

Araştırma Makalesi

**Geleneksel Finans İlkeleri ile Davranışsal Finans Yaklaşımları Arasındaki İlişkilerin
İncelenmesi: Nitel Bir Analiz**

*Investigating The Relationship Between Traditional Finance Principles and Behavioral
Finance Approaches: A Qualitative Analysis*

Yaşar KÖSE Doç. Dr., Türk Hava Kurumu Üniversitesi İşletme Fakültesi ykose@thk.edu.tr https://orcid.org/0000-0003-0073-2095	Ceyda AKTAN Dr. Öğr. Üyesi, Türk Hava Kurumu Üniversitesi İşletme Fakültesi caktan@thk.edu.tr https://orcid.org/0000-0001-7040-4711
--	--

Makale Geliş Tarihi	Makale Kabul Tarihi
28.08.2022	25.10.2022

Öz

Bu çalışmanın amacı geleneksel finansın rasyonel ilke ve kuralları ile davranışsal finans modelleri arasında benzerliklerin ve farklılıkların belirlenmesi ile bireysel olarak insanların finansal kararlar vermesinde hem geleneksel ilke ve kuralları hem de davranışsal finans yaklaşımlarını kullanabileceklerini ortaya koymaktır. Bu çalışmada niteliksel bir analiz yöntemi kullanılmış olup analizi yapabilmek amacıyla literatürde yer alan ilke ve yaklaşımlar taranarak doküman incelenmesi yapılmış, aralarındaki benzerlikler ve farklılıklar sistematik bir yöntemle belirlenmeye çalışılmış, elde edilen bulgular ise değerlendirilmiş ve yorumlanmıştır. Klasik finans yaklaşımları piyasaların etkin olduğunu ve insanların rasyonel olarak karar verdiğini belirtirken davranışsal finans yaklaşımları yatırımcıların karar vermede psikolojik ve duygusal etkilerin altında kalabileceğini belirtmektedir. Bu noktadan hareketle yapılan çalışmadan elde edilen bulgulara göre; finansın ilkeleri olarak literatürde yer alan ve klasik finans anlayışına göre akılcı teorilerle geliştirilmiş 12 ilke ile insanın finansal kararlar alırken psikolojik, bilişsel ve çevresel faktörler etkisinde kalarak irrasyonel davrandığını savunan davranışsal finans yaklaşımlarının birbirinden kesin çizgilerle ayrılamayan ve birbiriyle benzerlikleri olan yaklaşımlar olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Zira finansal karar verme sürecinin öznesi olan insan, içinde bulunduğu çevre, topluma ve şartlara göre, oldukça rasyonel kararlar alabilirken bazı durumlarda da irrasyonel davranışlarda bulunabilmektedir.

Anahtar Kelimeler: Geleneksel Finans, Davranışsal Finans, Karar Verme Modelleri, Nitel Analiz

JEL Kodları: G11, G14, G4,

Abstract

The aim of this study is to determine the similarities and differences between the rational principles and rules of traditional finance and behavioral finance models, and to reveal that individuals can use both traditional principles and rules and behavioral finance approaches in making financial decisions. In this study, a qualitative analysis method was used to analyze the principles and approaches used in past literature, where these studies were examined, any similarities and/or differences between the views were gathered and recorded systematically. While classical finance approaches state that markets are efficient and people make rational decisions, behavioral finance approaches state that investors can be under psychological and emotional effects during decision making. From this point of view, it has been concluded that behavioral finance approaches, which argue that people act irrationally while taking financial decisions with 12 principles, under the influence of psychological, cognitive

Önerilen Atıf /Suggested Citation

Köse, Y., Aktan, C., 2022 Geleneksel Finans İlkeleri ile Davranışsal Finans Yaklaşımları Arasındaki İlişkilerin İncelenmesi: Nitel Bir Analiz, *Üçüncü Sektör Sosyal Ekonomi Dergisi*, 57(4), 2766-2781.

and environmental factors, are approaches that cannot be separated from each other with certain lines and have similarities with each other. Because the human being, who is the subject of the financial decision-making process, can make quite rational decisions according to the environment, society and conditions he is in, but in some cases, he can act irrationally.

Keywords: Traditional Finance, Behavioral Finance, Decision-Making Models, Qualitative Analysis

JEL Codes: G11, G14, G4,

1. Giriş

Finansal yönetimin veya finans disiplinin temel ilkeleri birtakım kurallar ve prensiplerden oluşmakla birlikte gerek finansal işlemlerin gerekse karar alma süreçlerinin temellerini anlamakta yardımcı olmaktadır. Bu ilkeler mantıksal çıkarımlar ve ampirik gözlemlerden kaynaklanmaktadır. Her ilke mutlak olarak doğru kabul edilmese de her ilkenin finansal açıdan geçerli bir nitelemesi vardır. Davranışsal finansın esası, geleneksel finans teorisinin insanların nasıl karar verdiğini görmezden gelmesidir. Davranışsal finansçılar, karmaşık kararlar veren bireyleri irrasyonel davranış göstermeleri ile nitelemiştir. Bu irrasyonel davranışlar iki kategoride incelenmektedir. Birincisi, yatırımcıların bilgiyi her zaman doğru işlememesi ve bu nedenle gelecekteki getiri oranları hakkında yanlış olasılık dağılımları çıkarması ve ikincisi getirilerin olasılık dağılımı bilinse bile çoğu zaman tutarsız veya sistematik olarak optimal olmayan kararlar vermeleri şeklindedir.

Davranışsal finans, standart geleneksel finasta rasyonel insanların yerine normal insanları odağına koyar. Ortalama varyans ve portföy teorisinin yerine davranışsal portföy teorisini; CAPM ve beklenen getirilerin yalnızca risk tarafından belirlendiği diğer modellerin yerine davranışsal varlık fiyatlandırma modelini kullanır. Davranışsal finans ayrıca, standart finasta genellikle bulanık bir ayrım olan etkin piyasalar tartışmasında rasyonel piyasaları yenilmesi zor piyasalardan ayırır ve neden bu kadar çok yatırımcının piyasayı yenmenin kolay olduğuna inandığını inceler. Ayrıca davranışsal finans, finans alanını portföylerin, varlık fiyatlandırmasının ve piyasa verimliliğinin ötesine genişletir ve standart finansın getirdiği bilimsel titizliğe bağlı kalarak bu genişlemeyi sürdürür.

Bu çalışmanın amacı finansın rasyonel ilke ve kuralları ile davranışsal finans modelleri arasında benzerliklerin ve farklılıkların belirlenmesi; bireysel olarak insanların finansal kararlar vermesinde hem geleneksel ilke ve kuralları hem de davranışsal finans yaklaşımlarını kullanabileceklerini ortaya koymaktır.

2. Geleneksel Finans İlkeleri

Geleneksel finansın temel ilkeleri 12 başlık altında toplanabilir (Karacan, 1996, s. 10-20):

2.1. Kişisel Çıkarları Düşünme Davranışı

Bu ilkeye göre insanlar kendi çıkarlarını düşünerek davranırlar. Kişisel düzeyde istisnalar olsa da insanlar ekonomik açıdan rasyonel bir biçimde davrandıkları varsayılır. Durumların eşit olduğu varsayıldığında finansal açıdan en avantajlı opsiyonun tercih edileceği bu ilke ile ifade edilmektedir. Bu ilkenin bir uygulaması da vekâlet teorisi (agency theory) olarak adlandırılan vekil-asil ilişkisi içerisinde bulunan kişilerin davranışlarında görülür. Zira vekil asile maliyeti olan öngörülemez davranışlarda bulunabilir. Ahlaki tehlike (moral hazard) olarak literatürde yer alan bu davranış biçimi ve vekalet teorisi yaklaşımının işletmeler tarafından daha ayrıntılı bir şekilde analizini gerektirir.

2.2. Riskten Kaçınma İlkesi

Riskten kaçınma ilkesi, kişisel çıkarı düşünme davranışı ilkesinin bir uygulamasıdır. Riskten kaçınma ilkesine göre kumar veya şans oyunları oynayanlar risk arayan kişiler olup beklenen değeri negatiftir ve bu ilkenin istisnasıdır. Yatırım yapan kişiler risk-getiri optimizasyonu içinde beklenen değeri pozitifdir. Bu ilkeye göre rasyonel insanlar risk seviyelerine göre farklı getiri beklentisi içerisinde dirler. Koşulların aynı olduğu varsayıldığında, yatırımlar arasında tercih yaparken yatırımcıların rasyonel davranacağını ifade eden bu ilkeye göre seçimlerde ya en fazla getiri ya da minimum seviyede riske sahip olanın tercih edileceğini savunur.

