

Finans bireyi yeniden keşfediyor

Son krizle finans ve ekonomi kitaplarının yeniden yazılacağı çok söylendi. Bir grup akademisyen, geleceğin teorisini uzun süredir ihmal edilen insan davranışında ve onun zaaflarında görüyor.

MELİS ŞENERDEM

ABD'DE MORTGAGE BATIKLARININ tetiklediği ve bugüne kadar onlarca finans kuruluşunun fişini çeken hatta bazı ülkeleri batma noktasına getiren krizle ilgili kehanetlerden belki de en yaygını, tüm bu yaşananlardan sonra ekonomi ve finans kitaplarının yeniden yazılacağı şeklinde. Yalnızca akademik çevrelerin değil, günlük hayatında finansla haşır neşir olan trader'lerden bankacılara, iş adamlarından sokaktaki adama kadar herkes krizle ilgili sohbetlerinde bu kehanete er ya da geç bir gönderme yapıyor. Ama konu bu kitapların nasıl yeniden yazılacağına gelince genellikle tartışmalara bir sessizlik çöküyor. Bir dönem devletlerin finans kuruluşlarını kurtarmak için devreye girmesi kamu güdümlü ekonominin geri dönmekte olduğu yorumlarına yol açmış ve Karl Marx'tan John Maynard Keynes'e çeşitli ustaların ruhlarının yad edilmesine neden olmuştu. Fakat henüz gerçekten yeni bir paradigma ortaya konmuş sayılmaz.

Yaşanan krizle birlikte ön plana çıkmaya başlayan en ilginç görüşlerden biri de son yıllarda iyiden iyiye yaygınlaşan, süper bilgisayarların çıkardıkları modellerle, piyasaların ve varlık fiyatlarının seyrini öngörmeyi sağlayan finansal mühendisliğin her derde deva olmayabileceği yönünde. Örneğin hisse senedi piyasalarında, geleneksel serbest nakit akışı modeliyle bir şirketin sermaye ihtiyaçları çıkarıldıktan sonra hissedarlara kalan kâr hesaplanarak o şirketin hisse değerinin ne olabileceği önceden kestiriliyor. Ancak son 100 yıla dönük çalışmalar, bu modelin ancak piyasaların

“normal” seyrini sürdürdüğü dönemlerde yani yüzde 80 doğruluk payıyla işlediğini ortaya koyuyor. Kalan yüzde 20'de, bir başka deyişle son yüzyıl içinde 20 yıla yayılan kriz dönemlerinde ise spekülasyon ve çalkantılı piyasalar, irrasyonel fiyatlamalara, büyük sapsamalara neden oluyor.

İsviçre'deki ünlü yönetim bilimleri okulu IMD'nin eski dekanı Prof. James Ellert, bu durumu “Finans teorisi, varlıkların fiyatlandırılmasında yüzde 80 isabetli. Uç davranışlar ise kalan yüzde 20'yi yönlendiriyor. Hâlâ finans piyasalarının taşkınlık ya da aşırı güvensizlik dönemlerinde riskli varlıkları nasıl fiyatladığını açıklayacak bir teori ya da model geliştirmekten oldukça uzağız” diye özetliyor. Slovenya'nın Bled kentindeki IEDC Yönetim Bilimleri Okulu'nda konuk profesör olarak görev yapan Ellert'a göre burada yeni olan bir şey yok. Hollanda'da yaşanan lale çılgınlığından New York borsasında 1920'li yıllara damgasını vuran fiyat balonlarına, 1990'larda Japonya'yı derin bir resesyona sürükleyen finans balonuna ve tabii 2000'lerin başında ABD'deki teknoloji hisselerinin dip yapmasına neden olan Nasdaq balonuna kadar pek çok örnek saymak mümkün. Bu krizlerin ortak noktası, finansal piyasalara yönelik yatırımcı güveninin çeşitli nedenlerle ciddi şekilde sarsılması ve oluşan aşırı yüksek fiyatların panik satışlarıyla birden bire gerilemeye başlaması.

Bir süredir bir grup finans profesörü, öteden beri irrasyonel olduğu söylenen ve piyasaların nasıl hareket edeceğinin kestirilemediği bu kriz dönemlerine bir miktar öngörülebilirlik ve netlik kazandırmak için yeni yöntemler üzerine kafa patlatıyor. Üstelik,



İNSAN FAKTÖRÜ
MATEMATİK YETERSİZ
KALINCA PSİKOLOJİ
FİNANSA YÖN VERİYOR.

kendilerine rehber olması için matematiksel modellemelerin kesinliğine değil, insan psikolojisinin derinliklerine bakmayı tercih ediyorlar. Bir anlamda yaptıkları finansal Freudyenlik. Yaklaşımlarının adı davranışsal finans.

