



Journal of Economics and Financial Researches, 2021, 3(2): 129-141

Yatırım Kararlarının Alınmasında Sürü Davranışı: Literatür Taraması

Yasemin Başarır^a

Öz

Finans piyasalarında topluluğa uyarak belirli bir mali varlığı almak ya da satmak sıkça gözlemlenen davranışlardır. Sürü davranışı, bireyin diğer bireylerin davranışlarından etkilenecek kendi fikirleri yerine çoğunluğa göre karar vermesidir. Sürü davranışı, bireyin yeterli bilgiye sahip olmaması ya da kendi bilgisinin doğruluğuna güven duymaması gibi nedenlerden kaynaklanacağı gibi bireyin trend olana uyma gibi rasyonellikten uzaklaştıran psikolojik etmenler nedeniyle gerçekleşebilir. Bireysel yatırımcılar olduğu kadar profesyonel yöneticiler de sürü davranışına kapılabilir. Belirsizliğin hâkim olduğu piyasalarda ve oynaklığın gözlemlendiği ekonomik koşullarda yatırımcılar rasyonellik varsayımına uygun olmamasına rağmen piyasada genel kabul gören görüşü takip ederek risklerden kaçınmaya çalışır. Sürü davranışı piyasaların etkinliğinin bozulmasına neden olur ve varlık fiyatlama süreci üzerinde etkili olur. Sürü davranışı, özellikle finansal piyasalar ve küresel piyasalarda kriz dönemlerinde önemli bir davranış unsuru olarak ileri sürülmüştür.

Anahtar Kelimeler:
Davranışsal İktisat,
Sürü Psikolojisi,
Yatırım Kararları

JEL Sınıflandırması:
G41, E44, G14

Herd Behavior in Investment Decisions: A Literature Review

Abstract

Buying or selling a financial asset following the community in financial markets is a common behavior. Herd behavior is the decision of the individual influenced by the majority, rather than own opinions, by being affected by the behavior of other individuals. Herd behavior may occur due to reasons such as the individual's lack of efficient information or confidence in own knowledge, as well as psychological factors distracting the individual from rationality, like following the trend. Professional managers and individual investors can follow the herd behavior. In markets dominated by uncertainty and in economic conditions where volatility is observed, investors try to avoid risks by following the generally accepted view in the market, unlike rationality assumption. Herd behavior causes the efficiency of markets to deteriorate and affects asset pricing process. Herd behavior has been suggested as an important behavioral factor especially in times of in financial crisis.

Keywords:
Behavioral
Economics, Herd
Behavior,
Investment Decision

JEL Classification:
G41, E44, G14

^a Dr., ybasarir@gmail.com ORCID: 0000-0003-4723-7120

1. Giriş

Bireylerin rasyonel karar aldıklarını ve iktisadi güdülerle hareket ettiklerini varsayan neoklasik görüş, rasyonel olmayan davranışları ve iktisadi olmayan güdülerini analizleri dışında bırakmış diğeri bir deyişle Keynes ile birlikte ortaya atılan hayvansal güdüler kavramını içine almamıştır. Sanayileşme ve küreselleşme sonrasında belirli aralıklarla gözlemlenen ekonomik krizler, bireylerin karar ve tercihlerinin daha kapsamlı bir şekilde değerlendirilmesini ve matematiksel hesaplamaların dışında olan sosyal ve psikolojik unsurların ele alınmasını gerektirmiştir.

Rasyonellik varsayımının dışına çıkan Davranışçı İktisat görüşü, insan psikolojisine ve toplumun birey üzerindeki etkisine daha yakından bir bakış açısı sağlar. Davranışçı iktisadın ortaya çıkışından önce Fama'nın (1970) Etkin Piyasalar Hipotezi genel kabul görmekteydi. Etkin piyasalar hipotezine göre, mevcut fiyatlar ulaşılır bilgileri ve beklentiler bütünüyle içerir. Rasyonel niteliğe sahip yatırımcılar finansal varlıklarını bu doğrultuda yönetir. Rasyonellik dışı davranan yatırımcıların davranışları, piyasada bulunan arbitrajcılar tarafından etki dışı bırakılır. Bu varsayımlar altında piyasalar her zaman etkindir.

Buna karşın, davranışsal iktisat, bireylerin finansal ortamda nasıl davranacağını araştırır. Özellikle duygusal kararların ve bilişsel önyargıların finansal kararlar alan ekonomik unsurları nasıl etkilediği üzerinde durur. Birey karar verme aşamasında risk, belirsizlik karşısında insan beyni durum ile ilgili olarak olasılık tahminlerini ve aynı zamanda alacağı kararın sonuçları ile ilgili olan durum ve hissedilmesi beklenen duyguları da değerlendirir (Nofsinger, 2013: 5).

Davranışsal iktisada göre, yatırımcıların rasyonel teorilerden belirli psikolojik unsurlar nedeniyle uzaklaşması bazı sapmaları gösterir. Bu unsurlar karar verme aşamasındaki sapmalardır. Bunlar, bireyin kendi sezgilerinden ya da çerçeveleme davranışından kaynaklanabilir. Bu sapmalardan sürü davranışı, dünya çapında finansal piyasalarda meydana gelen krizlerde krize neden olan faktörlerin içinde sayılması sebebiyle dikkatleri üzerine çekmektedir.

