

Bölüm 5

PIYASA TEORİLERİNİN KARŞILAŞTIRILMASI: ETKİN PIYASALAR HİPOTEZİ, DAVRANIŞSAL FİNANS VE ADAPTİF PİYASALAR HİPOTEZİ¹

Fatma KÖSE İÇİGEN²
Mustafa Mesut KAYALI³

1. GİRİŞ

Etkin piyasalar hipotezi (EPH) ortaya atıldığı ilk yıllardan itibaren popülerliğini korumuş ve piyasaların rassal yürüyüş sergilediğini, yatırımcıların rasyonel olduğunu kanıtlayan pek çok çalışma yapılmıştır. Ancak 1970'lerin sonlarına doğru etkin piyasalar hipotezi ile çelişen hem teorik hem de ampirik çalışmalarda artış görülmüştür. Bu çalışmalar sonucunda davranışsal finans (DF) adlı yeni bir yaklaşım geliştirilmiştir. Davranışsal finans yaklaşımına göre yatırımcılar her zaman rasyonel değildir bu nedenle piyasaların etkinliğinden söz edilememektedir. Sahip oldukları farklı bakış açıları nedeniyle etkin piyasalar hipotezi ile davranışsal finans arasında uzun zamandır devam eden bir ayrışma mevcuttur. Ancak her iki yaklaşımda piyasa işleyişini açıklamakta, yaşanan finansal krizlere cevap bulmakta yetersiz kalmaktadır. Bu nedenle piyasa işleyişini daha iyi açıklayabilecek yeni teori arayışları başlamıştır. Adaptif piyasalar hipotezi (APH), bu arayış içinde doğmuş ve Andrew Lo (2004) tarafından evrimsel bakış açısıyla bu iki karşıt yaklaşımı birbiriyle uzlaştıran bir alternatif olarak ortaya atılmıştır. Adaptif piyasalar hipotezi, etkin piyasalar hipotezinin rasyonellik varsayımını esneterek davranışsal finans yaklaşımının ilgilendiği insan davranışlarının psikolojik taraflarını da dikkate almaktadır. Hipoteze göre yatırımcılar rasyoneldir ancak hata yapma olasılıkları her zaman vardır. Finansal kararlar alırken en optimal seçeneği bulmak yerine sınırlı rasyonelite kavramının öne sürdüğü gibi kendilerince yeterli

¹ Bu çalışma Fatma Köse İçigen 'in Kütahya Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü'nde Prof. Dr. Mustafa Mesut Kayalı danışmanlığında 06/02/2020 tarihinde savunduğu "Adaptif Piyasalar Hipotezinin Borsa İstanbul 100 Endeksinde Test Edilmesi" adlı doktora tezinden türetilmiştir.

² Arş.Grv.Dr., Kütahya Dumlupınar Üniversitesi, fatma.kose@dpu.edu.tr. ORCID ID0000-0002-5437-3844

³ Prof.Dr., Kütahya Dumlupınar Üniversitesi, mesut.kayali@dpu.edu.tr. ORCID ID 0000-0001-9508-6270

finansal kararlar alırken etkilendikleri pek çok sezgisel tutum belirlenmiştir. EPH savunucuları davranışsal finansın sadece gözlemsel olması ve karşıt örnekleri açıklamak için yeterli ilkelere sahip olmamasını eleştirmektedir. Davranışsal finansçılar ise EPH'yi ya hep ya hiç yaklaşımına sahip olan gerçek dışı varsayımları nedeniyle yetersiz görmektedirler. Bu çatışma ortamında doğan APH ise EPH ve DF'yi uzlaştıran bir teoridir. Ek olarak finansa biyolojik bir bakış açısı getirmekte ve sosyobiyoloji, evrimsel psikoloji ve sinir bilimi gibi farklı bilim dallarından da etkilenmektedir. APH'ye göre evrimsel biyolojinin rekabet, mutasyon, yeniden üretim ve doğal seleksiyon ilkeleri piyasa etkinliğinin temel belirleyicileridir. Yatırımcıların kendilerine göre en iyi alternatifi seçtikleri finansal karar verme davranışı sınırlı rasyonalite kavramıyla açıklanmaktadır. Piyasa etkinliği yatırımcı davranışlarındaki değişimlerden etkilenmekte ve döngüsel olarak değişmektedir. Bazı dönemler etkinken bazı dönemlerde etkinlikten çıkmaktadır.