2.3. Çeşitlendirme İlkesi

Çeşitlendirme, portföy teorisinin doğuşundan çok önce bile, risk ve belirsizlik altında yatırım kararı vermenin ana bileşenlerinden biridir. Çeşitlendirmenin pozitif olarak değerlendirildiğini öne süren düşünce, Bernoulli'ye (1738) kadar uzanmaktadır. Çeşitlendirme, servetin çeşitli varlıklara dağıtılmasından oluşur. Avantajı, her bir varlığın kalan varlıklar tarafından sigortalandığı çok taraflı bir sigorta yoluyla portföy kaybının hem olasılığını hem de ciddiyetini en aza indiren risk azaltmadır (Koumou, 2020, s. 269). Bu ilke doğrultusunda, yatırımcıların ellerindeki birikimlerini tek bir menkul kıymet yerine birden fazla menkul kıymetten oluşan bir portföye yatırması, bu menkul kıymetlerin arasındaki korelasyona bağlı olarak onlara daha fazla bir getiri sağlayacak ve/veya risklerini azaltacaktır.

2.4. İki Taraflı Muameleler İlkesi

Bu ilkeye göre her finansal işlemin en az iki tarafı vardır. Bu ilke kişisel çıkarları düşünme davranışı ile ilişkilidir. Eğer kişiler kişisel çıkarlarını düşünmeselerdi, ellerindeki hisse senetlerini alıp satmazlardı. Zira bir hisse senedine yatırım yapan bir kişi hisse senedinin yükselişinde veya düşüşünde çıkarlarına uygun olarak hisse senedi ile ilgili işlem yapar.

2.5. Artan Yararlar İlkesi

Bu ilkenin temelinde bir yatırım kararı alınacağına hem kendisinin sağlayacağı fayda hem de sebep olabileceği kayıpların ele alınması gerektiği ve bu doğrultuda bir değerlendirmeden geçmesinin doğru olacağı yer almaktadır. Dolayısıyla alternatif ele alındığında bunun değeri, ileride nasıl sonuçlar ortaya koyacağına ve bu değişimlerin toplamına bağlıdır (Atik ve ark., 2016, s. 172). Burada bir kararı almanın veya almamanın getirdiği sonuçlar aralarındaki fark kararın değerini belirleyecektir. Örneğin reklam yapıp yapmama kararı arasındaki fark her iki durumda oluşan satışların seviyesi ile ölçülecektir.

2.6. İşaret Verme İlkesi

Bu ilkeye göre yapılan eylem veya hareketler bilgi kaynağıdır. Bir varlığın durumu ya da karar veren kişinin ileriki zamana ait planlarına veya beklentileri ile ilgili bilgi, yatırımcının kendi çıkarını düşünmesiyle bir varlığı alıp satma kararına bağlıdır. Örneğin temettü dağıtımı, hisse senetlerinin bölünmesi, hisse senedi ihraçları gibi kararlar gelecekte şirket yönetiminin beklentileri hakkında bilgi verir. Bazen davranışların yanlış yorumlanması da ters seçime (adverse selection) neden olabilir. Pazarda yer alan iyi kalitede ürün için negatif bir işaret varsa bu durumda düşük kalitede ürünler pazara hâkim olabilir.

2.7. Sermaye Piyasasının Etkinliği İlkesi

Piyasa etkinliği ilkesine göre, piyasaya gelen tüm bilgilerin bu piyasa içinde işlem gören tüm finansal varlıkların fiyatlarına yansıdığı belirtilmektedir. Piyasaya yeni bir bilginin girmesi ile beraber varlık fiyatları anında, hızlı bir şekilde bu bilgiyi yansıtacak şekilde ayarlanır. Dolayısıyla, tüm yatırımcılar aynı bilgiye aynı anda ulaşacağı için bilgi dengesizliği durumu ortadan kalkmakta, arbitraj fırsatı elimine edilmektedir (Fama, 1970, s. 383-384).

2.8. Risk-Getiri Değiş Tokuşu İlkesi

Bu ilkeye göre, beklenen getiri miktarı arttıkça onunla doğru orantıda yatırımın riski de artmaktadır. Yatırımcılar risk alma tercihlerine göre beklenen getirilerini de değiştirebilmektedir. Getiri miktarı arttırılmak istendiğinde, artacak olan riskle beraber yaşanabilecek kayıpların da fazla olabileceği ihtimali ortaya çıkmaktadır. Piyasalardaki rekabet, yatırımcıların alacakları risk ve elde etmek istedikleri getiri arasında bir tercih yapmaya, ikisi arasında bir değiş tokuşa itmektedir.

2.9. Değerli Fikirler İlkesi

Aşırı getiriler yeni fikirler ile sağlanabilir. Piyasada büyük kazançlar orijinal ve değerli fikirlerle üretilmiş mal ve hizmetlerin piyasaya sürülmesiyle elde edilecektir.

2.10. Opsiyonlar Değerlidir İlkesi

Herhangi bir varlığın alım veya satımı yerine alım veya satım hakkının alınması finansal açıdan bir değer yaratmaktadır. Bir opsiyonun değeri hiçbir zaman negatif değildir. Bunun nedeni, opsiyonun sahibinin istediği zaman o opsiyonu kullanabilmesi veya kullanmamasıdır.

2.11. Davranış İlkesi

Bu ilke işaret verme ilkesinin bir uygulamasıdır. Her ne kadar eylemlerden bilgi edinilmesi konusu işaret verme ilkesi altında yer alsada bu bilginin kullanımı ile ilgili çaba da davranış ilkesinin altında bulunmaktadır. İnsanlar bir finansal kararlarına dayanak herhangi bir bilgi ve danışmanlık alamıyorlarsa, bu durumda çoğunluğun eylemlerini yapma eğiliminde olabilirler.

2.12. Paranın Zaman Değeri İlkesi

Paranın zaman değeri kavramı, finansal yöneticiler tarafından bir varlığa ne zaman yatırım yapılacağına ve tahsis edilecek kredi fonlarının kaynağının ne zaman belirleneceğine karar vermek için ihtiyaç duyar. Gelecekte belirli bir miktar para şimdiki değerinden alınacaksa, o paranın belirli bir faiz oranı ile iskonto edilmesi gerekir çünkü günümüzde o para daha değerlidir. Paranın zaman değeri paranın kiralınmasının maliyetidir. Bugün farklı yaklaşımlar olsa da paranın zaman değeri kavramı tüm dünyada finansal piyasaların temel yaklaşımlarından birisidir.

3. Davranışsal Finans Yaklaşımları

Davranışsal Finans Yaklaşımlarını Bilgi işleme ile ilgili hatalar ve davranışsal önyargılar olarak iki ana başlıkta incelenebilir (Bodie ve ark., 2014, s. 389):

3.1. Bilgi İşlemedeki Hatalar

Yatırımcıların olayların gerçek olasılıklarını veya ilgili getiri oranlarını yanlış tahmin etmelerine neden olabilir. Bundan dolayı ortaya çıkan davranışsal finans yaklaşımları şunlardır:

3.1.1. Tahmin Hataları

Kahneman ve Tversky tarafından yapılan bir dizi deney, insanların tahminlerde bulunurken (bazen bir hafıza yanlışlığı olarak da adlandırılır) önceki inançlara kıyasla son deneyimlere çok fazla ağırlık verdiklerini ve bilgilerindeki belirsizlik göz önüne alındığında çok aşırı tahminler yapma eğiliminde olduklarını göstermektedir.

DeBondt ve Thaler, F/K etkisinin çok aşırı kazanç beklentileriyle açıklanabileceğini savunmaktadır (Bodie ve ark., 2014, s. 390). Bu görüşe göre, bir firmanın gelecekteki kazançlarına ilişkin tahminler, belki de son zamanlardaki olumlu performans nedeniyle yüksek olduğunda, firmanın objektif beklentilerine göre çok yüksek olma eğilimindedirler. Bu, başlangıçta yüksek bir P/E (hisse senedi fiyatında yerleşik olan aşırı iyimserlik nedeniyle) ve yatırımcılar hatalarını fark ettiklerinde sonraki düşük performans ile sonuçlanır. Bu nedenle, yüksek F/K oranları olan firmalar zayıf yatırımlar yapma eğilimindedir.

3.1.2. Aşırı Güven

İnsanlar inançlarının veya tahminlerinin kesinliğini abartma eğilimindedirler ve yeteneklerini abartma eğilimindedirler. Ünlü bir ankette, İsveç'teki sürücülerin %90'ı kendilerini ortalamanın üzerinde sürücüler olarak değerlendirmiştir. Finansal piyasalardaki aşırı güvenin ilginç bir örneği, erkek ve kadınların aracılık hesaplarındaki alım satım faaliyetleri ile ortalama getirileri karşılaştıran Barber ve Odean tarafından verilmektedir. Erkeklerin (özellikle bekar erkeklerin) kadınlardan çok daha aktif bir şekilde işlem yaptığını, buna karşılık kadınların erkeklerden daha fazla kazandığını belirtmektedir (Barber ve Odean, 2001, s. 262-292). Aşırı güven, birçok kurumsal finans bağlamında da ortaya çıkan yaygın bir kavramdır. Örneğin, kendine aşırı güvenen CEO'ların kurumsal satın almalar yaparken hedef firmalar için fazla ödeme yapma olasılığı daha yüksektir. Aşırı güven, portföy yatırımlarını zayıflatabileceği gibi, bu tür firmaların reel varlıklara zayıf yatırımlar yapmasına da yol açabilmektedir (Malmendier ve Tate, 1989, s. 20-43).