2. Yatırım Kararı ve Yatırımcı Tipleri

Yatırım kararı ile ilgili yapılan birçok araştırma, yatırımcıların almış oldukları kararlarda rasyonel davranıp risklerini en aza indirip karlarını en çoklaştırmak istediklerini ancak gerçekte bunu yapamadıklarını ortaya koymaktadır. Bunun nedeni bilişsel kusurlardır. Yanlılık ve hata olarak ortaya çıkan bilişsel kusurlar farklı şekillerde sınıflandırılmaktadır. Hirshleifer'in (2001) sınıflandırmasına göre bunlar, kendini yanıltma (aşırı güven, aşırı iyimserlik, kendine atfetme, kendini doğrulatma, öngörü yanlılığı, bilişsel çelişki, muhafazakarlık yanlılığı), kestirme çıkarım (fark edilebilirlik, ulaşılabilirlik, sinyaller arası seçim, tahmin çıpası, akılsal muhasebe, temsil edicilik), duygusal etmenler (zaman tercihi, belirsizlikten kaçınma) ve sosyal etkileşim (sosyal bulaşma, sürü psikolojisi) şeklinde sınıflandırılabilir. Bu etmenler nedeniyle yatırım kararları rasyonel olma niteliğini kaybetmekte, sezgi ve hislere dayanmaktadır.

Bireyler toplum içinde yaşar ve karar verirken medya, internet, sosyal çevre, yatırım kulüpleri ve diğer sosyal dinamiklerden etkilenir. Bireylerin gündelik yaşamlarını etkileyen sosyal etkileşimler yatırım kararları alırken de ortaya çıkar. Yatırımcılar, piyasadaki gelişmelerden habersiz kalmamak için diğer yatırımcıların yaptıkları aldıkları kararları devamlı olarak izler. Yatırım kararları açısından bakıldığında ve bir grup yatırımcının diğer yatırımcıların ile birlikte harekete geçmesi sürü davranışını ortaya çıkarmaktadır.

3. Sürü Davranışı

Bireyin verdiği kararların çoğu içinde bulunulan toplumdaki bireylerin tavsiye ve davranışları da göz önüne alınarak ve sosyal etkiler değerlendirilerek verilir. Çoğu durumda karar vericiler, kendi değerlendirmeleri ve toplumun geri kalanının davranışları arasında kalır (Berger vd., 2018: 64).

Sürü davranışı ile ilgili teorik çalışmaların başlangıcı olarak Banerjee (1992), Bikhchandani vd. (1992) ve Welch'in (1992) çalışmaları kabul edilir. Bu çalışmalar, tanımlanan soyut bir ortamda özel bilgiye sahip etmenlerin karar verme davranışlarını incelemektedir. Uygulamalara göre, belirli sayıdaki etmenin aynı kararı vermesi sonrasında diğer tüm etmenler de kendi bilgi ve görüşlerini göz ardı ederek aynı davranışı taklit ederler.

Bu çalışmaları izleyen dönemlerde, finansal piyasalardaki sürü davranışı inceleme altına alınmıştır. Avery ve Zemsky (1998), Lee (1998) ile Cipriani ve Guarino (2008) çalışmalarında, değeri hakkında bireyler tarafından bilgiye sahip olunmayan bir varlığın bilgiye sahip ve bilgiye sahip olmayan yatırımcıların olduğu bir piyasada yatırımcıların davranışlarını analiz etmiştir.

Bu kapsamda sürü davranışı, birçok yatırımcının hemen hemen aynı zamanda benzer şekilde davranış gösterme eğilimi olarak ifade edilebilir. Bu yatırımcılar arasında hem bireysel hem de profesyonel yöneticiler bulunmaktadır (Lin, 2019: 91). Banerjee (1992) sürü davranışını, belirli bir dönemde bireysel bilgileri başka şekilde işaret etse de insanların çoğunluğun kararlarını takip etmesi (Banerjee 1992: 798) olarak tanımlamıştır.

Sürü davranışı, belirsizlik ve piyasa oynaklığının gözlemlendiği aşırılık içeren piyasa koşullarında daha fazla tartışılır. Belirsizliğin olduğu bir piyasada korku ve panik hakim olur ve hem bireysel yatırımcılar hem de kurumsal yatırımcılar portföy çeşitlendirmesi ya da hedging uygulaması ile sakınılması mümkün olmayan risklerle karşı karşıya kalma pahasına piyasada genel kabul gören görüşe göre hareket ederler.

Bireylerin sürü halinde karar verme dürtüsü son yüzyıla ait bir olgu değildir. Piyasaların yanılımlarla dolu tarihi 1637 Lale Soğanı Balonu, 1720 Güney Denizi Balonuna kadar geri gitmektedir. Modern piyasalara bakıldığında belirli aralıklarla yaşanan krizlerin insan davranışlarına ve sosyal etkilere atfedildiği görülmektedir.

Karar vermenin sosyal unsurları moda ve heves kavramlarını vurgulanması açısından iktisadi açıdan Thorstein Veblen'e (1899) sosyolojik açıdan ise Georg Simmel'e (1957) uzanmaktadır. Veblen, insanların maddi güçlerini göstermek amacıyla kendilerinden daha

iyi durumda olan insanlarla karşılaştırmalar yaparak karar verme durumunu açıklayan gösterişçi tüketim kalıplarını açıklamıştır. Bununla birlikte, tüketim, gerçek değeri olmayan pasif bir faaliyet olarak kabul edildi ve ekonomi alanında çok fazla araştırma konusu olmamıştır (Rook, 2000: 76).

