sağlayabilecektir. Özellikle yüksek volatilitéye sahip piyasalarda, kriz ve balon dönemlerinde ya da olağanüstü koşulların ortaya çıktığı dönemlerde panik ve bulaşma mekanizmaları, karar alma

süreçleri, travma sonrası davranış değişimleri ve sistematik risk ile davranışsal faktörler arasındaki ilişki konularında yapılacak araştırmalar geleceğe ışık tutma potansiyeline sahiptir.

Kaynakça

- Akyıldız, P. (2008). Tartışılan boyutlarıyla “homo economicus”. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 13(2), 29-40.
- Baddeley, M. and McCombie, J. (2001). An Historical Perspective on Speculative Bubbles and Financial Crises: Tulipmania and the South Sea Bubble. In: Arestis, P., Baddeley, M., McCombie, J. (eds) *What Global Economic Crisis?*. Palgrave Macmillan, London. https://doi.org/10.1057/9780333992746_11
- Baig, T. and Goldfajn, I. (1998). Financial Market Contagion in the Asian Crisis. *IMF Working Paper* No. WP/98/155. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp98155.pdf>.
- Baker, M. and Wurgler, J. (2006). Investor Sentiment and the Cross-Section of Stock Returns. *The Journal of Finance*, 61(4), 1645-1680. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00885.x>
- Baltussen, G. (2009). Behavioral Finance: *An Introduction*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1488110>
- Bansal, T. (2020). Behavioral finance and COVID-19: Cognitive errors that determine the financial future. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/SSRN.3595749>
- Barber, B. M. and Odean, T. (2000). Trading is hazardous to your wealth: The common stock investment performance of individual investors. *The Journal of Finance*, 55(2), 773-806. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.219228>
- Barber, B. M. and Odean, T. (2001). Boys Will be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment. *The Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 261-292. <http://www.jstor.org/stable/2696449>
- Barberis, N. and Thaler, R. H. (2003). A survey of behavioral finance. In G. M. Constantinides, M. Harris, & R. M. Stulz (Eds.), *Handbook of the economics of finance* (Vol. 1, pp. 1053-1128). Elsevier. <https://doi.org/10.2139/SSRN.327880>
- Benartzi, S. and Thaler, R. H. (1993). Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle. *NBER Working Paper* No. w4369. <https://ssrn.com/abstract=227015>
- Bensimhon, L. and Levy, A. (2010). The origin of stock-market crashes: Proposal for a mimetic model using behavioral assumptions and an analysis of legal mimicry. *International Journal of Business*, 15(3), 289-306.
- Bikhchandani, S., Hirshleifer, D. and Welch, I. (1992). A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades. *Journal of Political Economy*, 100, 992-1026. <https://doi.org/10.1086/261849>
- Black, F. (1972). Capital Market Equilibrium with Restricted Borrowing. *The Journal of Business*, 45(3), 444-455. <https://www.jstor.org/stable/2351499>
- Bogdan, S., Suštar, N. and Draženović, B. O. (2022). Herding Behavior in Developed, Emerging, and Frontier European Stock Markets during COVID-19 Pandemic. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(9), 400. <https://doi.org/10.3390/jrfm15090400>
- Bruner, R. F. and Schill, M. J. (2020). Asset Price Bubbles. *Darden Case* No. UVA-F-1919, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3682587>
- Carhart, M. M. (1997). On Persistence in Mutual Fund Performance. *The Journal of Finance*, 52(1), 57-82. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb03808.x>
- Cevik, E., Altınkeski, B. K., Cevik, E. I. and Dibooglu, S. (2022). Investor sentiments and stock markets during the COVID-19 pandemic. *Financial Innovation*, 8, Article 69. <https://doi.org/10.1186/s40854-022-00375-0>
- Dale, R. (2004). The first crash: Lessons from the South Sea Bubble. *Princeton University Press*.