UC Berkeley'nin Nobel ödüllü ekonomistlerinden George Akerlof ile ABD'nin ünlü Case-Shiller emlak fiyat endeksinde ismini veren Yale Üniversitesi'nden Robert Shiller'in bu yıl yayımladıkları ve henüz Türkçeye çevrilmeyen kitabı "Ekonomik Moral: İnsan Psikolojisi Ekonomiyi Nasıl Yönlendiriyor ve Bu Küresel Kapitalizm İçin Neden Önemli?"* konuya taze bir bakış açısıyla yaklaşan nadir çalışmalardan. Akerlof ve Shiller, bugüne kadar finans ve ekonomi konusunda rasyonel kararlar aldığı düşünülen insanların aslında hiç de akılcı hareket etmedikleri gözleminde yola çıkarak dinamikleri yeniden yorumluyor.

İki profesörün yaklaşımını davranışsal finans sosuna bulanmış bir tür Keynesyen ekonomi olarak özetlemek mümkün. Çünkü Akerlof ve Shiller güvensizlik, korku, inanç eksikliği, yolsuzluk, adaletsizlik gibi hissi nedenlerle çöken piyasaları yola getirmenin yolunu devlet müdahalesinde görüyor. Kitaplarında da Reagan ve Thatcher dönemlerinde olduğu gibi devletin kendi kabuğuna çekil-

mesinin ve piyasaları bir anlamda "başıboş" bırakmasının ekonomiye ağır faturalar ödettiğini savunuyorlar. Kitapta Adam Smith'in ünlü "görünmez el" teorisi yerden yere vurulurken "İnsanların tamamen rasyonel olduğuna inansaydık ve sadece ekonomik saiklerle hareket ettikleri varsayımı kabul etseydik biz de devletin finansal piyasaların regüle edilmesinde ve hatta talebi yönlendirmesinde çok az rolü olduğuna inanacaktık" diyorlar.

Davranışsal finans konusunda çalışmalar yapan başka akademisyenler de var. Bunlardan biri de İngiltere'nin en prestijli yönetim bilimleri okullarından Cass Business School öğretim üyesi Prof. Gülnur Muradoğlu. Doktora tezinden bu yana bu konuda çalışmaları olan, hatta 1990'lı yıllarda İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) brokerları arasında

bir de vaka araştırması yapan Muradoğlu, finans dünyasında hakim paradigmanın epey bir süredir etkin piyasalar hipotezi olduğuna dikkat çekiyor. "Bu hipotezin en önemli varsayımlarından biri davranışın rasyonel olduğu. Piyasaların etkin olduğunu ve fiyatın mevcut bilgiyi anında ve doğru yansıttığını söylüyor" diyor Muradoğlu, bu yaklaşımın yalnızca bir varsayım olduğunun zaman zaman unutulduğunu ve tehlikenin de burada yattığını belirtiyor. "Matematiksel sofistasyonu çok yüksek olabilir ama altındaki varsayımın işlerliği çok düşük oluyor. Kullandığınız varsayım doğru değilse modeliniz de geçerli değildir".

Akerlof ve Shiller'e göre güvensizlik, korku, inanç eksikliği gibi nedenlerle çöken piyasaları yola getirmenin çözümü devlet.

* *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*

Regülasyonlara karşı çıkan ekol, piyasanın er ya da geç kendi kendini toparlayacağını ve doğru fiyatı bulacağını varsayıyor. Muradoğlu'nun bu yaklaşıma itiraz ettiği nokta, toparlanmanın ne kadar süreceğini söyleyememesi. "Piyasayı kendi toparlansın diye bırakabilirsin ama insan hayatı bugün eskiye oranla çok daha değerli. Dolayısıyla hiçbir yılımızı işsiz, aç geçirmek istemiyoruz. Evimizi kaybetmek istemiyoruz." Bu durumda finans uzmanlarına düşen insan tabiatını doğru anlamak. Birçok davranışsal finansçı, iyimserliğin insanın doğasında olduğu görüşünde. Birçok iş kararının iyimserlikle alındığını söyleyen bu görüşe göre, fiyatlamalar yapılırken bu nokta da hesaplanmalı. Örneğin, yapılan bir araştırmaya göre lokanta sektöründe tutmayan iş oranı dünya çapında yüzde 50 civarında. Ama lokanta açan insanlara sorulduğunda yüzde 95'i işinin tutacağını düşünerek yatırım kararı alıyor. Finans dünyasında yatırım kararları alan ya da tavsiyelerde bulunan borsa uzmanları için de durum farklı değil.

Muradoğlu'nun 2002 yılında yayımladığı makale için yaptığı İMKB araştırması bunu açıkça ortaya koyuyor. 35 broker arasında yapılan araştırmada deneklere ismi açıklanmayan altı hissenin 24 haftalık fiyat hareketi verilerek geleceğe yönelik tahminlerde bulunmaları isteniyor. Deneyde aynı sorular Bilkent Üniversitesi İşletme Fakültesi'nden 19'ü yüksek lisans, 26'sı lisans olmak üzere toplam 45 öğrenciye de soruluyor. Deneklerin kısa ve uzun vadeli risk algılarının ve getiri beklentilerinin sorulduğu araştırmada öğrencilerin her koşulda uzmanlardan daha iyimser olduğu ortaya çıkıyor. Borsa uzmanları uzun vadede daha iyimser kalıyor ve getiri beklentilerini hedge etme yoluna gidiyor. Ancak sonuçlar her iki

Birçok davranışsal finansçı iyimserliğin insan doğasında olduğu görüşünde. Fiyatlamaya yaparken bu dikkate alınmalı.

grubun boğa ya da ayı piyasası farkı gözetmeksizin fiyatların artma eğilimi göstereceği inancında olduğunu ortaya çıkıyor.