Sürü davranışının anlaşılabilmesi için psikolojik ve sosyal yönlerinin incelenmesi gerekir. 1950 yılında Harvey Leibenstein, Bando Arabası Etkisi kavramını ortaya koymuştur. Bir yerel seçim kampanyasında bir palyaçonun bando arabasına binerek etrafındakileri müziğe katılmaya ve desteklediği adaya oy vermeye davet etmesiyle ve halkın onun etrafında toplanmasıyla ortaya çıkan duruma bando arabası etkisi ismi verilmiş ve sürü psikolojisinde bir kavram olarak ortaya çıkmıştır. Bu kapsamda sosyal faktörlerin psikolojik etkilerini göstermesi açısından sürü davranışı, diğerlerinden geri kalmamak, ilişkili olmak istedikleri insanlara uyum sağlamak, moda uygun olmak ya da havalı olmak veya grubun bir parçası olmak amacıyla insanların bir ürünü satın alma arzusu olarak tanımlanmıştır (Altunöz ve Altunöz, 2018: 30-33).

İlerleyen dönemlerde, Banerjee (1992) tarafından verilen restoran örneği, bireylerin kendi güdeleri ve kişisel bilgileri tam tersini işaret etse de bireylerin diğerlerinin davranışını izleyebildiğini gösteren bir model ortaya koydu. Bu çalışmada tercih edecekleri restoran konusunda eksik bilgiye sahip bireylerin kararları incelenmiştir. İlk seçim yapan birey kendi sinyali ile karar vermiştir. Daha sonraki bireyler ise kendinden önce gelen bireylerin tercihlerini dikkate alıp kendi sinyallerini göz ardı etmiştir. Bu şekilde negatif bir sürü dışsallığı ortaya çıkmaktadır.

Bikhchandani vd. (1992) eksik bilgiye dayanan bilgi çağlayanı kavramını modelledi. Sınırlanmış uyumluluk, diğer bireylerin davranışlarını izlemek ve bunların davranışlarının kendi bilgisinden daha önemli olduğunu düşünmek şeklinde ortaya çıkabilmektedir. Bu modeller eksik bilgi kavramına dayansa da bireylerin rasyonel olduğu varsayımını geçerli olarak ele almaktaydı. Bu modellerdeki insan davranışı Veblen'in hedonistik hesap (insan davranışının bulunduğu yerin gerekliliklerine rasyonel bir tepki olarak tasarlanan ve yorumlanan davranış) kavramına dayanmaktaydı. Sürü davranışına güdülere açıklamalar getirmeyen bu çalışmalar psikolojik etmenleri ele almamaktaydı.

Sınırlı rasyonellik kavramını öne çıkaran uygulama çalışmaları sürü davranışının açıklanmasında psikolojik güdülerin önemli olduğunu savunmuştur. Kurumsal ve bireysel kısıtlamaların, insanları karar vermede optimal çözüm yerine tatmin edici çözüme yönlendirdiğini varsayarlar. Sosyal etki ve karar vermede önce gelenin verdiği kararın etkisi Asch'in (1952) uygulama çalışmalarında gözlemlenmiştir. Bu çalışmaların birinde bir grubun sahte denek olduğu deney grubuna bir doğru parçasının uzunluğu hakkında 12 soru yönelmiştir. Bireylere tek başına yöneltilen cevapların neredeyse hepsinde denekler doğru cevabı vermiştir. Sahte deneklere bilerek hatalı cevap vermeleri söylendiğinde; asıl deneklerin üçte biri doğru yanıt çok açık olarak belirgin olmasına rağmen yanlış cevap veren topluluğa uymuştur (Peterson, 2012: 310).

Sürü davranışı rasyonel sürü davranışı ve rasyonel olmayan sürü davranışı olmak üzere iki başlık altında incelenebilir. Rasyonel sürü davranışı, bilgiye dayalı sürü davranışı

(bilgi çağlayanı), saygınlığa (itibara) dayalı sürü davranışı ve ücrete dayalı sürü davranışı olarak üç alt başlığa ayrılmaktadır.

3.1. Rasyonel Sürü Davranışı

Rasyonel sürü davranışı, yatırımcıların, yatırım yapılan araçlarla hakkında yeterli bilgisi olmaması veya kendi bilgilerinin doğru olduğuna güvenmemeleri durumunda, kişisel değerlendirmelerine göre değil de diğer yatırımcıları taklit ederek hareket etmelerine ve kararlarını buna göre vermeleridir (Döm, 2003: 135). Kurumsal yatırımcılar açısından bakıldığında bazı yatırımcıların kendi fikirlerine göre karar vermektense istatistik tablolarına göre karar vermesi rasyonel sürü davranışı olarak ele alınabilir. Rasyonel sürü davranışı eksik bilgi, saygınlık kaygısı ya da ücret kaygısından kaynaklanabilir (Canbaş ve Kandır, 2007: 222).

3.1.1. Bilgiye Dayalı Sürü Davranışı: Bilgi Çağlayanı

Bilgi çağlayanı, kendinden öncekinin davranışlarını gözlemleyen bireyin kendi bilgilerine bakmaksızın önceki bireyin davranışını takip etmesinin optimal olduğu durumdur. Bikhchandani vd. (1992), sıralı seçimleri kapsayan çalışmada karar vericinin bir aşamada kendi bilgisini bir tarafa bırakıp sadece kendinden önceki karar vericinin kararından elde ettiği bilgiye göre karar verdiği bir süreci ortaya koymuştur. Bu aşamaya bir kez gelindiğinde, karar veren denneğin kararı diğerleri için bilgilendirici olma niteliğini kaybetmiştir. Daha sonraki denekler de kendi bilgilerini bir yana bırakıp bir önceki denneğin kararlarına göre seçim yaparak geçmiş kararlardan çıkarım yapmışlardır (Bikhchandani vd., 1992: 994). Kendi kendini besleyen bu süreç bilgi çağlayanı olarak adlandırılır.