3.1.3. Muhafazakârlık

Muhafazakârlık yanlışlığı, yatırımcıların yeni kanıtlara yanıt olarak inançlarını güncellemede çok yavaş (fazla muhafazakâr) olduğu anlamına gelir. Bu, bir firma hakkındaki haberlere başlangıçta yetersiz tepki gösterebilecekleri anlamına gelir, böylece fiyatlar ancak kademeli olarak yeni bilgileri tam olarak yansıtabilir. Böyle bir önyargı, borsa getirilerinde ivmeye yol açacaktır.

3.1.4. Örneklem Büyüklüğünü İhmal ve Temsil Edilebilirlik

Temsiliyet yanlılığı kavramı, insanların genel olarak bir örneğin büyüklüğünü hesaba katmadıklarını, sanki küçük bir örneklemin büyük bir popülasyonu temsil ediyormuş gibi davrandığını ileri sürer. Bu nedenle, küçük bir örneğe dayalı olarak çok hızlı bir model üzerinden geleceğe ilişkin tahmin yapılır. Böyle bir modelin aşırı tepki ve düzeltme anormallikleri ortaya çıkarabilecektir.

Kısa süreli iyi kazanç raporları veya yüksek hisse senedi getirileri, bu tür yatırımcıların gelecekteki olası performans değerlendirmelerini gözden geçirmelerine ve böylece fiyat artışını abartan satın alma baskısı altında olabileceklerdir. Sonunda, fiyat ve gerçek değer arasındaki açıklık göze çarpar hale gelir ve piyasa mekanizması içinde bu açıklık kapanır. İlginç bir şekilde, son zamanlardaki en iyi performansla sahip hisse senetleri, tam olarak kazanç duyurularını çevreleyen birkaç gün içinde düşüşe maruz kalmakta, bu da düzeltmenin tam yatırımcıların hisse senetleri hakkında ilk inançlarının çok aşırı olduğunu öğrendiklerinde gerçekleştiğini göstermektedir.

3.1.5. Yatınlık Etkisi

Yatınlık etkisi altında kaybeden yatırımlar elde uzun süre tutulmakta iken kazanan yatırımlar ise, tam tersi olarak, hemen elden çıkarılmak istenmektedir (Hayta, 2014, s. 344). Bir hisse hala kazanmakta iken, yatırımcının onu elinden çıkarmak istemesi o hisseyi diğer yatırımcılar açısından cazip kılar çünkü hala fiyat artışı olacağı ve performansının iyi bir şekilde devam edeceği olarak yorumlanır. Kaybeden bir yatırımın hala elde tutulması ise o yatırımın düşük performansının devam edeceğini ve yakın dönemde de iyi performans sağlamayacağını göstermektedir (Kıyılar ve Akkaya, 2016, s. 291).

3.1.6. Hedonik Düzeltme

Hedonik düzeltmenin temelinde değer maksimizasyonu yer almakta olup eldeki bütün sonuçların bireysel olarak değil de toplamının aynı anda değerlendirilmesi olarak ifade edilmektedir (Karlson ve ark., 1996, s. 2-3). Değer maksimizasyonu altında, onu oluşturan dört farklı ilke bulunmaktadır. Sırasıyla bu ilkeler; kazançların ayrılması, kayıpların birleşimi, kazançların küçük olduğu durumlarda büyük kayıplardan ayırımı ve, son olarak, kayıpların az olduğu durumlarda bunların büyük kazançlarla birleşimidir.

Yatırımcıların önceden yaşamış oldukları kazançların ve kayıpların onlar için birer deneyim olduğu ve ileriki yatırım kararlarında belirleyici etkilere sahip olduğu Thaler ve Johnson (1990) tarafından araştırılmıştır. Yapılan çalışmada, tek aşamalı bir karar süreci içerisinde yatırımcının kazanç yaşamış olması onların riskten kaçınma eğiliminde olduğunu, kayıp yaşayan yatırımcının ise risk almaya yöneldiği ifade edilmektedir. Ancak, karar süreci tek aşamadan iki aşamaya çıktığı zaman hedonik düzeltme faktörünün devreye girdiği ve tam tersi bir durumla karşılaşıldığı, kazanç yaşamış olan bir yatırımcının risk alma eğiliminin arttığı ve kayıp yaşamış olanın ise riskten kaçtığı belirtilmektedir (Thaler ve Johnson, 1990, s. 646-647). Mutluluk ve memnuniyet yaşamak için yatırımcıların yaşadığı olumlu veya olumsuz sonuçları düzenlemesidir (Barak, 2006, s. 119).

3.2. Davranışsal Önyargılar

Bilgi işleme mükemmel olsa bile, birçok çalışma, bireylerin bu bilgileri kullanarak tamamen rasyonel olmayan kararlar verme eğiliminde olacağı sonucuna varmaktadır.

3.2.1. Çerçeveleme

Bu davranışsal önyargılar, yatırımcıların riske karşı elde ettikleri getiriyi nasıl çerçevelediklerini büyük ölçüde etkiler ve bu nedenle yatırımcılar risk-getiri takasları yapar. Burada çerçeveleme yatırımcıların karar alternatiflerini farklı kriter ve algılarla ele almasıdır şeklinde tanımlanabilir. Çerçeveleme sürecinde verilen kararlar, seçimlerin nasıl çerçevelendiğinden etkilenmektedir. Örneğin, bir birey, olası kazançlarını çevreleyen risk açısından ortaya konduğunda bir yatırımı reddedebilir, ancak aynı yatırımı potansiyel kayıpları çevreleyen risk açısından tanımlandığında kabul edebilir. Başka bir deyişle, bireyler kazançlar açısından riskten kaçınırken, kayıplar açısından risk üstlenen davranışlarda bulunabilirler. Ancak çoğu durumda, riskli bir girişimin nasıl çerçeveleneceğinin seçimi kazançlar veya kayıplar keyfi olabilir.

3.2.2. Zihinsel muhasebe

Zihinsel muhasebe, insanların belirli kararlarını ayırdığı belirli bir çerçeveleme biçimidir. Örneğin, bir yatırımcı bir yatırım hesabıyla çok fazla risk alabilir, ancak çocuğunun eğitime ayrılmış başka bir hespla çok muhafazakâr bir pozisyon oluşturabilir. Rasyonel olarak, her iki hesabı da tek bir çerçeveye entegre edilmiş risk-getiri profilleriyle yatırımcının genel portföyünün bir parçası olarak görmek daha iyi olabilir.

Bununla birlikte, Statman, geleneksel ve davranışsal finans teorisi arasındaki temel ayrımın, davranışsal yaklaşımda yatırımcıların portföylerini oluştururken her bir katmanın belirli hedeflere bağlanabileceği her bir katman için ayrı riskten kaçınma seviyesi pozisyonuna sahip olabileceği şeklinde belirtmektedir (Statman, 2008, s. 79-84). Başka bir makalesinde Statman, zihinsel muhasebenin, bazı yatırımcıların yüksek nakit temettüsü dağıtan hisse senetleri için irrasyonel tercihlerde bulunabileceği ancak başka bir hisse senedinin birkaç hissesini satarak nakit akışı elde etmekten kaçınabileceğini, zarar edenlere göre kazançlı hisse satma olasılıklarının daha yüksek olduğunu belirtmektedir (Statman, 1997, s. 5-22).