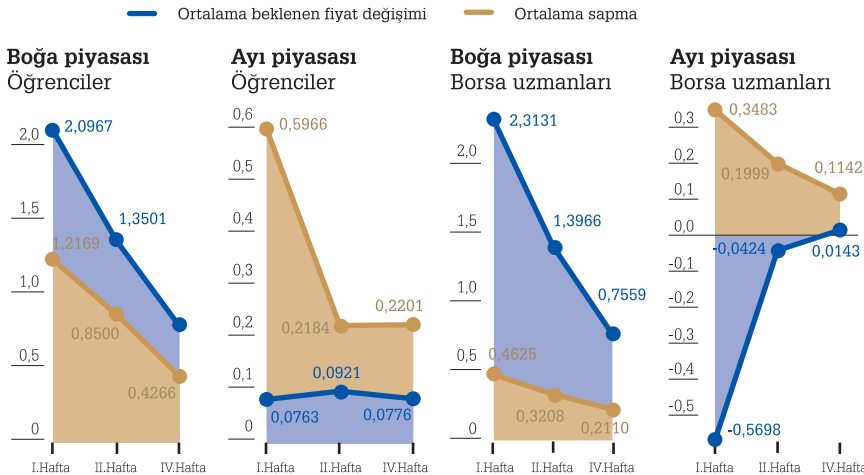
Ancak aşırı iyimserlik, yatırım kararlarını etkileyen insani zaafardan yalnızca biri. Belki daha da tehlikeli olan bir diğer etken, kendine aşırı güven. Muradoğlu'nun araştırması da bunu gösteriyor. Borsa uzmanlarının özellikle uzun vadede daha iyimser olmalarının ardında kendilerine aşırı güvenmeleri yatmakta. Birçok davranışsal finans uzmanı, genellikle iyimserliğin kendine aşırı güvenle birlikte geldiğini ve insanların bilgilerini fazla önemsemelerine, riski küçümsemelerine ve olayların akışını kontrol edebilme güçlerini de abartmalarına neden oluyor. Bunun bir nedeni de piyasaların doğasından kaynaklanmakta. "Sat" tavsiyesi vermek, "tut ve al" tavsiyesi vermekten daha az tercih ediliyor. Bunun nedeni de yatırımcının hisseyi elinden çıkardıktan sonra yukarı yönlü bir fiyat hareketini kaçırmaması sonucunda geri dönüşün mümkün olmaması. Oysa "tut veya al" tavsiyesi verildiğinde fiyatların er ya da geç yukarı doğru hareketleneceği beklentisini sürdürmek daha kolay.

Muradoğlu'na göre insanları rasyonel kararlar almaktan uzaklaştıran bir neden de yasal düzenlemeler. Özellikle opsiyonlu işlemlerde, yatırım kararını alan kişiler üzerinde bir yaptırım yok. Kâr, şimdiki zamanda realize ediliyor ancak yatırımın taşıdığı riskler gelecek üç-beş yıl boyunca firmanın üzerinde kalıyor. "Şirketin risk taşıdığı dönemle kârın realize edildiği dönem eşleşmiş değil. Bu tabii ki tamahı artıran bir şey. Siz priminizi alıyorsunuz ama sizden sonra şirket bataabilir. Bu düzenin değişmesi lazım" diyor Muradoğlu, bunun tek yolunun regülasyon olduğunu savunuyor.

İnsanın rasyonel bir varlık olduğu ve yatırım kararlarını da mantık çerçevesinde aldığı görüşü, uzun bir süredir finans teorisine hakimdi. Bu, matematiksel modellerin kullanılmasını da kolaylaştıran bir yaklaşımdı. Standart ekonomi ve finans eğitiminin rasyonel insanı bu kadar içselleştirmiş olması belki bugün içinde yaşadığımız kriz döneminin önemli nedenlerinden biri. Gelecek dönemde insan davranışının daha öznel nedenlere dayandığını varsayan teoriler ağırlık kazanabilir. Belki ünlü ceteris paribus (diğer tüm faktörler sabit) ilkesi de şu anki dokunulmazlığının bir kısmını yitirebilir. 1998 yılında dönemin FED Başkanı Alan Greenspan, "Bütün sofistike özelliklerine rağmen insani yargının çok ötesine geçen finansal modellemeye ne kadar bağımlı olmalıyız" diye soruyordu. Bugün yaşanan krizin en büyük sorumlularından biri olarak gösterilen Maestro'ya belki bu konuda kulak vermek gerekiyor. ■

BOĞA PİYASASI AŞIRI İYİMSERLİĞİ TETİKLİYOR

İMKB'de gerçek zamanlı fiyat deneyine göre hem öğrenciler hem de borsa uzmanlarının tahminlerinde en büyük sapmalar boğa piyasasında yaşanıyor.



Kaynak: Gülnur Muradoğlu, 2003