Birey bir bilgi çağlayanı ile karşı karşıya kaldığında, bu bireyin ve daha sonra gelen bireylerin davranışları kendi sinyalleri hakkında bilgi vermez. Bu durumda negatif dışsallık oluşturan bir süreç oluşur. Karar verici karşısına çıkan çağlayana uyma davranışı dışında, kendi bilgisi dahilinde karar vererek optimal bir seçim yapmaya karar verirse; vermiş olduğu karar bu bireyin kararını izleyenlerin ve toplumun bilgi birikimine katkı sağlar. Bireyin vermiş olduğu kararın uzantısı uzun vadede doğru kararların devam etmesine neden olur. Bireylerin bilgiye dayalı olmayan ve taklit eden karar biçimleri bilgi dışsallığında etkin olmayan sonuçlara neden olur (Shiller, 2000: 152).

Yatırımcılar çoğu zaman bilgilerini aynı kaynaktan elde ederler. Her yatırımcının bilgiyi değerlendirme yöntemi farklı olsa da potansiyel kaynaklar (veri sağlayıcılar, kurum raporları, medya vb) sınırlı sayıdadır. Bu benzer bilgi kaynakları yatırımcıların aynı kararlar almasına neden olabilir. Yatırım kararları finansal piyasalarda hareketlerin görülmesine neden olur. Bazı yatırımcılar, fiyat hareketlerinin kendilerinden daha iyi bilgiye sahip olan yatırımcılar tarafından alındığını düşünür ve karar verirken bunları temel alır. Kendinden öncekinin kararını ve hareketlerini gözlemleyip kararlarını taklit eden biri bir bilgi çağlayanı yaşar (Peterson, 2012: 311).

3.1.2. Saygınlığa (İtibara) Dayalı Sürü Davranışı

Sürü davranışı profesyonel alanda yatırım yönetimi yapanlar arasında da gözlemlenebilmektedir. Bazı durumlarda yönetici konumundaki bireyler, kendine ait bilgileri geri plana atıp diğer yatırım yöneticilerinin davranışlarını taklit ederler. Bu davranış tarzı sosyal bir bakış açısından bakıldığında etkinsiz olarak adlandırılrsa da kendi saygınlıklarını düşünen yöneticiler açısından faydalı bir karar olarak adlandırılabilir. Zeki ve zeki olmayan olarak iki gruba ayrılan yöneticilerden zeki olarak tanımlananlar piyasanın hareketleri hakkında bilgi sinyallerini alır ve buna göre adımlarını belirler. Zeki olmayan olarak tanımlanan yöneticiler ise bu sinyalleri alamaz. (Scharfstein ve Stein, 1990: 466).

3.1.3 Ücrete Dayalı Sürü Davranışı

Ücrete dayalı sürü davranışı temsil teorisi kapsamında ortaya çıkmaktadır. Ücretin belirlenmesinde göreceli olarak performansların değerlendirildiği bir durumda yatırımcının performansı öne çıkmakta ve sürü davranışına neden olabilmektedir. Yatırım kararı alan fon yöneticileri karar sürecinde kendi performanslarını sürekli olarak diğerlerinin performansı ile karşılaştıracak ve diğerlerinin yatırım kararlarına uyarak trendi yakalamaya çalışacaktır. Bu şekilde hareket ederek kendi performanslarının ve dolayısıyla ücret hadlerinin diğerleri ile aynı olmasını sağlayacaklarını düşünmektedirler (Altay, 2008: 32).

Kurumsal yatırımcılar bireysel yatırımcılardan daha fazla oranda sürü davranışına uymaktadır. Bunun nedenleri sahip oldukları bilgi birikimi olduğu kadar yatırımların çeşitliliği ve miktarıdır. Kurumsal yatırımcıların diğer yatırımcılarla kıyaslanarak değerlendirilmesi onları daha deneyimli olan yatırımcıların davranışlarını taklit etmeye itmektedir (Hayta, 2014: 342).

3.2. İrrasyonel Sürü Davranışı

Rasyonel olmayan sürü davranışı yatırımcı psikolojisine dayanmaktadır. Rasyonel olmayan sürü davranışı, yetersiz bilgiye ve eksik risk değerlendirmesine sahip olan yatırımcıların kendi geçmiş inançlarını göz ardı ederek körü körüne diğerlerinin kararlarını kopyalaması olarak gözlemlenir. Bu tür sürü davranışına göre yatırımcılar, rasyonel analizleri arka plana atarak birbirlerinin kararlarını kopyalar (Dewan ve Dharni, 2019: 3).

İrrasyonel sürü davranışının nedenleri sosyal baskılar, taklit, ya da moda uyma gibi ihtiyacı olabilir. Karar verme aşamasında olan birey, içinde bulunduğu gruptan farklı bir karar davranışını tercih edip başarılı sonuçlar elde etmek yerine, grupta aynı kararı alarak başarısızlığı kabullenebilmektedir. Grup kararına uyum göstermenin çeşitli nedenleri vardır. Bunlar, sahip oldukları bireysel bilgilerin grubun sahip olduğu bilgi ile farklı olması durumunda kaygı duymaları, dışlanmış hissetmeleri veya gruptaki diğer kişilerin farklı davranış içinde olanların yetersiz oldukları konusunda endişesi olmasıdır. Diğer bir deyişle, bireysel ve grupsal farklılık bireyin sosyal bir baskı ile karşı karşıya kalmasına neden olmakta ve yatırım kararlarını değiştirmektedir. Böyle bir durumda yatırımcı kendi

analizlerine değil de psikolojik önyargılarını öne çeker. Bu tür kararlar çoğunlukla düşük getirilere neden olmaktadır (Kahn, 2004: 17).