3.2.3. Pişmanlıktan Kaçınma

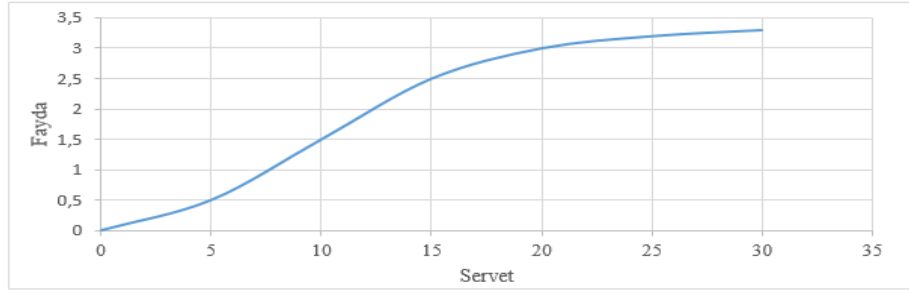
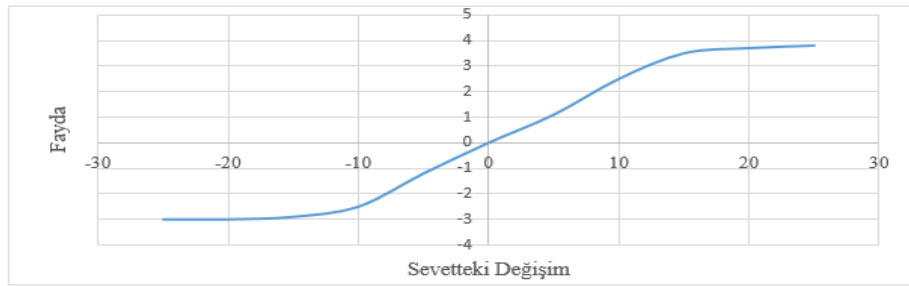
Psikologlar, kötü sonuçlanan kararlar veren kişilerin, bu karar daha alışılmadık olduğunda daha fazla pişmanlık duyduklarını (kendilerini daha çok suçladıklarını) belirlemişlerdir. Örneğin, zarar eden güvenilir firmaların hisse senetlerinin bir portföyünü satın almak, bilinmeyen bir start-up firmasında aynı kayıpları yaşamak kadar acı verici değildir. Güvenilir iyi performanslı şirketlerin hisse senetlerindeki herhangi bir kayıp, kötü karar vermekten ziyade daha kolay kötü şansa bağlanabilir ve daha az pişmanlığa neden olabilir. De Bondt ve Thaler, bu tür pişmanlıktan kaçınmanın hem büyüklük hem de DD/PD etkisi ile tutarlı olduğunu savunmaktadırlar. Daha yüksek DD/PD olan firmaların hisse senedi fiyatları depresif olma eğilimindedir. Benzer şekilde, daha küçük, daha az bilinen firmalar da daha az geleneksel yatırımlardır. Bu tür firmalara yatırım yapmak, getiri oranını artırmak isteyen yatırımcılar için cesaret ister.

3.2.4. Etkilemek

Geleneksel portföy seçimi modelleri, varlık riski ve getirisine odaklanır. Ancak davranışsal finans, tüketicilerin potansiyel bir satın alma işlemine veya yatırımcıların bir hisse senedine bağlayabileceği "iyi" veya "kötü" bir duygu olan etkiye de odaklanır. Örneğin, sosyal açıdan sorumlu politikalar veya çekici çalışma koşulları konusunda itibarı olan veya popüler ürünler üreten firmalar, kamuoyu algısında daha yüksek etki yaratabilir. Yatırımcılar iyi etkiye sahip hisse senetlerini tercih ederse, bu fiyatları yükseltebilir ve ortalama getiri oranlarını düşürebilir. Statman, ve ark. (2008), yaptıkları çalışmada hisse senedi fiyatlandırmasını etkileyen kanıtları aramışlardır. Fortune'un en çok beğenilen şirketlerle ilgili araştırmasında üst sıralarda yer alan hisse senetlerinin, en az beğenilen şirketlerden daha düşük ortalama riske göre düzeltilmiş getiriye sahip olma eğiliminde olduğunu buldular.

3.2.5. Beklenti Teorisi

Beklenti teorisi, standart finansal teoride (Beklenen fayda teorisi) bulunan rasyonel riskten kaçınan yatırımcıların tanımına bir alternatif oluşturur. Şekil-1'de, riskten kaçınan bir yatırımcının geleneksel tanımını göstermektedir. Daha yüksek zenginlik, daha yüksek memnuniyet veya "fayda" sağlar, ancak birey zenginleştikçe eğri düzleşir. Bu da riskten kaçınmaya yol açar. Örneğin, 1.000 \$'lık bir kazanç, faydayı 1.000 \$'lık bir kayıptan daha az artırır; bu nedenle, yatırımcılar risk primi sunmayan riskli beklentileri reddedeceklerdir. Pek çok geleneksel fayda fonksiyonu, yatırımcıların servet arttıkça riskten kaçınabileceklerini ima ederken, Şekil-2'deki fonksiyon her zaman mevcut servet üzerinde yeniden merkezlenir, böylece riskten kaçınmadaki bu tür düşüşleri dışlar ve muhtemelen yüksek ortalama tarihi hisse senedi risk primlerini açıklamaya yardımcı olur. Ayrıca, Şekil- 2'de orijinin solundaki dışbükey eğrilik, yatırımcıları, kayıplar söz konusu olduğunda riskten kaçmak yerine risk aramaya teşvik edecektir.

Şekil 1: Geleneksel Fayda Teorisi**Şekil 2: Beklenti Teorisi****Kaynak: Yazar**

3.2.6. Sürü Davranışı

Sürü davranışı teorisinin temelini Banerjee (1992), Bikhchandani ve ark. (1992) ve Welch (1992) tarafından yapılan çalışmalar oluşturmaktadır. Bu çalışmalar, özel bilgilere sahip kişilerin kararlarını sırayla aldıkları soyut bir ortamda sürü davranışını modellemektedir. Belirli bir sayıda kişi aynı eylemi seçtikten sonra, takip eden tüm kişilerin kendi özel bilgilerini göz ardı ettiğini ve öncüllerini taklit ettiğini göstermektedir.

Dolayısıyla, yatırımcıların başka yatırımcıların edindikleri bilgilere göre veya yaptıkları işlemler doğrultusunda hareket etmesi, bu sırada da kendi düşünce ve bilgilerini bir kenara atmaları, bir sürü şeklinde hareket etmeleri ve herhangi bir bilgi olmamasına rağmen aynı hisse senedini almaları ya da satmaları sürü davranışını oluşturmaktadır (Kıyılar ve Akkaya, 2016, s. 205).

3.2.7. Finansal Balonlar

Balon, ekonomik bir döngü olarak ifade edilmekle birlikte finansal varlıkların kısa bir sürede aşırı değerlendirilmesi ile alakalıdır. Bu hızlı enflasyonu, değerinde hızlı bir düşüş veya bazen "çarpma" veya "balon patlaması" olarak adlandırılan bir daralma izler. Tipik olarak, bir balon, coşkulu piyasa davranışı tarafından yönlendirilen varlık fiyatlarındaki bir artış tarafından yaratılır. Balon oluştuğunda varlıkların fiyatları gerçek değerinin çok üstüne çıkmış demektir ve bu fiyatlarla piyasada işlem görürler.

Bir malın fiyatının, o malın gerçek değerinin çok üzerine çıktığı her an bir ekonomik balon oluşur. Kabarcıklar tipik olarak yatırımcı davranışındaki bir değişikliğe atfedilir, ancak bu davranış değişikliğine neyin sebep olduğu tartışılır. Hisse senedi piyasalarında ve ekonomilerde oluşan balonlar, kaynakların hızlı büyüme alanlarına aktarılmasına neden olmaktadır. Bir balonun sonunda, kaynaklar yeniden taşınır ve fiyatların düşmesine neden olur.

4. Literatür Taraması

Ekonomistlere göre, yatırımcılar hisse senedi alıp satarken “rasyonel” düşünür ve davranırlar. Spesifik olarak yatırımcıların, şirketlerin değerini ve ekonominin genel sağlığını belirlemede gelecekle ilgili “rasyonel beklentiler” oluşturmak için mevcut tüm bilgileri kullanacakları belirtilmektedir (Maheran ve Muhammad, 2009, s. 1-2). Sonuç olarak ise, hisse senedi fiyatlarının temel değerleri doğru bir şekilde yansıtması ve beklenmedik olumlu veya olumsuz haberler olduğunda yukarı veya aşağı hareket etmesi varsayılmaktadır. Böylece ekonomistler, finansal piyasaların istikrarlı ve etkin olduğu, hisse senedi fiyatlarının “rassal yürüyüş” izlediği ve genel ekonominin “genel dengeye” yöneldiği sonucuna varmışlardır (Kamoune ve Ibenrissoul, 2022, s. 288). Ancak davranışsal finansın gelişimi ile beraber

literatürde karşıt görüşler savunulmaya başlanmıştır. Davranışsal Finans, davranışsal ve psikolojik teorileri geleneksel finans ve ekonomi ile bütünleştiren yeni bir disiplindir. Aynı zamanda, farklı piyasa anomalilerinin nedenlerini ve neden olan insan hatalarını tanımlamaya yardımcı olmaktadır (Singh ve ark., 2021, s. 1-3).

Davranışsal finans ve geleneksel finans arasındaki ilişkiyi belirten, benzerlikleri ve farklılıklarına odaklanan çalışmaların son dönemlerde artmış olduğu gözlemlenmektedir. Bunların başında ise geleneksel finansın altında bulunan ilkeler ile davranışsal finansın modelleri arasındaki farklılıkların yanı sıra benzer noktaların ortaya konulmasıdır.