Piyasa Teorilerinin Karşılaştırılması sonucunda EPH'nin çizdiği çerçeve sayesinde iyi bir referans noktası olduğu ancak katı varsayımları nedeniyle doğruluktan uzaklaştığı, DF'nin ise EPH'nin eksik yönlerine odaklandığı ancak tek başına güçlü bir teori olamadığı söylenebilir. Bununla birlikte psikolojik ve sosyolojik yaklaşımıyla yeni bir bakış açısı yaratmış olması önemlidir. APH'nin ise gelecek vadettiği ancak üzerine daha fazla çalışma yapılmasına ihtiyaç olduğu görülmektedir. APH'nin doğru yatırım kararlarının alınması, risk yönetimi ve finansal krizlerin önlenmesi gibi pek çok açıdan yatırımcılara fayda sağlayacağı, ayrıca EPH ve DF arasındaki farklılıklara odaklanmaktan ziyade APH gibi uzlaştırıcı tutuma sahip teorilere yönelmenin finans biliminin gelişimine de destek olacağı düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

- Allais, M. (1953). Le comportement de l'homme rationnel devant le risque: critique des postulats et axiomes de l'ecole americaine [Rational man's behavior in the presence of risk: critique of the postulates and axioms of the american school]. *Econometrica*, 21, 503-546.
- Anbar, A. & Eker, M. (2010). Bireysel yatırımcıların finansal risk algılamalarını etkileyen demografik ve sosyoekonomik faktörler. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 5 (9), 129-150.
- Barber, B. M. & Odean, T. (2001). Boys will be boys: gender, overconfidence and common stock investment. *The Quarterly Journal of Economics*, 116 (1), 261-292.
- Barberis, N. & Thaler, R. (2002). A survey of behavioral finance. Nber. Org, 9222.
- Bayraktaroğlu, A. & Kuyu, E. (2018). Farklı demografik profillerdeki kadınların yatırım kararlarına ilişkin finansal risk algılarının incelenmesi . *Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 5 (3), 705-724.
- Bostancı, F. (2003). *Davranışçı finans*. SPK Yeterlilik Etüdü, İstanbul.
- Brennan, T. J. & Lo, A.W. (2012). An evolutionary model of bounded rationality and intelligence. *Plos One*, 7 (11), 1-8.