4. Finansal Piyasalarda Yatırım Kararı

Risk ve belirsizlik kavramları finansal piyasalarda karlılık oranını belirlenmesi açısından iki önemli kavramdır. Risk, bilinen olasılık dağılımları ile tanımlanabilen durumu ifade eder. Belirsizlik ise gelecekte karşı karşıya kalınma ihtimali olan durumun olasılık dağılımının bilinmediği durumu belirtmek için kullanılır. Belirsizlik uzman görüşlerin fikir birliğine varamamasından ya da bilgi kalitesine güven olmamasından kaynaklanabilir (Lin, 2018: 91).

Sürü davranışı ile ilgili uygulama çalışmaları iki alanda yoğunlaşmıştır. Bunlardan bir kısmı dinamik korelasyonların ölçümüne dayanan finansal piyasanın birlikte hareketine vurgu yapar. Finansal piyasaların korelasyonlarını analiz eden Corsetti vd. (2005), Asya menkul kıymetler borsalarında bulaşma ve bağımlılık tespit etmiştir. Chiang ve diğerlerine (2007) göre ise bulaşma etkisi Asya Finansal Krizinin başlangıç aşamasında ve krizden sonra gözlemlenmiştir. Benzer şekilde Boyer vd. (2006) da benzer şekilde piyasaların yüksek oynaklığa sahip olduğu durumlarda uluslararası yatırımcıların birlikte hareket ettiğini belirtmiştir.

Diğer tür çalışmalar piyasanın asimetric özelliklerine göre piyasa koşullarındaki büyük değişimlere karşı hisse senedi getirilerinin kesitsel korelasyon dağılımlarına bakmaktadır. Zhou ve Lai (2009) Hong Kong finansal piyasalarında küçük hacimli hisse senetlerinde daha yaygın olduğu ve yatırımcıların hisse senetlerini satarken sürü davranışına kapılma olasılığı daha yüksek olduğunu bulmuştur. Tan vd. (2008) sürü davranışının hem yükselen hem de düşen piyasalarda gözlemlendiğini belirtmiştir.

Sürü davranışı gelişmiş ülke piyasalarında ve gelişmekte olan ülke piyasalarında da söz konusu olmaktadır. Gelişmekte olan ülke piyasalarında sürü davranışı genel olarak piyasada yer alan oyuncuların karakter özellikleri ve güdülerine bağlı olarak değişmektedir. Bu özellikler finansal piyasalarda daha geniş deneyimi olan piyasa oyuncularına göre farklılık göstermektedir. Diğer farklılıklar ise bilgi asimetrisi, şeffaflığın olma durumu, kamuoyuna verilen aydınlatıcı bilgilerin olup olmaması, düşük işlem hacmi, düzenleyici çerçevenin yeterli olup olmaması gibi unsurlardan kaynaklanmaktadır (Kallinterakis ve Kratunova, 2007).

Piyasadaki sürü davranışının varlığı halinde bu davranışın bir sonucu olarak varlık fiyatları temel değerlerinden sapmalar gösterebilmektedir (Lakanishok vd. (1992); Choi ve Sias (2009); Jegadeesh ve Kim (2010)).

Kurumsal sürü davranışının tespit edilmesi Lakonishok vd. (1992) (literatürde çoğunlukla LSV 1992) çalışması ile yöntem kazanmıştır. LSV, ABD’de işlem gören 341 farklı profesyonel tarafından yönetilen 769 adet vergiden muaf özel sermaye fonunun yatırım davranışını sürü hareketleri açısından incelemiştir. Bu fonlar, kurumsal emeklilik fonları, bağış fonları ve devlet emeklilik fonlarından oluşmaktaydı. 124 milyar dolar hacmi olan bu fon toplam fon büyüklüğünün yüzde 18’ini oluşturmaktaydı. Çalışmanın sonucuna göre

büyük şirket hisse senetlerine kıyasla küçük şirketlerin hisse senetlerinde sürü davranışının nispeten daha yaygın olduğuna dair bazı kanıtlar bulunmuşsa da fon yöneticilerinin istatistiksel olarak anlamlı bir düzeyde sürü davranışına sahip olduğu ortaya konulamamıştır. Bu durumun ortaya çıkmasının temel sebebi, küçük şirketlere ait hisse senetleri ile ilgili olarak daha az kamusal bilginin olması ve bu nedenle, yatırım yöneticilerinin, küçük şirketlerin hisse senetleri ile ilgili olarak verdikleri kararlarda daha çok, diğer yöneticilerin aynı konuda verdikleri kararları takip etmeleri olarak söylenebilir. Çalışmaya göre araştırmaya konu edilen dönemde ne hisse senedinin geçmişteki performansına dayalı ne belirli endüstri gruplarına ve endüstriler arası ne de yönetilen varlıkların büyüklüklerine göre farklılaşan alt kümelere göre sürü davranışı tespit edilememiştir. Bu durumun nedeni, hisse senetlerinin talep esneklikleri hakkında çok az bilgiye sahip olmadan değerlendirme yapmanın mümkün olamayacağı şeklinde açıklanmıştır.