Sattar ve ark. (2020) davranışsal önyargıların, belirsizlik durumunda yatırım kararlarını nasıl etkilediği üzerine çalışma yapmış olup sonucunda ise davranışsal önyargıların yatırım kararları üzerinde bir etkisinin olduğunu ortaya koymuştur. Ayrıca yatırım ile ilgili karar vermede beklentiler ve kişilik özelliklerinden çok buluşsal davranışlardan etkilendiği de belirtilmiştir. Davranışsal finansın, geleneksel finans ve teoriler üzerinde etkisinin olduğunu vurgulamaktadır.

Ibbotson ve ark. (2018), rasyonel ve davranışsal finansı popülerlik bağlamında incelemişler, popülerliği yatırımcılar tarafından tercih edilme, beğenilme, bir menkul kıymete yönelik talep veya fiyatların önemli bir belirleyicisi olarak beklenen nakit akışı için önemli bir gösterge olarak nitelendirmişlerdir. Yazarlara göre popülerlik, rasyonel veya irrasyonel olabilen tercihleri temsil etmekte ve klasik ve davranışsal finans arasında bir köprü sağlamaktadır. Bu anlamda yazarlara göre davranışsal finans klasik finansın bir tamamlayıcısıdır ve aralarında çeşitli yönlerden ilişki vardır (Ibbotson ve ark., 2018, s. 127-130).

Suciu (2015), yaptığı çalışmada klasik finans ile davranışsal finans arasındaki füzyon veya birleşimin, yatırımcıların ve finansal analistlerin piyasa işleyişi mekanizmasını ve paydaşların bu süreçte yatırım davranışlarını daha iyi anlamalarına yardımcı olabileceğini vurgulamaktadır (Suciu 2015, s. 80-88).

Sadeghnia ve Habibniko (2013), Tahran Menkul Kıymetler Borsası'ndaki yatırımcıların davranışsal önyargılar göstermekle birlikte, sermaye piyasasının davranışını açıklamak için her ikisine de ihtiyaç vardır ve her alan kendi yerinde kullanılabileceklerini vurgulamaktadırlar (Sadeghnia ve Habibniko, 2013, s. 793-799).

Kamoune ve Ibenrissoul (2022) çalışmalarında ilk olarak bilginin finansal piyasalar içerisindeki niteliğini ve kapsamını incelemiş olup ikinci bölümünde ise davranışsal finansın altındaki temel teorilerden bahsederek geleneksel finans üzerine yapmış olduğu katkı ile davranışsal finansın genel anlamdaki kısıtlayıcı özellikleri üzerinde durmuşlardır.

Geleneksel finans teorilerinin piyasadaki anomalileri ve yatırımcıların kararı verme sürecindeki davranışlarını anlamada yetersiz olması ile ilgili yapılan bir başka çalışma ise Singh ve ark. (2021) tarafından yapılmıştır. Çalışmada, literatürün gözden geçirilmesi ve tartışılması temel olarak iki bölüme ayrılmıştır. İlk bölümde Etkin Piyasa Hipotezinin evrimi ve geçersizliğini ifade eden çalışmalara yer verilmiş; ikinci bölümünde ise Davranışsal Finansın evrimi ve yatırımcı davranışı üzerine çalışmalar ele alınmıştır.

Geleneksel finansın ekonomik karar verme teorilerine dayandığı savunulmakla beraber Modigliani ve Miller (1958)'in arbitraj ilkeleri, Fama (1970)'nin Etkin Piyasa Hipotezi, Markowitz (1952)'nin portföy ilkeleri, Sharpe (1964), Treynor (1961) ve Linter'in (1965) CAPM'si ve Black and Scholes (1973) tarafından geliştirilen Opsiyon Fiyatlandırma Teorisinin geleneksel finansın yapıtaşlarını oluşturduğu literatürde yer almaktadır. Bu geleneksel finans teorileri, yatırımcıların rasyonel düşündüğü ve uygun yatırım kararları verdiğini varsaydığı için ekonomistler tarafından hatasız olarak ifade edilmiştir (Athur, 2014, s. 65). Ancak Tseng (2006) davranışsal finans, evrimsel finans ve nöro-f finansın geleneksel finansı meydan okuduğunu belirtmiştir. Finansal piyasaların, özellikle hisse senedi piyasalarının, etkin olup olmadığı ve piyasa katılımcılarının rasyonelliği, büyük ölçüde insanların piyasalara bakış açısına bağlanmıştır. İnsanlar tamamen aynı ampirik kanıtlara veya bulgulara bakmasına rağmen bunları oldukça farklı yorumlayabilmektedir.

Nevins (2003) diğer çalışmalardan farklı olarak geleneksel ve davranışsal finans teorilerini varlık yönetimi açısından değerlendirmekte olup portföy oluşumunun ve risk yönetiminin müşteri hedefleriyle

yakından uyumlu olması gerektiğini öne sürmektedir. Hedefe dayalı yatırım yapmanın, hem risk ölçümünü, hem de risk profili oluşturulmasında ve davranışsal önyargıları yönetme alanlarında geleneksel yaklaşımları geliştirdiği konusu üzerinde durulmaktadır. Başarı elde edilemeyen stratejiler yüzünden yatırımcıların planlarını yeniden düşünmeye zorlandığı bir zamanda, yatırım sektörünün daha iyi çözümler yaratması gerekmektedir. Geleneksel finans teorilerini yeni davranışsal finans düşünceleriyle birleştirerek, bu zorluğun üstesinden gelinebileceği çalışmada vurgulanmaktadır.

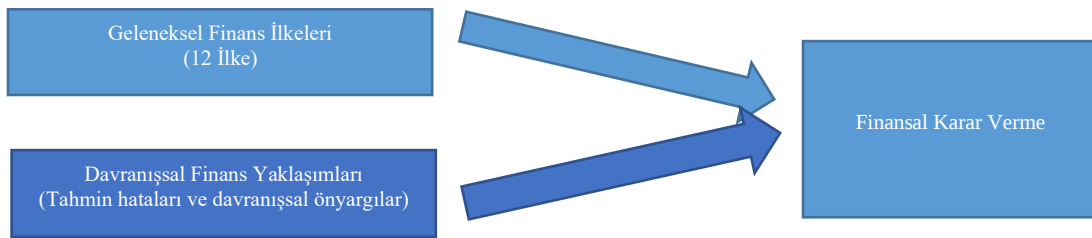
Asab ve ark. (2014) çalışmasında davranışsal ve geleneksel finansın yatırımcıların kararlarını etkilediği sonucuna ulaşmıştır. Yatırımcıların bilişsel davranışları, yatırım kararlarını verirken insan davranışlarının göz ardı edilemeyeceğini düşündüren kritik öneme sahiptir. Beklenti teorisi ve sezgisel faktörler nedeniyle davranışsal finasta irrasyonellik mevcuttur. Yatırımcının, geleneksel finans altında bulunan etkin piyasa hipotezinde ortaya konulan rasyonel görüşü, daha fazla kar elde etmek için önemli bir rol oynamaktadır. Ancak Pakistan gibi gelişmekte olan ülkelerde belirsizlik ve yatırımcılardaki mevcut bilgi eksikliği nedeniyle rasyonel bir karar verilmesi mümkün olmadığını savunan Asab ve ark. (2014), davranışsal finansın yatırımcıların karar vermesinde rasyonel yatırım kararından daha önemli bir rol oynadığı sonucuna varmıştır.

Tekin (2016) ise geleneksel finanstan davranışsal finansa olan akının altında yer alan nedenleri çalışmasında belirterek yapılacak çalışmalara konu ile ilgili bir temel sunmaktadır.

5. Yöntem

Bu çalışmada finansın rasyonel ilke ve kuralları ile davranışsal finans modelleri arasında benzerliklerin ve farklılıkların belirlenmesi amacıyla niteliksel bir analiz yapılmıştır. Bu analizi yapabilmek amacıyla literatürde yer alan ilke ve yaklaşımlar taranarak doküman incelenmesi araştırma yöntemi kullanılmış, aralarındaki benzerlikler ve farklılıklar sistematik bir yöntemle belirlenmeye çalışılmış, elde edilen bulgular değerlendirilmiş ve yorumlanmıştır.

Şekil 3 Finansal Karar Verme Süreci



Kaynak: Yazar

Bu çalışmanın temel argümanı; Şekil-3'te görüldüğü gibi, bireyler finansal kararlar verirken bazen tamamen rasyonel davranırken, bazen psikolojik ve bilişsel faktörler etkisinde kalabilmekte, bazen de her ikisinin etkisinde kalabileceği şeklindedir. Çalışma için her bir davranışsal hangi geleneksel finans ilkesi ile ilişkisi olduğu belirlenecek ve çalışmanın sonunda elde edilen bulgular bir tabloda toplu olarak gösterilecektir.

