



HERDING BEHAVIOUR IN FINANCIAL MARKETS: A LITERATURE REVIEW

Cumhur ŞAHİN*

* Dr. Öğr. Üyesi, Bilecik Şeyh Edebali Bozüyük MYO, Bilecik Şeyh Edebali Uygulamalı Bilimler
Yüksekokulu, cumhur.sahin@bilecik.edu.tr

Received Date:02.05.2020, Revised Date:13.06.2020, Accepted Date:02.07.2020

Copyright © 2020 Cumhur ŞAHİN. This is an open access article distributed under the Eurasian Academy of Sciences License, which permits unrestricted use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

ABSTRACT

According to the classical finance theory it is assumed that investors show rational behaviour in order to achieve maximum gain.but this approach has changed since 1980s. There are a lot of academic studies emphasizing the determining effect of human psychology in financial decisions. Behavioral finance considers the interaction between emotions and investors decisions. According to the New financial approach investors show irrational behaviours and take prejudices into the account for investment decisions as opposed to traditional perspective. Behavioral finance analyzes the market anomalies which conventional financial theories are inadequate to explain based on an assumption that individuals are not rational. While doing this, it benefits from the other sciences such as psychology, sociology, and antropology, etc. One type of behavioral finance is herd behavior. In this paper, domestic and foreign literature research on herd behavior in financial markets were analyzed.

Keywords: Financial Markets, Behavioral Finance, Herding Behaviour, Literature

JEL Classification: G10, G14, G15

FİNANSAL PİYASALARDA SÜRÜ DAVRANIŞI: BİR LİTERATÜR İNCELEMESİ

ÖZET

Klasik finans teorisine göre yatırımcıların gayesi maksimum fayda elde etmek olup bu amaçlarına ulaşabilmek için rasyonel hareket ettikleri varsayılmaktadır. Fakat özellikle 1980’li yıllardan itibaren bu yaklaşımın değiştiği söylenebilir. İnsan psikolojisinin finansal kararlarda belirleyici olduğunu gösteren birçok akademik çalışma mevcuttur. Yatırımcıların vermiş olduğu kararlara hislerin etkileşimini ele alan finans dalına davranışsal finans adı verilmektedir. Bu nispeten yeni finansal yaklaşıma göre yatırımcılar geleneksel bakış açısının tersine, sık sık rasyonel olmayan davranışlarda bulunmakta, birçok durumda yatırım kararı verirken önyargılarından kurtulamamaktadırlar. Davranışsal finans, bireylerin rasyonel olmadıkları varsayımıyla, geleneksel finans teorilerinin açıklamakta yetersiz kaldığı piyasa anomalilerini inceler. Bunu yaparken de psikoloji, sosyoloji ve antropoloji vb. bilim dallarından yararlanır. Davranışsal finansın türlerinden biride sürü davranışıdır. Bu çalışmada finansal piyasalarda sürü davranışını ele alan yerli ve yabancı literatür çalışmaları incelenmiştir.

Anahtar Kelimeler: Finansal Piyasalar, Davranışsal Finans, Sürü Davranışı, Literatür

JEL- Sınıflama: G10, G14, G15



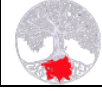
1. GİRİŞ

Sürü davranışı, en sosyal tür olan insanlık da dâhil olmak üzere çoğu sosyal türe özgü karmaşık, çok faktörlü, kolektif bir davranıştır. Onlarca yıldır araştırmacılar, bu taklit eğilimi destekleyen farklı dinamikleri tanımlamaya ve açıklamaya çalışmışlardır. Bu nedenle sürü davranışı ile ilgili çalışmalar, evrimsel biyolojiden nörobilim, psikoloji, sosyoloji ve ekonomiye kadar çok çeşitli alanlarda bulunabilir. Resmi olarak, sürü davranışı “kendi özel bilgileri temelinde bağımsız ve atomistik olarak karar vermek yerine, başkalarını takip etmeye karar veren ve grup davranışlarını taklit eden bireyler olgusu” olarak tanımlanabilir. (Baddeley, 2010, 282) Sürü davranışı bir pazar ortamında daha sezgisel olarak şu şekilde tarif edilebilir; bir varlığa yatırım yapacak bir yatırımcının, başkalarının kararını bilmeyip, nihayetinde diğer yatırımcıların yatırım yapmadığını tespit ettikten sonra aynı şekilde kendisinin de varlığa yatırım yapmamaya karar vermesi durumunda sürü davranışı gerçekleşir.