Fon yöneticilerinin sürü davranışı ve bu davranışın yatırım stratejileri ve performansı üzerindeki etkisi Grinblatt vd. (1995) (literatürde çoğunlukla GTW) tarafından aynı yöntem kullanılarak ölçülmüştür. Çalışmada düşük bir sürü davranışının bile fiyatlar üzerinde yüksek bir etkisinin olacağı belirtilmiştir. Geçmişte kazanç sağlayan hisse senetlerinin alımında, geçmişte zarara giren hisse senetlerinin satım işleminden daha yüksek oranda sürü davranışı olduğu belirtilmiştir. Diğer bir deyişle satış tarafı değerlendirildiğinde sürü davranışının daha az meydana geldiği gözlemlenmiştir. Bu sonuç, çalışmadan elde edilen geçmişte kazanç sağlayan hisse senetlerinin alımında gözlenen sürü davranışının geçmişte zarar getiren hisse senetlerinin elden çıkarılması şeklindeki davranışlarda gözlenmediği çıkarımıyla uyum sağlamaktadır.

LSV yöntemini kullanan diğer bir çalışmada Wermers (1999) bu çalışmadaki hemen hemen tüm yatırım fonlarının üç aylık öz sermaye varlıklarına ilişkin verileri kullanarak sürü davranışının yatırım fonlarında emeklilik fonlarından daha fazla gözlemlendiğini göstermiştir. Buna göre çeyrek dönemlerde daha yüksek ya da daha düşük getiriye sahip olan hisse senetlerinde sürü davranışının daha yüksek olduğu bulunmuştur. Çeyrek dönemde kar oranı yüksek olan hisse senetlerinde alım yönünde daha güçlü bir sürü davranışı hakimken çeyrek dönemde daha düşük getiriye sahip hisse senetlerinde satım yönünde sürü davranışı daha fazladır. Böylelikle, yatırımcıların yatırım kararlarında yatırımın hem yönünü hem de yoğunluğunu vurgulayan bir ölçüm ortaya konulmuştur.

Christie ve Huang (1995) ABD’de işlem gören hisse senedi getirilerinin yüksek fiyat hareketliliği olduğu zamanlarda piyasa getirisi etrafında nispeten daha yüksek bir dağılım gösterdiğini yatay kesit değişkenliğini analizi kullanarak göstermiştir. Ortaya konulan bu sonuç sürü davranışının tersi olarak yorumlanmıştır. Ayrıca, sürü davranışının tespit edilememesinin, tüm piyasa katılımcılarının ortalama getirisi yerine ortak özellikleri paylaşan firmaların getirileri etrafında kümelenen getirilerden kaynaklanıp kaynaklanmadığını da araştırmışlardır ve benzer sonucu bulmuşlardır. Ancak Richards (1999), bu yöntemin sürü davranışının hisse senedi temelinde sürü davranışını ölçtüğünü, bir piyasanın genelinde fiyatların aynı yönde değişmesi durumunda elde edilen getirilerin genel sürü davranışını ölçmediğini ifade etmiştir.

Farklı bir yöntem ile kurumsal ve kurumsal olmayan yatırımcıların sürü davranışını inceleyen Nofsinger ve Sias (1999) 1977-1985 yılları arasında NYSE’de (New York Stock Exchange) belirlediği hisse senetlerinin kurumsal yatırımcılar tarafından elde tutulan hisse senetlerini bölümlere ayırmışlar, daha sonra her bir kurumsal bölüm için kurumsal yatırımcıların sahip olduğu hisselerin bir sonraki yıl içindeki oranının değişimini temel alan diğer bir bölüme ayırmışlar ve son olarak firmaları ondalık sıralamasındaki değişimlerine göre yeniden bir araya getirip her yılın başında benzer kurumsal mülkiyete sahip ancak yıl içinde kurumsal mülkiyeti önemi ölçüde değişmiş olanlardan 10 hisse senedi portföyü oluşturmuşlardır. Kurumsal sahiplikteki yıllık değişiklikler ile sürü davranışı aralığındaki yeniden yapılanmalar arasında güçlü bir pozitif ilişki olduğunu göstermişlerdir. Kurumsal sürü davranışının hisse senedi getirileri üzerinde bireysel sürü davranışından daha büyük bir etkisinin olduğunu belirtmişlerdir.

Kore hisse senedi piyasasında yatırımcı stratejilerini inceleyen Kim ve Wei (1999) yatırımcıları yabancı, yerleşik, yerleşik olmayan veya bireysel ya da kurumsal veya belirli bir dönemde olup olmamasına göre ayırmıştır. Farklı kategorilerdeki yatırımcıların farklı davranış içinde olduğu sonucuna varılmıştır. Gelişmekte olan ülkelerdeki 467 fonun aylık dağılımlarını inceleyen Borensztein ve Gelos (2001) fonları küresel, gelişmekte olan ülke, bölgesel, ülke bazında olmak üzere kategorilere ayırmıştır.

Uluslararası piyasalarda sürü davranışını inceleyen Chang vd. (2000) farklı ülkelerde (ABD, Hong Kong, Japonya, Güney Kore ve Tayvan) sürü davranışını incelemiş ve ABD ve Hong Kong dışında tüm ülkelerde sürü davranışı tespit etmişlerdir. Hwang ve Salmon (2004) ABD ve Güney Kore piyasalarında yatırımcılar arasında sürü davranışı olduğuna dair sonuçlar elde etmiştir. Economou vd. (2011) Yunanistan, İtalya, Portekiz ve İspanya sermaye piyasalarında sürü davranışını araştırmış ve İtalya ile Yunanistan piyasalarında sürü davranışı tespit etmiştir.