<https://doi.org/10.2307/j.ctt6wpz4m>

- Dale, R., Johnson, J. E. V. and Tang, L. (2005). Financial markets can go mad: Evidence of irrational behaviour during the South Sea Bubble. *Economic History Review*, 58(2), 233-271. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0289.2005.00304.x>
- De Bondt, W. F. M. and Thaler, R. (1985). Does the Stock Market Overreact? *The Journal of Finance*, 40(3), 793-805. <https://doi.org/10.2307/2327804>
- De Long, J. B. and Shleifer, A. (1991). The Stock Market Bubble of 1929: Evidence from Closed-End Mutual Funds. *The Journal of Economic History*, 51(3), 675-700. <https://doi.org/10.1017/S0022050700039619>
- De Long, J. B., Shleifer, A., Summers, L. H. and Waldmann, R. J. (1990). Noise Trader Risk in Financial Markets. *Journal of Political Economy*, 98(4), 703-738. <http://www.jstor.org/stable/2937765>
- Dwivedi, A. (2023). A qualitative research on the 1630s' tulip bubble 'tulipmania'. *International Journal of Social Science and Economic Research*, 8(8), 2478-2491. <https://doi.org/10.46609/ijsser.2023.v08i08.028>
- Ellsberg, D. (1961) Risk, Ambiguity, and the Savage Axioms. *Quarterly Journal of Economics*, 75, 643-669. <https://doi.org/10.2307/1884324>
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Fama, E. F. and French, K. R. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance*, 47(2), 427-465. <https://doi.org/10.2307/2329112>
- Fama, E. F. and French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3-56. DOI: 10.1016/0304-405X(93)90023-5
- Fama, E. F. and French, K. R. (2012). Size, value, and momentum in international stock returns. *Journal of Financial Economics*, 105(3), 457-472. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.05.01>
- Fama, E. F. and French, K. R. (2015). A five-factor asset pricing model. *Journal of Financial Economics*, 116(1), 1-22. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.10.010>
- Garber, P. M. (2000). Famous first bubbles: The fundamentals of early manias. *MIT Press*. ISBN: 9780262571531
- Grossman, S. J. and Stiglitz, J. E. (1980). On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. *The American Economic Review*, 70(3), 393-408. <http://www.jstor.org/stable/1805228>
- Hayta, A. B. (2014). Bireysel yatırımcıların finansal risk algısına etki eden psikolojik önyargılar. *Türkiye Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 183(183), 329-352. <https://doi.org/10.20296/tsad.77127>
- Hoffmann, A. O. I., Post, T. and Pennings, J. M. E. (2013). Individual investor perceptions and behavior during the financial crisis. *Journal of Banking & Finance*, 37(1), 60-74. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.08.007>
- Hwang, S. and Salmon, M. (2004). Market stress and herding. *Journal of Empirical Finance*, 11(4), 585-616. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2004.04.003>
- Jaber, F. H. (2025). Cognitive biases and behavioral patterns shaping investment decision-making. *Academia Open*, 10(2), <https://doi.org/10.21070/acopen.10.2025.12142>
- Jegadeesh, N. and Titman, S. (1993). Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency. *The Journal of Finance*, 48(1), 65-91. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04702.x>
- Kabakcı, C. Ç. and Akkaya, G. C. (2020). Yatırımcı Duyarlılığı Endeksi İle BİST 100 Endeksi Arasındaki İlişkinin Araştırılması. *Manisa Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 18 (4), 407-416. <https://doi.org/10.18026/cbayarsos.799208>