2. LİTERATÜR İNCELEMESİ

Finansal piyasalarda sürü davranışını deneysel anlamda ilk ölçen ve bu alanda öncü rolü üstlenen çalışma Lakonishok, Schleifer ve Vishny'nin (1992) çalışmalarıdır. Araştırmacılar, vergiden muaf 769 hisse senedinin verilerini kullandıkları çalışmalarında yatırım yöneticilerinin işlemleriyle ilgili olarak sürü davranışı ve pozitif geri besleme gibi iki önemli kavrama vurgu yapmışlardır. Sürü davranışının en popüler bilgi tabanlı modelleri ise Banerjee'de (1992), Bikhchandani, Hirshleifer ve Welch (1992); ve Welch'de gözlemlenebilmektedir. (1992). Christie ve Huang (1995) çalışmalarında getirilerin yatay kesit standart sapmaya dayalı bir metodoloji kullanmış olup ABD hisse senedi piyasalarında sürü davranışının varlığını araştırmışlardır. Sonuç olarak ABD piyasalarında anlamlı bir sürü davranışına rastlanmamıştır. Grinblatt ve diğerleri (1995), 1974-1984 arasındaki dönem için 274 hisse senedini üzerinden fon yöneticileri arasında sürü davranışını inceledikleri çalışmalarında, düşük derecede sürü davranışı olduğunu ortaya koymuşlardır. Chevalier ve Ellison (1999) ile ve Hong, Kubik ve Solomon (2000)'un çalışmalarında, nispeten yaşça daha genç olan fon yöneticilerinin daha tecrübeli fon yöneticilerinin kararlarını taklit etmek suretiyle sürü davranışı sergiledikleri gözlenmiştir.

Borensztein ve Gelos (2000) Ocak 1996 ile Mart 1999 periyodu için verileri kullanarak gelişmekte olan piyasalardaki yatırım fonu davranışlarını ele almışlardır. Piyasadaki sürü davranışı derecesinin istatistiksel olarak anlamlı bulunduğu çalışmada ayrıca açık uçlu fonlardaki sürü davranışının kapalı uçlulardakine nazaran daha fazla olduğu, yatırımcıların geçmişte kaybedenleri satma ve kazananları alma olarak tanımlanabilecek momentum stratejilerini uyguladıkları ileri sürülmüştür. Welch'in çalışmasında (2000), menkul değer analistlerinin yatırım tavsiyelerinin sürü davranışları üzerindeki etkileri ele alınmıştır. Yapılan analizler neticesinde menkul değer analistlerinin yaptığı son iki tavsiyenin daha sonra yapılan tavsiyeler üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif etkiye sahip olduğu saptanmıştır. Chang ve diğerleri (2000) Christie ve Huang (1995)'in çalışmasını model olarak genişlettikleri araştırmalarında ABD, Hong Kong, Japonya, Güney Kore ve Tayvan piyasalarında sürü davranışını incelemiş olup yatay kesit mutlak sapma yöntemini kullanmışlardır. Yazarlar, Güney Kore ve Tayvan piyasalarında sürü davranışının olduğu, Japonya'da kısmen sürü davranışı olduğu, buna karşın ABD ve Hong Kong piyasalarında ise sürü davranışı olmadığını belirtmektedirler. Lin ve Swanson, (2003), 1996–2003 yılları için Tayvan borsalarındaki sürü davranışını da incelemiştir. Ancak yazarlar, sektörel gruplara ayrılmadan sadece yabancı



yatırımcılara ve en likit hisse senetlerine odaklanmaktadır. Yabancı yatırımcıların bu pazarda sürü davranışları sergilediği yönündeki önermeyi destekleyen hiçbir kanıt bulamamışlardır.

Hwang ve Salmon (2004) sürü davranışını ölçmek üzere kendinden önceki çalışmalardan yola çıkarak yeni bir yöntem geliştirmişlerdir. Özellikle birçok sürü davranışı ölçüm yönteminin tersine gerçek ve sahte sürü davranışını ayırabiliyor olmasından ötürü sözü edilen yöntem diğerlerinden ayrılmaktadır. Farber ve diğerleri (2006), Vietnam'daki Ho Chi Minh şehri menkul kıymetler ticaret merkezinde 2000 ve 2006 yılları arasındaki dönemde sürü davranışı araştırmış olup, analizler neticesinde sürü davranışının var olduğunu kanıtlamışlardır. Weiner'in (2006) hem parametrik hem de parametrik olmayan yöntemler kullandığı ve ham petrol future piyasasında sürü davranışını araştırdığı çalışmada, söz konusu piyasa için sürü davranışının az olduğu belirlenmiştir.