Altay (2008) İMKB’de (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası) işlem gören hisse senedi getiri oranlarının yatay kesit değişkenliklerini inceleyerek sürü davranışını analiz etmiştir. Analiz sonucunda tüm sektörlerde sürü davranışının varlığı ortaya konulmuştur.

Özsu (2015) BIST (Borsa İstanbul) endeksi hisse senetlerinin gün içi ve günlük getirilerinin yatay kesit değişkenliği yöntemi ile analiz ederek yükselen piyasalarda sürü davranışının izine rastlamıştır. Gün içi veriler ele alındığında ise sürü davranışı tespit edilememiştir.

Doğukanlı ve Ergün (2015), Hwang ve Salmon (2004) tarafından oluşturulan modeli kullanarak hisse senetlerini sektörel olarak gruplandırılmış ve bunlara ait günlük, haftalık ve aylık düzeltilmiş kapanış fiyatları kullanılarak hisse senetlerinin β katsayılarına ait t-test değerlerinin yatay kesit varyansları hesaplanarak sürü davranışını ölçmüştür. Ele alınan tüm sektörlerde ve alt sektörlerde bazı zamanlarda sürü davranışı gözlenmiştir.

Akcaalan (2017), getirilerin yatay kesit dağılımı analizi, kantil regresyon analizi ve durum-uzay modeli olmak üzere üç model yardımıyla BIST hisse senedi piyasasını analiz etmiş ve yatırımcıların yükselen ve alçalan piyasa koşullarında sürü davranışı gösterdikleri belirtilmiştir.

5. Sonuç

Sürü davranışı varlık fiyatlarının hareketlerini etkileyerek tam olarak istikrara kavuşmamış finansal piyasalarda istikrarsızlığın artmasına ve dolayısıyla finansal sistemin daha kırılgan bir hale gelmesine neden olur. Finansal piyasaların istikrarı halen tüm ekonomilerde en önde gelen sorunlardan birini teşkil etmektedir. Sürü davranışının fiyatlarda bozulmaya neden olarak finansal istikrarı etkileyip etkilemediği dünyada ve ülkemizde birçok çalışmanın konusu olmuştur. Davranışsal sapmalar finansal kararlar üzerinde belirleyici etkiye sahiptir. Bu sapmaların belirlenmesinde kullanılan başlıca yöntemler halen geliştirmeye açıktır. Buna ek olarak bireysel yatırımcıların kararlarının gözlemlenmesinde de farklı kültürel özellikleri dikkate alan ve küreselleşmenin etkilerini değerlendiren ölçütlerin geliştirilmesi faydalı olacaktır.

Sürü davranışı yatırımcıların karar alma sürecinde kendini yanıltma, kestirme çıkarım, duygusal etmenler ve sosyal etkileşim gibi nedenler aracılığıyla karar verme aşamasını etkilemekte ve bu etkiler yatırımcıların, rasyonel olmayan sonuçlar doğurmasına neden olmaktadır.

Sürü davranışının belirlenmesinde yapılan uygulama çalışmalarının daha çok gelişmiş piyasalarda olması gelişmekte olan ülke piyasalarında da bu kavramın araştırılması ve ülke ve bölgeler arasında karşılaştırmalı analiz yapılması ihtiyacını ortaya çıkarmaktadır. Gelecekte bu kapsamda yapılan çalışmalar sürü davranışının yatırımcı kararları üzerinde etkisinin anlaşılmasında belirleyici olacaktır.

Araştırma ve Yayın Etiği Beyanı

Etik kurul izni ve/veya yasal/özel izin alınmasına gerek olmayan bu çalışmada araştırma ve yayın etiğine uyulmuştur.

Araştırmacıların Katkı Oranı Beyanı

Yazar, makalenin tamamına yalnız kendisinin katkı sağlamış olduğunu beyan eder.

Araştırmacıların çıkar atışması Beyanı

Bu çalışmada herhangi bir potansiyel çıkar atışması bulunmamaktadır.