- Kahneman, D. (2003). Maps of Bounded Rationality: Psychology for Behavioral Economics. *The American Economic Review*, 93(5), 1449–1475. <http://www.jstor.org/stable/3132137>
- Kahneman, D. and Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 47(2), 263–291. <https://doi.org/10.2307/1914185>
- Kaizoji, T. and Miyano, M. (2019). Stock market crash of 2008: an empirical study of the deviation of share prices from company fundamentals. *Applied Economics Letters*, 26(5), 362–369. <https://doi.org/10.1080/13504851.2018.1486004>
- Karakuş, T. F. (2022). Yatırımcı Davranışında Bilişsel Önyargılar ve Hevristikler. *Toros Üniversitesi İİSBF Sosyal Bilimler Dergisi*, 9(16), 57-70. <https://doi.org/10.54709/iisbf.1135271>
- Lintner, J. (1965). The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *The Review of Economics and Statistics*, 47(1), 13–37. <https://doi.org/10.2307/1924119>
- Lo, A.W. (2005). Reconciling efficient markets with behavioral finance: The adaptive markets hypothesis. *Journal of Investment Consulting*, 7(2), 21-44. <https://ssrn.com/abstract=1702447>
- Loewenstein, G. F., Weber, E. U., Hsee, C. K. and Welch, N. (2001). Risk as feelings. *Psychological Bulletin*, 127(2), 267–286. <https://doi.org/10.1037/0033-2909.127.2.267>
- Loomes, G. and Sugden, R. (1982). Regret Theory: An Alternative Theory of Rational Choice under Uncertainty. *Economic Journal*, 92, 805-824. <https://doi.org/10.2307/2232669>
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77–91. <https://doi.org/10.2307/2975974>
- McClure, J. and Thomas, D. (2017). Explaining the Timing of the Tulipmania Boom and Bust: Historical Context, Sequestered Capital, and Market Signals. *Financial History Review*, 24(2). <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2839534>
- McGrattan, E. R. and Prescott, E. C. (2001). The Stock Market Crash of 1929: Irving Fisher Was Right! *NBER Working Paper No. 8622*. <https://doi.org/10.3386/w8622>
- Mehra, R. and Prescott, E. C. (1985). The equity premium: A puzzle. *Journal of Monetary Economics*, 15(2), 145-161. [https://doi.org/10.1016/0304-3932\(85\)90061-3](https://doi.org/10.1016/0304-3932(85)90061-3)
- Mossin, J. (1966). Equilibrium in a capital asset market. *Econometrica*, 34(4), 768-783. <https://doi.org/10.2307/1910098>
- Naseem, S., Mohsin, M., Hui, W., Geng, L. and Penglai, K. (2021). The Investor Psychology and Stock Market Behavior During the Initial Era of COVID-19: A Study of China, Japan, and the United States. *Frontiers in Psychology*, 12, 626934. <https://doi.org/10.3389/fpsyg.2021.626934>
- Odean, T. (1998). Are investors reluctant to realize their losses? *The Journal of Finance*, 53(5), 1775-1798. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00072>
- Ormos, M. and Timotity, D. (2016). Market microstructure during financial crisis: Dynamics of informed and heuristic-driven trading. *Finance Research Letters*, 19, 60–66. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2016.06.003>
- Ross, S. A. (1976). The arbitrage theory of capital asset pricing. *Journal of Economic Theory*, 13(3), 341-360. [https://doi.org/10.1016/0022-0531\(76\)90046-6](https://doi.org/10.1016/0022-0531(76)90046-6)
- Schulmerich, M., Leporcher, Y.M. and Eu, C.H. (2015). Explaining Stock Market Crashes: A Behavioral Finance Approach. In: *Applied Asset and Risk Management. Management for Professionals. Springer, Berlin, Heidelberg*. https://doi.org/10.1007/978-3-642-55444-5_5
- Sharpe, W. F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425–442. <https://doi.org/10.2307/2977928>
- Shear, F., Ashraf, B. N. and Sadaqat, M. (2021). Are Investors' Attention and Uncertainty Aversion the Risk Factors for Stock Markets? International Evidence from the COVID-19 Crisis. *Risks*, 9(1),