- Butler, M. R. (2012). *Computational intelligence for analysis concerning financial modelling and the adaptive market hypothesis*. (Doctoral Dissertation) University of York, York.
- Chuvakhin, N. (2001). *Efficient market hypothesis and behavioral finance- Is a compromise in sight?* (10/06/2019 tarihinde <http://ncbase.com/papers/EMH-BF.pdf> adresinden ulaşılmıştır).
- Ertas, F. C. & Özkan, O. (2018). Piyasa etkinliği açısından Adaptif Piyasa Hipotezi'nin test edilmesi: Türkiye ve ABD hisse senedi piyasaları örneği. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 55 (642), 23-40.
- Fama, E. (1970). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25, 383-417.
- Fuller J. R. & Farrell, J. L. (1987). *Modern investments and security analysis*. Mcgraw-Hill International Editions, Singapore.
- Gupta, E., Bedi, P. & Lakra, P. (2014). Efficient market hypothesis vs behavioural finance. *Journal of Business and Management*, 16 (4), 56-60.
- Gürünlü, M. (2011). Finansal piyasaların etkinliği teorisinden davranışsal finansa: finans teorisinin evrimi. *Maliye ve Finans Yazıları*, 1 (92), 31-50.
- Kahneman, D. & Tversky, A. (1979). Prospect theory: an analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47, 263-91.
- Kahyaoğlu, M. B. (2011). Yatırım kararlarına etki eden çeşitli duygusal ve psikolojik faktörlere maruz kalma düzeyi üzerinde cinsiyetin rolü: İMKB bireysel hisse senedi yatırımcıları üzerine bir uygulama. *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar*, 7 (1), 29-51.
- Karan, M.B. (2013). *Yatırım analizi ve portföy yönetimi* (4. Baskı). Ankara: Gazi Kitabevi.
- Kim, J. H., Lim, K. & Shamsuddin, A. (2010). Stock return predictability and the adaptive markets hypothesis: evidence from century long U.S. data. *Finance and Corporate Governance Conference*.
- Kim, J. H., Shamsuddin, A. & Lim, K. (2011). Stock return predictability and the adaptive markets hypothesis: evidence from century-long U.S. data. *Journal of Empirical Finance*, 18, 868-879.
- Kulalı İ. (2016). Etkin piyasalar hipotezi ve davranışsal finans çatışması. *Journal of Finance & Banking Studies*, 5 (2), 46-57.
- Lim, K. P. & Brooks, R. D. (2006). The evolving and relative efficiencies of stock markets: empirical evidence from rolling bicorrelation test statistics. SSRN Working Paper(12.11.2018 tarihinde <http://ssrn.com/abstract=931071> adresinden ulaşılmıştır).
- Lo, A. W. (2004). The adaptive markets hypothesis. *Journal of Portfolio Management*, 30, 15-29.
- Lo, A. W. (2005). Reconciling efficient markets with behavioural finance: the adaptive markets hypothesis. *Journal of Investment Consulting*, 7, 21-44.
- Lo, A. W. (2007). Efficient markets hypothesis. *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, Second Edition, Palgrave Mcmillan, New York.
- Lo, A.W. (2012). Adaptive markets and the new world order. *Financial Analysts Journal*, 68 (2), 18-29.
- Lo, A.W. (2017). *Adaptive markets: financial evolution at the speed of thought*. New Jersey, Princeton University Press.
- Rose, P. (1994). *Money and capital markets*. Richard D. Irwin (Ed.) New York, McGraw Hill.
- Sansar, N. G. (2016). Değişen finansal akımlar: rasyonalizmden davranışsal finans yaklaşımına. *İstanbul Gelişim Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 3 (2), 135-150.

- Sharma, A. J. (2014). The behavioural finance: a challenge or replacement to efficient market concept. *The SIJ Transactions on Industrial, Finance & Business Management*, 2 (6), 273-277.
- Shefrin, H. & Statman, M. (2011). Behavioral finance in the financial crisis: market efficiency, Minsky and Keynes (02/05/2019 tarihinde https://www.russellsage.org/sites/all/files/Rethinking_Finance/Shefrin%20Statman%2001272012.pdf adresinden ulaşılmıştır).
- Shiller, R. J. (2003). From efficient markets theory to behavioral finance. *Journal of Economic Perspectives*, 17 (1), 83-104.
- Shleifer, A. (2000). *Inefficient markets: an introduction to behavioural finance*. New York, Oxford University Press.
- Simon, H. (1955). A behavioral model of rational choice. *Quarterly Journal of Economics*, 69, 99-118.
- Smith, G. (2012). The changing and relative efficiency of european emerging stock markets. *The European Journal of Finance*, 18 (8), 689-708.
- Sunden, A. E. & Surette B. J. (1998). Gender differences in the allocation of assets in retirement savings plans. *The American Economic Review*, 88 (2), 207-211.
- 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
- Tversky, A. & Kahneman, D. (1974), Judgment under uncertainty: heuristics and biases, *Science*, 185, 1124-1131.
- Urquhart, A. & Hudson, R. (2013). Efficient or adaptive markets? Evidence from major stock markets using very long run historic data. *International Review of Financial Analysis*, 28, 130-142.
- Urquhart, A. & Mcgoarty, F. (2016). Are stock markets really efficient? Evidence of the adaptive market hypothesis. *International Review of Financial Analysis*, 47, 39-49.
- Wang, H. & Sherman, H. (1997). Does risk tolerance decrease with age?. *Financial Counseling and Planning*, 8 (2), 27-31.
- Yalçın, K. C. (2009). *Behavioral finance: investor psychology* (Yayınlanmamış doktora tezi). Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Üniversitesi, İstanbul.
- Zhou, J. & Lee, J. M. (2013). Adaptive market hypothesis: evidence from the reit market. *Applied Financial Economics*, 23 (21), 1649-1662.