Demirer ve diğerlerinin (2007), 1998-2004 periyodu için Afrika, Asya, Doğu-Batı ve Orta Avrupa, Ortadoğu, Orta Asya ve Latin Amerika piyasalarında sürü davranışı olup olmadığını inceleyen çalışmalarında, S&P 500 ve MSCI endekslerinin yanı sıra petrol fiyatları kullanılmıştır. Asya ve Ortadoğu piyasaları haricinde sürü davranışına rastlanılmamıştır. Lin ve diğerlerinin (2007), çalışmasında Tayvan'daki kurumsal yatırımcılar tarafından en aktif şekilde işlem gören elli hisse senedi için yabancı ve yerli kurumsal yatırımcıların günlük ticaret verilerini incelenmektedir. Yazarlar, hisse senetlerinin gütmeye eğilimlerinin yüksek pay devirleri ve yüksek geri dönüş oynaklığı olan küçük sermayeli hisse senetleri için daha belirgin olduğunu, bu nedenle piyasa koşullarının ve firma özelliklerinin sürü davranışını yönlendiren önemli faktörler olduğunu öne sürmektedir. Uchida ve Nakagawa'nın (2007) Lakonishok ve diğerlerinin (1992) de kullanmış olduğu LSV metodunu örnek aldıkları çalışmada Japon bankalarının yurt içi kredi piyasasındaki sürü davranışını incelemişler ve sürü davranışının var olduğunu tespit etmişlerdir. Caporale ve diğerleri (2008), 1998 ve 2007 yılları arasındaki sıra dışı piyasa koşulları altında Atina hisse senedi piyasasındaki sürü davranışının olup olmadığı araştırdıkları çalışmalarında bu piyasada sürü davranışı olduğunu gözlemlemişlerdir. Sınır pazar olarak kabul edilen A-hisse piyasalarının ana katılımcıları, finans konusunda yeterli yetenek ve deneyime sahip olmayan yerel yatırımcılardır. Gelişmekte olan piyasalar olarak kabul edilen B-hisse piyasalarındaki yatırımcılar, öncelikle A-hisse senedi yatırımcılarından daha fazla bilgi ve finans bilgisine sahip yabancılardır. Bu nedenlerle Tan ve diğerleri (2008), A-hisseleri ile B-hisseleri arasındaki farkların sürüdeki varyansı etkileyebileceğini iddia etmektedir. Yazarlar aynı zamanda sürü ve pazarlar arası bilgi etkisini de test ediyorlar, ancak sürüye dair bir kanıt bulamıyorlardı. Buna göre farklılıklar, örneklerdeki ayrılıklar nedeniyle açıklanabilmektedir.

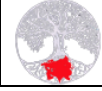
Chen ve diğerleri (2008), alım satım verilerinin hacmini kullanarak nitelikli yabancı kurumsal yatırımcıların Tayvan borsasında sürü davranışları sergilediğini bulmuşlardır. Yazarlar sanayi etkilerinin, önceki yüksek getiri ve büyük piyasa değeri gibi firma özelliklerine ek olarak, yabancı kurumsal yatırımcıların sürü davranışını açıkladığını göstermektedir. Altay'ın (2008) çalışmasında, Borsa İstanbul'da sürü davranışı araştırılmış olup, hisse senedi betalarının yatay kesit değişkenliklerinin incelenmesine dayalı test metodolojisini uygulanmış ve 02.01.1997-29.02.2008 dönemi için piyasa yönünde sürü davranışının varlığına ilişkin kanıtlara ulaşılmıştır. Kallinterakis ve Lodetti'nin (2009) çalışmasında, eski Yugoslavya'yı oluşturan cumhuriyetlerden günümüzdeki Karadağ adlı ülkedeki menkul kıymetler piyasasında 2003-2008 yılları arasındaki dönem için sürü davranışı araştırılmış olup, söz konusu piyasada sürü davranışı olmadığı belirlenmiştir. Amirat ve Bouri'nin çalışmasında (2009) Kanada'daki Toronto Borsası için Ocak-2000 ile Aralık 2006 periyodu itibarıyla Hwang ve Salmon'un (2004) yöntemini uygulanmış olup, sürü davranışını varlığını ortaya koyan bir bulguya varılmıştır.