2. <https://doi.org/10.3390/risks9010002>

- Shefrin, H. and Statman, M. (1985). The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence. *The Journal of Finance*, 40(3), 777–790. <https://doi.org/10.2307/2327802>
- Shefrin, H. and Statman, M. (2000). Behavioral Portfolio Theory. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35(2), 127–151. <https://doi.org/10.2307/2676187>
- Shiller, R. J. (1981). Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends? *The American Economic Review*, 71(3), 421–436. <http://www.jstor.org/stable/1802789>
- Shiller, R. J. (1987). Investor Behavior in the October 1987 Stock Market Crash: Survey Evidence. *NBER Working Paper No. 2446*. <https://doi.org/10.3386/w2446>
- Shiller, R. J. (2005). *Irrational Exuberance: (Second Edition)*. Princeton University Press. <http://www.jstor.org/stable/j.ctt7st4s>
- Shiller, R. J., Kon-Ya, F. and Tsutsui, Y. (1988). Investor Behavior in the October 1987 Stock Market Crash: The Case of Japan. *NBER Working Paper No. 2684*. <https://doi.org/10.3386/w2684>
- Shiller, R.J. (1984) Stock Prices and Social Dynamics. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1984, 457-498. <http://dx.doi.org/10.2307/2534436>
- Shiller, R.J. (1999) Human Behavior and the Efficiency of the Financial System. In: Taylor, J.B. and Woodford, M., Eds., *Handbook of Macroeconomics*, Volume 1, Chapter 20, Elsevier, Amsterdam, 1305-1340. [https://doi.org/10.1016/S1574-0048\(99\)10033-8](https://doi.org/10.1016/S1574-0048(99)10033-8)
- Shleifer, A. and Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Simon, H. A. (1955). A Behavioral Model of Rational Choice. *The Quarterly Journal of Economics*, 69, 99-118. <https://doi.org/10.2307/1884852>
- Simon, H. A. (1956). Rational choice and the structure of the environment. *Psychological Review*, 63(2), 129–138. <https://doi.org/10.1037/h0042769>
- Szyszkla, A. (2013). Behavioral finance and capital markets: How psychology influences investors and corporations. *Palgrave Macmillan*. <https://doi.org/10.1057/9781137366290>
- Teall, J. L. (2023). *Financial Trading and Investing*. Academic Press. ISBN: 9780323909556
- Tekçe, B., Yılmaz, N. and Bildik, R. (2016). What Factors Affect Behavioral Biases? Evidence from Turkish Individual Stock Investors. *Research in International Business and Finance*, 37, 515–526. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.11.017>
- Thaler, R. (1985). Mental Accounting and Consumer Choice. *Marketing Science*, 4(3), 199–214. <http://www.jstor.org/stable/183904>
- Tobin, J. (1958). Liquidity Preference as Behavior Towards Risk. *The Review of Economic Studies*, 25(2), 65-86. <https://doi.org/10.2307/2296205>
- Tversky, A. and Kahneman, D. (1974). Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. *Science*, 185(4157), 1124–1131. <https://doi.org/10.1126/science.185.4157.1124>
- Tversky, A. and Kahneman, D. (1981). The framing of decisions and the psychology of choice. *Science*, 211(4481), 453–458. <https://doi.org/10.1126/science.7455683>
- Valliere, D. and Peterson, R. (2004). Inflating the bubble: examining dot-com investor behaviour. *Venture Capital*, 6(1), 1–22. <https://doi.org/10.1080/1369106032000152452>
- Von Neumann, J. and Morgenstern, O. (1944). *Theory of games and economic behavior*. Princeton University Press.
- Wheale, P. R. and Amin, L. H. (2003). Bursting the dot.com "Bubble": A Case Study in Investor Behaviour. *Technology Analysis & Strategic Management*, 15(1), 117–136. <https://doi.org/10.1080/0953732032000046097>

Review Article

Kriz ve Balon Dönemlerinde Rasyonel Yatırımcı Davranışı: Geleneksel ve Davranışsal Finans Perspektiflerinden Değerlendirme

Rational Investor Behavior During Crisis and Bubble Periods: An Evaluation from Traditional and Behavioral Finance Perspectives

Selahattin Çağatay ÖZTÜRK

Dr., Türkiye İstatistik Kurumu

İşgücü İstatistikleri Daire Başkanlığı

selahattincagatayozturk@gmail.com

<https://orcid.org/0000-0002-7373-5310>

Extended Summary

The question of how financial markets function and how investors make decisions constitutes one of the fundamental challenges within modern financial theory. Debates revolve around whether investors are rational actors, the extent to which prices mirror available information, and the degree of market efficiency. These inquiries are not solely theoretical but yield significant implications for portfolio management, risk assessment, and regulatory policies. Traditional financial theory operates on the presumption that investors possess complete access to all pertinent information regarding assets and engage in rational behavior, leading to optimal price formation. This foundational assumption has inspired robust theoretical constructs, prominently including expected utility theory (von Neumann and Morgenstern, 1944), modern portfolio theory (Markowitz, 1952), the Capital Asset Pricing Model (CAPM) (Sharpe, 1964; Lintner, 1965), and the efficient markets hypothesis (Fama, 1970). Traditional financial theory has upheld rationality as a foundational assumption, offering robust theoretical constructs such as the Efficient Market Hypothesis, rational expectations, and the principle of utility maximization. These models serve as essential analytical tools in understanding the workings of financial markets, with significant practical applications particularly in asset pricing, portfolio management, and risk assessment. However, despite their widespread utilization, the descriptive scope of traditional theories is inherently limited, as they fail to adequately capture the complexities of investor behavior within financial markets. According to traditional finance theories, investors are envisioned as purely rational decision-makers, devoid of systematic biases and fully informed about the financial markets, thereby establishing consistent preferences regarding risk and return. While this framework has facilitated mathematical modeling of market dynamics, it has proved increasingly inadequate in accounting for numerous phenomena, including financial crises, price bubbles, extreme volatility, and inconsistencies in investor behavior. Central to this irrationality are the complexities inherent to human behavior; humans are emotional entities driven by intuitions, judgments, and cognitive biases. Behavioral and psychological factors thus emerge as substantial impediments to rational decision-making and the maximization of expected utility, invoking scrutiny and critique of traditional financial assumptions.