5.1 Niteliksel Analiz

5.1.1. Tahmin Hataları

Bu yaklaşıma göre, insanların tahminlerde bulunurken önceki inançlara kıyasla son deneyimlere çok fazla ağırlık verdiklerini ve bilgilerindeki belirsizlik göz önüne alındığında çok aşırı tahminler yapma eğiliminde olduklarını göstermektedir. Bu yaklaşım “İki Taraflı Muameleler İlkesi” ile kısmi olarak ilişkili olduğu değerlendirilmektedir. Zira bir hisse senedine yatırım yapan bir kişi hisse senedinin yükselişinde veya düşüşünde çıkarlarına uygun olarak hisse senedi ile ilgili işlem yapar. Bir yatırımcının herhangi bir işlemi yaparken hisse senedinin en son fiyatını dikkate alacak ve tahminlerini bu referansa göre yapacaktır.

5.1.2. Aşırı Güven

Bu yaklaşıma göre insanlar inançlarının veya tahminlerinin kesinliğini abartma eğilimindedirler ve yeteneklerini abartma eğilimindedirler. Yatırımcıların işlem yapma motivasyon ve isteklerinin kendine güvenlerinden kaynaklandığı ve bu nedenle bu yaklaşımın da “İki Taraflı Muameleler İlkesi” ile ilişkili olabileceği değerlendirilmektedir. Ayrıca bu yaklaşımın “işaret verme” ve “davranış” ilkesi ile de ilgili olduğu değerlendirilmektedir. Çünkü yatırım kararlarında öncülük yapan ve örnek olan yatırımcıların diğer yatırımcılar nazarında genellikle aşırı güvenli ve yatırım kararlarında başarılı olduğu düşünülür.

5.1.3. Muhafazakârlık

Muhafazakârlık yanlılığı, yatırımcıların yeni kanıtlara yanıt olarak inançlarını güncellemede çok yavaş (fazla muhafazakâr) olduğu anlamına gelir. Bu, bir firma hakkındaki haberlere başlangıçta yetersiz tepki gösterebilecekleri anlamına gelir, böylece fiyatlar ancak kademeli olarak yeni bilgileri tam olarak yansıtacaktır. Bu yaklaşımın finansın temel ilkelerinden “Riskten Kaçınma İlkesi” ile uyumlu olduğu değerlendirilmektedir. Çünkü riskten kaçınma ilkesine göre, rasyonel insanlar riskin belirli bir seviyesinde getirinin maksimum olmasını veya belirli bir getiri için de minimum risk üstlenmeyi, finansal kararlar almakta seçici ve çok hassas olabileceği bu nedenle daha önceki inanç ve davranışlarını değiştirmelerinin zor olabileceği değerlendirilmektedir.

5.1.4. Örneklem Büyüklüğünü İhmal ve Temsil Edilebilirlik

Temsiliyet yanlılığı kavramı, insanların genel olarak bir örneğin büyüklüğünü hesaba katmadıklarını, sanki küçük bir örneklemin büyük bir popülasyonu temsil ediyormuş gibi davrandığını ileri sürer. Bu nedenle, küçük bir örneğe dayalı olarak çok hızlı bir model üzerinden geleceğe ilişkin tahmin yapılır. Böyle bir modelin aşırı tepki ve düzeltme anormallikleri ortaya çıkarabilecektir. Bu yaklaşım “Sermaye Piyasası Etkinliği” ilkesi ile uyumludur, çünkü yatırımcılar sermaye piyasasında her yeni bilginin anında varlık fiyatlarına hızlı bir şekilde yansıdığı varsayımı altında küçük örnekleme bile alınmış olan kararların doğruluğu konusunda endişelerinin olmayacağı değerlendirilmektedir.

5.1.5. Yatınlık Etkisi

Bu yaklaşıma göre, kaybeden hisse senedini çok uzun süre elde tutma ve kazanan bir hisse senedini hemen elden çıkarması eğilimidir. Bu yaklaşım “Artan Yararlar İlkesi” ile uyumludur. Çünkü artan yararlar ilkesinde yatırımcı kaybedeceğini düşündüğü hisse senetlerinin gelecekte fiyatının artabileceği beklentisinde oldukları ve dolayısıyla gelecekteki getirilerini ve yararlarını maksimize etmek istemektedirler.

5.1.6. Hedonik Düzeltme

Hedonik düzeltmenin temelinde değer maksimizasyonu yer almakta olup eldeki bütün sonuçların bireysel olarak değil de toplamının aynı anda değerlendirilmesi olarak ifade edildiği bir önceki bölümde belirtilmiştir. Bu yaklaşım da yatırımcının getiri ve değer maksimizasyonu amaçlaması nedeniyle aynı amacı güden “Artan Yararlar İlkesi” ile uyumlu olabileceği değerlendirilmektedir.

5.1.7. Çerçeveleme

Bu yaklaşıma göre davranışsal önyargılar, yatırımcıların riske karşı elde ettikleri getiriyi nasıl çerçevelediklerini büyük ölçüde etkiler ve bu nedenle yatırımcılar risk-getiri takasları yapar. Burada çerçeveleme yatırımcıların karar alternatiflerini farklı kriter ve algılarla ele almasıdır şeklinde tanımlanabilir. Bu yaklaşım, “Risk-Getiri Değiş Tokuşu İlkesi” ile ilişkili olduğu değerlendirilmektedir. Çünkü yatırımcılar, yatırım fırsatları konusundaki algıları veya yaptıkları çerçeveleme ile risk-getiri düzleminde seçim yaparak yatırım yaparlar. Çerçeveleme yatırımcı açısından finansal karar verme sürecinde bir yöntemi oluşturuyorsa, risk-getiri takası süreç sonunda ulaşılan sonuç olduğu değerlendirilebilir.

5.1.8. Zihinsel muhasebe

Zihinsel muhasebe, insanların belirli kararlarını ayırdığı belirli bir çerçeveleme biçimidir. Örneğin, bir yatırımcı bir yatırım hesabıyla çok fazla risk alabilir, ancak çocuğunun eğitimine ayrılmış başka bir

hesapla çok muhafazakâr bir pozisyon oluşturabilir. Rasyonel olarak, her iki hesabı da tek bir çerçeveye entegre edilmiş risk-getiri profilleriyle yatırımcının genel portföyünün bir parçası olarak görmek daha iyi olabilir. Bu yaklaşımın “Çeşitlendirme” ilkesi ile uyumlu olduğu değerlendirilmektedir. Çünkü yatırımcılar aslında portföylerini zihinsel muhasebeleri ile oluşturmaktadır, zihinsel muhasebe ile sahip oldukları servetlerini çeşitli varlıklar arasında belirli oranlarda dağıtmaktadır.

5.1.9. Pişmanlıktan Kaçınma

Bu yaklaşıma göre, psikologlar, kötü sonuçlanan kararlar veren kişilerin, bu karar daha alışılmadık olduğunda daha fazla pişmanlık duyduklarını (kendilerini daha çok suçladıklarını) belirlemişlerdir. Bu yaklaşım da kısmen “Riskten Kaçınma İlkesi” ile uyumlu olduğu değerlendirilmektedir. Çünkü risk, yatırımcılar tarafından daha çok kaybetme olasılığı şeklinde değerlendirilir ve kaybetme yatırımcılarda pişmanlık yaratır. Bir noktada pişmanlıktan kaçınan yatırımcının riskten de kaçınabileceği değerlendirilebilir.

5.1.10. Etkilemek

Bu yaklaşımda yatırımcıları, yatırım yaptığı firmaların yatırımcı nazarında pozitif veya negatif algıları onların finansal kararları etkilemektedir. Yatırımcılar karar verme sürecinde “positive screening- pozitif ekranlama, negative screening-negatif ekranlama” yapma eğilimindedir. Özellikle günümüzde çevresel, ahlaki, dini, toplumsal vb. hassasiyetler yatırımcı davranışını etkilemektedir. Örneğin çevresel duyarlılığı yüksek yatırımcılar faaliyetlerinde çevreci olan firmaları tercih edebilmektedir. Bu yaklaşımda yatırımcı “Değerli Fikirler İlkesi” ile uyumlu olduğu değerlendirilmektedir. Çünkü yatırımcının değer atfettiği fikirler ile firmanın yarattığı fikirler eşleştğinde pazarda rekabet üstünlüğünün sağlanabilme olasılığı yüksek olacaktır.