Kaynakça

- Akçaalan, E. (2017). *Herd behavior in the Turkey stock market* (Yayımlanmamış yüksek lisans tezi). İzmir Ekonomi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.
- Altay, E. (2008). Sermaye piyasasında sürü davranışı: İMKB'de piyasa yönünde sürü davranışının analizi. *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi*, 2(1): 27-58.
- Altunöz, U. ve Altunöz, H. (2018). *Davranışsal ekonomi (nörofinans)*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Avery, C. and Zemsky, P. (1998). Multidimensional uncertainty and herd behavior in financial markets. *American Economic Review*, 88(4): 724-748.
- Banerjee, A. (1992). A simple model for herd behavior. *Quarterly Journal of Economics*, 107(3): 797-817.
- Berger, S., Feldhaus, C. and Ockenfels, A. (2018). A shared identity promotes herding in an information cascade game. *Journal of the Economic Science Association*, 4(1): 63-72.
- 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(5): 992-1026.
- Borensztein, E. R. and Gelos, R. G. (2001). *A Panic-prone pack? The behavior of emerging market mutual funds* (CESifo Working Paper, No. 564). Retrieved from https://www.econstor.eu/bitstream/10419/75769/1/cesifo_wp564.pdf
- Boyer, B., Kumagai, T. and Yuan, K. (2006). How do crises spread? Evidence from accessible and inaccessible stock indices. *Journal of Finance*, 61(2): 957-1003.
- Canbaş, S. ve Kandır, S. (2007). Yatırımcı Duyarlılığının İ.M.K.B. Sektör Getirileri Üzerine Etkisi. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 22(2): 219-248.
- Chang, E. C., Cheng, J. W. and Khorana, A. (2000). An examination of herd behavior in equity markets: An international perspective. *Journal of Banking and Finance*, 24(10): 1651-1679.
- Chiang, T. C., Jeon, B. N. and Li, H. (2007). Dynamic correlation analysis of financial contagion: Evidence from Asian markets. *Journal of International Money and Finance*, 26(7): 1206-1228.
- Choi, N. and Sias, R. W. (2009). Institutional industry herding. *Journal of Financial Economics*, 94(3): 469-491.
- Christie, W. G. and Huang, R. D. (1995). Following the pied piper: Do individual returns herd around the market? *Financial Analysts Journal*, 51(4): 31-37.
- Cipriani, M. and Guarino, A. (2008). Herd behavior and contagion in financial markets. *The B.E. Journal of Theoretical Economics*, 8(1):1-56. Retrieved from <http://www.bepress.com/bejte/vol8/iss1/art24>
- Corsetti, G., Pericoli, M. and Sbracia, M. (2005). Some contagion, some interdependence: More pitfalls in tests of financial contagion. *Journal of International Money and Finance* 24(8): 1177-1199.
- Dewan, P. and Dharni, K. (2019). Herding behaviour in investment decision making: A review. *Journal of Economics, Management and Trade*, 24(2): 1-12.
- Doğukanlı, H. ve Ergün, B. (2015). BİST'te sürü davranışı: Hwang ve Salmon Yöntemi ile bir araştırma. *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 52(603): 7-24.
- Döm, S. (2003). *Yatırımcı psikolojisi*. İstanbul: Değişim Yayınları.
- Economou, F., Kostakis, A. and Philippas, N. (2011). Cross-country effects in herding behaviour: Evidence from four south European markets. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 21(3): 443-460.

- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25(2): 383-417.
- Grinblatt, M., Titman, S. and Wermers, R. (1995). Momentum investment strategies, portfolio performance, and herding: A study of mutual fund behavior. *The American Economic Review*, 85(5): 1088-1105.
- Hayta, A. B. (2014). Bireysel yatırımcıların finansal risk algısına etki eden psikolojik önyargılar. *Türkiye Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 18 (3): 329-352.
- Hirshleifer, D. A. and Teoh, S. H. (2001). *Herd behavior and cascading in capital markets: A review and synthesis* (Dice Center Working Paper No. 2001-20). Retrieved from <https://ssrn.com/abstract=296081>.
- Hwang, S. and Salmon, M. (2004). Market stress and herding. *Journal of Empirical Finance*, 11(4): 585-616.
- Kahn, R. N. (2004). What investors can learn from a very alternative market. *Financial Analysts Journal*, 60(5): 17-20.
- Kallinterakis, V. and T. Kratunova. (2007). Does thin trading impact upon the measurement of herding? Evidence from Bulgaria. *Ekonomia* 10(1): 42-65.
- Kim, W. and Wei, S.-J. (1999). *Foreign portfolio investors before and during a crisis*. (NBER Working Paper No. 6968). Retrieved from https://www.nber.org/system/files/working_papers/w6968/w6968.pdf
- Lakanishok, J., Shleifer, A. and Vishny R. W. (1992). The impact of institutional trading on stock prices. *Journal of Financial Economics*, 32(1): 23-43.
- Lee, I. H. (1998). Market crashes and informational avalanches. *The Review of Economic Studies*, 65(4): 741-759.
- Legadeesh, N. and Kim, W. (2010). Do analysts herd? An analysis of recommendations and market reactions. *The Review of Financial Studies*, 23(2): 901-937.
- Lin, M. C. (2018). The impact of aggregate uncertainty on herding in analysts' stock recommendations. *International Review of Financial Analysis*, 57: 90-105.
- Nofsinger, J. R. (2013). Yatırım Psikolojisi. (Çev., S. Gazel), Ankara: Nobel Akademik Yayıncılık.
- Nofsinger, J. R., ve Sias, R. W. (1999). Herding and feedback trading by institutional and individual investors. *The Journal of finance*, 54(6), 2263-2295.
- Özsu, H. H. (2015). Herd behavior on Borsa İstanbul (BİST): An empirical analysis (Yayımlanmamış doktora tezi). Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.
- Peterson, R. L. (2012). Aklın para üzerindeki gücü -Karar anı (Çev., C. Feyyat). İstanbul: Scala Yayıncılık.
- Rickards, J. (2015). Kur savaşları: Bir sonraki küresel krizin oluşumu (Çev., N. Domaniç ve N. Avhan). İstanbul: Scala Yayıncılık.
- Rook, L. (2006). An economic psychological approach to herd behavior. *Journal of Economic Issues*, 40(1): 75-95.
- Scharfstein, D. and Stein, J. (1990). Herd behavior and investment. *American Economic Review*, 80(3): 465-479.
- Shleifer, A. (2000). Inefficient markets: An introduction to behavioral finance. Oxford: Oxford University Press.
- Tan, L., Chiang, T. C., Mason, J. R. and Nelling, E. (2008). Herding behavior in chinese stock markets: An examination of a and b shares. *Pacific-Basin Finance Journal*, 16(1-2): 61-77.

- Welch, I. (1992). Sequential sales, learning, and cascades. *The Journal of Finance*, 47(2): 695-732.
- Wermers, R. (1999). Mutual fund herding and the impact on stock prices. *The Journal of Finance*, 54(2): 581-622.
- Zhou, R. T. and Lai, R. N. (2009). Herding and information based trading. *Journal of Empirical Finance*, 16(3): 388-393.