Conversely, behavioral finance provides compelling empirical evidence demonstrating that investors consistently diverge from rational patterns of behavior. Key concepts such as prospect theory, cognitive biases, and the limits of arbitrage elucidate the psychological underpinnings of investor behavior. Moreover, behavioral finance theories have been shown to deliver superior explanatory power over traditional finance theories in accounting for market anomalies, excessive volatility, financial bubbles, and individual investor errors. Since the 1970s, with the advent of behavioral economics and finance, a

plethora of empirical evidence has surfaced, showcasing systematic violations of the rationality assumption. Prospect theory, articulated by Kahneman and Tversky (1979), provides an alternative lens through which decision-making under uncertainty is analyzed, illustrating that the fundamentals of expected utility theory are frequently contradicted. Subsequent inquiries into cognitive biases—such as overconfidence, loss aversion, anchoring, herd behavior, and mental accounting—have prominently challenged the notion of the rational investor. Individual investor behavior has been extensively delineated by researchers; however, psychological phenomena such as herd behavior, which manifests during the transition from individual to market behavior, highlight discrepancies between these two behavioral layers.

Research into the psychological foundations of investor behavior has illuminated the cognitive, emotional, and social origins of these behaviors. Notable frameworks such as dual-system thinking, bounded rationality, cognitive load, emotional influences, social dynamics, and evolutionary adaptations contribute to our understanding of behavioral outcomes. Empirical investigations corroborate the presence of behavioral biases at both individual and market levels. Instances of the disposition effect, overtrading, inadequate diversification, momentum phenomena, long-term reversal, investor sentiment impacts, and financial bubble occurrences underscore the substantive influence of behavioral factors on financial markets. The magnitude and persistence of these effects exhibit variability contingent upon individual and societal behaviors during disparate temporal and market conditions. Nevertheless, the influence of individual biases on broader market dynamics remains insufficiently elucidated. Analyzing the economic, cultural, and demographic characteristics of investors is crucial for examining the ramifications of individual behaviors on market outcomes as well as for uncovering the roots of herd behavior. Identifying which biases are more pronounced within specific investor cohorts, examining the effects of investor heterogeneity, assessing cross-cultural distinctions, and understanding the role of personality traits could yield significant advancements in behavioral research. Moreover, a thorough analysis of the factors steering individual investment decisions is vital for comprehending the dynamics by which investors engage in decision-making, especially amidst evolving market conditions driven by technological innovations—such as high-frequency trading, algorithmic investing, cryptocurrencies, and the influence of social media. Particularly in periods of heightened market volatility, during crises or bubbles, or in response to extraordinary events, research focused on panic phenomena, contagion mechanisms, decision-making processes, post-traumatic behavioral changes, and the interaction between systemic risk and behavioral factors holds substantial promise for informing future inquiries in the discipline.

Periods of financial crises and market bubbles serve as critical instances wherein the assumption of rational investor behavior is most rigorously scrutinized. During extraordinary junctures, marked deviations from the rational investor's behavior predicted by traditional financial theories become apparent, cognitive biases intensify, and market mechanisms diverge markedly from normative functions. Examining historical instances of crises and bubbles is vital for illuminating how investor behavior adapts under extreme conditions and identifying the cognitive mechanisms that contribute to financial instability. Notable historical episodes such as the Tulip Mania of the 1630s, the South Sea Bubble of 1720, the 1929 stock market crash, Black Monday in October 1987, the 1997 Asian Financial Crisis, the 2000 internet (dot-com) bubble, the 2008 Subprime Crisis, and the COVID-19 pandemic exemplify periods that have vigorously challenged the premise of rational investor behavior. This study analyzes these critical episodes in detail.

Contemporary understandings of financial markets and investor behavior necessitate an integration of the normative rigor of traditional theory with the descriptive insights of the behavioral approach. The evolution of the rationality assumption signifies not merely a methodological divergence within financial theory, but a paradigm shift in the nature of investment decision-making. In this paradigm, the notion of rational behavior has transitioned from being regarded as an unequivocal assumption to a reference point whose limitations warrant ongoing discourse in elucidating economic decisions. The objective of this study is to provide a holistic examination of the historical and theoretical evolution of rational investor behavior as presented in traditional finance, behavioral finance, and psychological literature. Furthermore, it seeks to explore the underlying reasons for deviations from rational behavior across various temporal contexts and the interpretative frameworks employed to understand these

deviations. Literature indicates that diverse disciplines and analytical approaches are not mutually exclusive but rather complementary, positing that rationality ought to be conceptualized not as an absolute postulate but as a context-sensitive, dynamic, and evolutionary construct.