5.1.11. Beklenti Teorisi

Bu yaklaşımda yatırımcı, her zaman mevcut servet üzerinde yeniden merkezlenir (referans alır), böylece riskten kaçınmadaki düşüşleri dışlanır ve muhtemelen yüksek ortalama tarihi hisse senedi risk primleri sağlanır. Örneğin bazı durumlarda yatırımcı kayıp durumunda normal olarak riskten kaçacağı yerde daha çok risk üstlenebilir. Bu yaklaşım kısmen “Riskten Kaçınma” kısmen de “Artan Yararlar” ilkesi ile uyumlu olduğu değerlendirilmektedir. Çünkü bu yaklaşımda yatırımcı riskten kaçarken diğer taraftan uzun vadede getirisini ve faydasını artırmak istemektedir.

5.1.12. Sürü Davranışı

Yatırımcıları kendi bireysel bilgileri yerine başkalarının bilgilerine ve işlemlerine göre davranması, bir sürü şeklinde hareket etmeleri ve herhangi bir bilgi olmamasına rağmen aynı hisse senedini almaları ya da satmaları sürü davranışını oluşturmaktadır. Bu yaklaşım “İşaret Verme İlkesi” ile “Davranış İlkesi” ile uyumludur. Çünkü yatırımcılar, vereceği finansal kararlar ile ilgili başkalarının fikirleri ve davranışlarından etkilenmeleri durumunda piyasada sürü davranışı oluşabilecektir.

5.1.13. Finansal Balonlar

Bu yaklaşım ile “Kişisel Çıkarları Düşünme Davranışı İlkesi” Uyumlu olduğu değerlendirilmektedir. Çünkü piyasalarda varlıkların fiyatlarına atfedilen değer olması gerekenden daha fazla oluşması daha sonra düşmesi ile dengesizlikler oluşur. Kişisel çıkarları düşünme ilkesi sonucunda oluşan vekalet problemi ve ahlaki tehlike piyasada zaman içerisinde ters seçime (adverse selection) yol açarak dengesizlikler yaratabilir. Makro açıdan bakıldığında bu durum piyasalarda finansal balonlar ve krizlere yol açabilmektedir.

5.2. Bulgular

Yukarıdaki niteliksel analiz sonucunda elde edilen bulgular Tablo-1’de verilmektedir:

Tablo 1: Davranışsal Yaklaşımlar ile İlişkili Olduğu Geleneksel İlkeler

Davranışsal Yaklaşımlar	İlişkili Olduğu İlkeler
Tahmin Hataları	İki Taraflı Muameleler İlkesi
Aşırı Güven	İki Taraflı Muameleler İlkesi

Muhafazakârlık	Riskten Kaçınma İlkesi
Örnekleme Büyüklüğünü İhmal ve Temsil Edilebilirlik	Sermaye Piyasası Etkinliği
Yatkınlık Etkisi	Artan Yararlar İlkesi
Hedonik Düzeltme	Artan Yararlar İlkesi
Çerçeveleme	Risk-Getiri Değiş Tokuşu İlkesi
Zihinsel muhasebe	Çeşitlendirme
Pişmanlıktan Kaçınma	Riskten Kaçınma İlkesi
Etkilemek	Değerli Fikirler İlkesi
Beklenti Teorisi	Riskten Kaçınma, Artan Yararlar İlkeleri
Sürü Davranışı	İşaret Verme, Davranış İlkeleri
Finansal Balonlar, Vekâlet Problemleri ve Ahlaki Tehlike	Kişisel Çıkarları Düşünme Davranışı İlkesi

6. Sonuç ve Değerlendirmeler

Davranışsal finans, standart geleneksel finasta rasyonel insanların yerine normal insanları odağına koyar. Ortalama varyans ve portföy teorisinin yerine davranışsal portföy teorisini; CAPM ve beklenen getirilerin yalnızca risk tarafından belirlendiği diğer modellerin yerine davranışsal varlık fiyatlandırma modelini kullanır. Davranışsal finans ayrıca, standart finasta genellikle bulanık bir ayrım olan verimli piyasalar tartışmasında rasyonel piyasaları yenilmesi zor piyasalardan ayırır ve neden bu kadar çok yatırımcının piyasayı yenmenin kolay olduğuna inandığını inceler. Ayrıca davranışsal finans, finans alanını portföylerin, varlık fiyatlandırmasının ve piyasa verimliliğinin ötesine genişletir ve standart finansın getirdiği bilimsel titizliğe bağlı kalarak bu genişlemeyi sürdürür.

Çalışmadan elde edilen bulgulara göre finansın ilkeleri olarak literatürde yer alan 12 ilke ile davranışsal finans olarak anılan insanın finansal kararlar alırken psikolojik, bilişsel ve çevresel faktörler etkisinde kalarak irrasyonel davranması; aslında birbirinden kesin çizgilerle ayrılmayan, birbiriyle benzeşen bir süreç olduğu değerlendirilmektedir. Zira finansal karar verme sürecinin öznesi olan insan, içinde bulunduğu çevre, topluma ve şartlara göre, oldukça rasyonel kararlar alabilirken, irrasyonel davranışlarda da bulunabilmektedir. Çalışmada elde edilen bulgular; Ibbotson ve ark. (2018), Suciu (2015), Sadeghnia ve Habibniko (2013), Tseng (2006)'un çalışmalarında elde edilen bulgu ve değerlendirmelerle örtüşmektedir.

Bilişim, tıp ve psikoloji alanlarındaki yenilikler ve icatlar insanın finansal açıdan karar vermesinde yeni yaklaşımlar, teoriler ve ilkelerin geliştirilmesine neden olmuştur. Nöro-finance olarak tanımlanan yaklaşımda insanların aldığı finansal kararlar ile beyin fonksiyonları arasında bağlantı kurulmakta, çeşitli finansal kararların insan beynindeki yarattığı değişiklikler incelenmektedir.

Başlangıçta geleneksel finans ilkeleri, daha sonra insan psikolojisi ve karmaşıklığını esas alan davranışsal finans yaklaşımları ve gelecekte de nöro-finance, yapay zekâ, makine öğrenmesi gibi yeniliklerin; finansal kararların altında yatan nedenlerin belirlenmesinde ilke, teori ve yaklaşımlar olabileceği değerlendirilmektedir.

Kaynakça

- Asab, M. Z., Manzoor, S., & Naz, H. (2014). Impact of behavioral finance & traditional finance on financial decision making process. *Journal of Economics and Sustainable Development*, 5(18), 89-95.
- Athur, A.D. (2014). Effect of Behavioural Biases on Investment Decisions of Individual Investors in Kenya, University of Nairobi, Tez

- Atik, M., Köse, Y., & Yilmaz, B. (2016). Muhasebe ve Finans Derslerinin Askeri Yükseköğretim Programındaki Önemi ve Askerlik Niteliğinin Kazandırılmasındaki Rolü, *Journal of Accounting, Finance and Auditing Studies*, 2(1), 162-184.
- Banerjee, A. V. (1992). A simple model of herd behavior. *The quarterly journal of economics*, 107(3), 797-817.
- Barak, O. (2006). Hisse Senedi Piyasalarında Anomaliler ve Bunları Açıklamak Üzere Geliştirilen Davranışsal Finans Modelleri: İMKB’de Bir Uygulama, Doktora Tezi. Ankara: Gazi Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Barber, B., & Odean, T. (2001). Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment. *Quarterly Journal of Economics*, 116, 262–292.
- Bikhchandani, S., Hirshleifer, D., & Welch, I. (1992). A theory of fads, fashion, custom, and cultural change as informational cascades. *Journal of political Economy*, 100(5), 992-1026.
- Black, F., & Scholes, M. (1973). The pricing of options and corporate liabilities. *J. Polit. Econ.*, 81(3) 637–654.
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. (2014). Investments, 10th Ed., Mc Graw Hill.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Hayta, A. B. (2014). Bireysel Yatırımcıların Finansal Risk Algısına Etki Eden Psikolojik Önyargılar. *Türkiye Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 183(183), 329-352.
- Ibbotson, R. G., Idzorek, T. M., Kaplan, P. D., & Xiong, X. J. (2018). Popularity: A Bridge Between Classical And Behavioral Finance, The CFA Institute Research Foundation.
- Kamoune, A., & Ibenrissoul, N. (2022). Traditional finance theory Vs. Behavioral finance theory. *International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics*, 3(21), 282-294.
- Karacan, A. (1996). Finansal Yönetim, SPK, Ankara.
- Karlson, N., Romanus, J., & Garling, T. (1996). The Status-Quo Bias and Integration of Prior Outcomes in Risky Decisions, *Göteborg Psychological Research*, 26(4), 2-3.
- Kıyılar, M. ve Akkaya, M. (2016). Davranışsal Finans, Literatür Yayınevi, İstanbul.
- Koumou, G. B. (2020). Diversification and portfolio theory: a review. *Financial Markets and Portfolio Management*, 34(3), 267-312.
- Lintner, J. (1975). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. In *Stochastic optimization models in finance* (pp. 131-155). Academic Press.
- Maheran, N., & Muhammad, N. M. N. (2009). Behavioural Finance vs Traditional Finance. *Advance Management Journal*, 2(6), 1-10.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2008) Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market’s Reaction. *Journal of Financial Economics*, 89, 20–43.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *J. of Finance*, 7(1), 77–91.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261-297.
- Nevins, D. (2004). Goals-based investing: Integrating traditional and behavioral finance. *The Journal of Wealth Management*, 6(4), 8-23.
- Sadeghnia, M., & Habibniko, A. (2013). Behavioral finance and neurofinance and research conducted in this area. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 4(12), 793.

- Sattar, M. A., Toseef, M., & Sattar, M. F. (2020). Behavioral finance biases in investment decision making. *International Journal of Accounting, Finance and Risk Management*, 5(2), 69
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425-442.
- Singh, J. E., Babshetti, V., & Shivaprasad, H. N. (2021). Efficient market hypothesis to behavioral finance: A review of rationality to irrationality. *Materials Today: Proceedings*. <https://doi.org/10.1016/j.matpr.2021.03.318>
- Statman, M. (1997). Behavioral Finance. *Contemporary Finance Digest*, 5–22.
- Statman, M. (2008). *Handbook of Finance: What is Behavioral Finance?*, NJ, John Wiley & Sons, Inc.
- Statman, M., Fisher, K., & Angier, D. (2008). Affect in a Behavioral Asset-Pricing Model. *Financial Analysts Journal*, 64, 20–29.
- Tekin, B. (2016). Beklenen Fayda ve Beklenti Teorileri Bağlamında Geleneksel Finans-Davranışsal Finans Ayrımı. *Journal of Accounting, Finance and Auditing Studies*, 2(4), 75-107.
- Thaler, H. R., & Johnson, A. J. (1990). Gambling With the House Money and Trying to Break Even: The Effects of Prior Outcomes on Risky Choice, *Management Science*, 36(6), 643-660.
- Titus, S. (2015). From The Classical Finance To The Behavioral Finance. *Journal of Public Administration, Finance and Law*, 7(7), 80-88.
- Treynor, J. L. (1961). Market value, time, and risk. *Time, and Risk*.
- Tseng, K. C. (2006). Behavioral finance, bounded rationality, neuro-finance, and traditional finance. *Investment Management and Financial Innovations*, 3(4), 7-18.
- Welch, I. (1992). Sequential sales, learning, and cascades. *The Journal of Finance*, 47(2), 695-732.

Research Article**Geleneksel Finans İlkeleri ile Davranışsal Finans Yaklaşımları Arasındaki İlişkilerin İncelenmesi: Nitel Bir Analiz***Investigating The Relationship Between Traditional Finance Principles and Behavioral Finance Approaches: A Qualitative Analysis*

Yaşar KÖSE Doç. Dr., Türk Hava Kurumu Üniversitesi İşletme Fakültesi ykose@thk.edu.tr https://orcid.org/0000-0003-0073-2095	Ceyda AKTAN Dr. Öğr. Üyesi, Türk Hava Kurumu Üniversitesi İşletme Fakültesi caktan@thk.edu.tr https://orcid.org/0000-0001-7040-4711
---	--

Extended Abstract

Fundamental principles of financial management or finance discipline are rules and principles based on rationality that enable us to understand the foundations behind financial transactions and decision-making. These principles derive from logical inferences and empirical observations. Although not every principle is considered to be absolutely correct, every principle has a financially valid characterization. The essence of behavioral finance is that traditional finance theory ignores how real people make decisions. Behavioral finance models have been developed to explain market anomalies that rational models fail to explain or cannot explain. Behavioral financiers have characterized individuals who make complex decisions with their irrational behavior. These irrational behaviors are examined under different categories. Firstly, information process is not always correct when it comes to investors and secondly, in situations where there is a known probability distribution of returns, investors are seen to be inconsistent or they can be systematic when making non-optimal decisions.

Behavioral finance puts people in its focus instead of rationality as in standard traditional finance and through the discussion of market efficiency; it also incorporates rationality into markets, which separates markets that are rational from those that are hard-to-beat. However, behavioral finance is not confined to just portfolios, pricing assets, or efficiency of markets, it expands these fields in finance while still continuing the scientific rigor of standard finance. Today, it is also treated as the basis of investment methodology.

According to economists, during purchasing or selling stocks investors are assumed to both think and act rationally. Specifically, it is stated that investors will utilize all information that is available to make rational expectations of the future and then use these expectations to understand the value companies have or even to make judgments on the health of the general economy (Maheran and Muhammad 2009, p. 1-2). As a result, it is assumed that fundamental values are reflected through the prices of stocks and in the event any unexpected news arrives, these prices move up or down depending whether it is positive or negative. Due to this, financial markets were referred to as being efficient and that these prices of stocks follow a random walk (Kamoune and Ibenrissoul 2022, p. 288). All information is expected to be reflected to prices of stocks instantaneously. However, with the development of behavioral finance, opposing views have begun to be advocated in the literature. This strand of finance takes the theories based on behavior and psychology and integrates them to traditional finance. It also helps to identify the causes of different market anomalies and the human errors that cause it (Singh et al., 2021, p. 1-3).

Although it has been observed that studies that indicate the relationship between behavioral finance and traditional finance, and focus on their similarities and differences, have increased recently, it is seen that

there are still missing areas in the related literature. The first of these is to reveal the similarities as well as the differences between the principles underlying traditional finance and the models of behavioral finance. Therefore, it is important to understand the links between these two opposing views under finance. The aim of this study is to determine the similarities and differences between the rational principles and rules of traditional finance and the behavioral finance models, as well as to reveal that individuals can use both these traditional principles and rules and behavioral finance approaches in making financial decisions.

Sattar et al. (2020) studied how behavioral biases affect investment decisions in the event of uncertainty, and as a result, revealed that behavioral biases have an effect on investment decisions. In addition, it was also stated that decision-making about investment is influenced by heuristics rather than expectations and personality traits. It emphasizes that behavioral finance has an impact on traditional finance and theories. Ibbotson et al. (2018) examined rational and behavioral finance in the context of popularity and described popularity as an important indicator for being preferred, liked by investors, demand for a security or expected cash flow as an important determinant of prices. According to the authors, popularity represents choices that can be rational or irrational and provides a bridge between classical and behavioral finance. In this sense, according to the authors, behavioral finance is a complement to classical finance and there is a relationship between them in various ways.

In their study, Kamoune and Ibenrissoul (2022) firstly examined the nature and scope of information in financial markets, and in the second part, they talked about the basic theories under behavioral finance and focused on the general restrictive features of behavioral finance with its contribution to traditional finance.

Although it is argued that traditional finance is based on economic decision making theories, Modigliani and Miller (1958)'s arbitrage principles, Fama (1970)'s Efficient Market Hypothesis, Markowitz (1952)'s portfolio principles, Sharpe (1964), Treynor (1961) and Linter 's (1965) CAPM and Option Pricing Theory developed by Black and Scholes (1973) are included in the literature as the building blocks of traditional finance. These traditional financial theories have been expressed by economists without error, as they assume that investors think rationally and make appropriate investment decisions (Athur, 2014, p. 65). However, Tseng (2006) stated that behavioral finance, evolutionary finance and neuro-finance challenge traditional finance. The efficiency of financial markets, especially stock markets, and the rationality of market participants are largely dependent on people's perspectives on markets. Despite looking at exactly the same empirical evidence or findings, people may interpret them quite differently.

In this study, a qualitative analysis method was used to analyze the principles and approaches used in past literature, where these studies were examined, any similarities and/or differences between the two views were gathered and recorded systematically. The findings were then evaluated and interpreted. From the findings it is understood that the human being, who is referred to as the focus of behavioral finance, together with the 12 principles of traditional finance, behaves irrationally while making financial decisions. This could be due to being under the influence of psychological, cognitive and environmental factors, and it is considered that the two views include a similar process that cannot be separated from each other. Because the human being, who is the subject of the financial decision-making process, can make very rational decisions but they can also engage in irrational behaviors depending to the environment, the society and the living conditions they are surrounded by.

In recent times, innovations and inventions in the fields of informatics, medicine and psychology have led to the development of new approaches, theories and principles in human financial decision-making. In the approach defined as neuro-finance, a connection is established between the financial decisions made by people and their brain functions, and the changes created by various financial decisions in the human brain are examined. Initially, traditional finance principles, then behavioral finance approaches based on human psychology and complexity, and in the future innovations such as neuro-finance, artificial intelligence, machine learning; It is considered that there may be principles, theories and approaches in determining the underlying causes of financial decisions. Therefore, this study can be further developed to understand the reasons as to why there is an evolution towards behavioral aspects in decision making by linking to neuroscience. Every new discovery within this are will have influence on the financial aspects of decision-making.