Demirer ve diğerleri (2010) geliştirmekte olan ülkelerden biri olan Tayvan'da sermaye piyasasında sürü davranışının var olup olmadığını ele alan çalışmalarında Christie ve Huang'ın (1995) yöntemine göre sürü davranışının var olduğuna yönelik bir bulguya ulaşamamışlardır. Ohlson'un çalışmasında (2010) İsveç Stockholm Borsasında yatay kesit değişkenliğe dayalı sürü davranışı ölçüm yöntemleri yardımıyla 1998-2009 aralığındaki günlük verilere uygulamış ve sürü davranışı olduğu gözlenmiştir. Doğukanlı ve Ergün (2011,240), İMKB'de sürü davranışı, Christie ve Huang (1995) ve Chang, Cheng ve Khorana'nın (2000) yatay kesit değişkenliğe dayalı yöntemi ile test edilmiş ve sürü davranışının varlığına dair kanıtlara ulaşamamıştır. Kapusuzoğlu (2011) Christie ve Huang'ın (1995) metodunu BİST Ulusal 100 Endeksinde sürü davranışının varlığını araştırmak için kullanmıştır. 04.01.2000 ile 04.01.2010 Aralığındaki günlük verilerle yapmış olduğu çalışmada metodun varsayımları altında sürü davranışı olmadığı sonucuna ulaşmışlardır.

My ve Truong (2011), Doğu ülkelerinden biri olan Vietnam'daki Sermaye Piyasalarındaki sürü davranışını test etmiştir. Sürü davranışının geçerli olduğu sonucuna varmış oldukları piyasa dönemleri için farklı model özellikleri ve lotları 2002-2007 dönemlerini kapsamaktadır. Kayalıdere (2012), Borsa İstanbul'da sürü davranış etkisini incelemiştir. Bulgular, artan pazar koşullarında ilk alt dönemde sürü davranışının etkisinin yoğun olarak hissedildiği yöndedir. Bu etki ikinci alt dönemde ise azalmıştır. Garg ve Gulati, (2013), 2000-2013 döneminde CNX 500'de listelenen menkul kıymetlerin günlük, haftalık ve aylık verilerini dikkate alarak Hint Menkul Kıymetler Piyasası'nda sürü davranışının varlığını araştırmıştır. (Christie ve Huang, 1995) ve (Chang ve ark., 2000) tarafından yapılan ölçümler, geçerli çalışmada kullanılmıştır. Sonuç, Hindistan borsasının sürü davranışını takip etmemesini göstermektedir. Sürü davranışının varlığı, aynı zamanda piyasa durumu artarken, azalırken, yüksek hacimli, düşük hacimli durumlarda, kriz öncesi, esnası ve sonrası dönemlerde de araştırılmıştır. Sonuçlar, dönem boyunca Hindistan borsasında sürü davranışının varlığını geçersiz kılmaktadır. Hindistan borsasında yatırımcıların davranışlarının tamamen rasyonel olduğu görülmektedir.

Sermaye yapısı kararlarında sürü davranışını inceleyen Leary ve Roberts (2014), toplumsal öğrenme ve saygınlık endişesi türü davranışlardan dolayı yöneticilerin sermaye yapısı kararlarında dikkate değer bir biçimde öncü şirketlerin kararlarından etkilendiklerini belirlemişlerdir. Solakoğlu ve Demir (2014) BIST 30 ve İkinci Ulusal Pazar verilerini kullanarak sürü durumunu araştırmışlardır. Sürü duyarlılığı, yatırımcıların çoğunlukla yerli olan yatırımcıların olduğu İkinci Ulusal Pazar'da bulunmaktadır. Ya ve diğerleri (2014), Çin'in A ve B-hisse piyasalarında sürü davranışının varlığını ölçmektedirler. Ocak 1999'dan Aralık 2008'e kadar Şanghay Menkul Kıymetler Borsası ve Shenzhen Menkul Kıymetler Borsası'nda listelenen tüm firmalar ve endeksler için günlük ve haftalık firma düzeyinde ve piyasa düzeyinde hisse senedi fiyatları kullanırlar. Ampirik sonuçlar, sürü davranışının heterojen olduğunu, dolayısıyla Çin'in B-hisselerinde sürünün daha güçlü olduğunu göstermektedir. Buna ek olarak yazarlar, endüstri düzeyinde, en büyük ve en küçük stoklar için ve değer stoklarına göre büyüme stokları için. pazarlar arası sürü davranışının daha güçlü olduğunu bulmuşlardır. Ampirik sonuçlar hisse senedi fiyatları düştüğünde sürü davranışının daha fazla olduğunu göstermektedir. Son olarak yazarlar, sürü davranışının Çin'deki yatırım verimliliğini artırmayı amaçlayan düzenleyici reformlardan etkilendiğini bulmuşlardır. Poshakwale ve Mandal, (2014) Hindistan borsalarındaki sürü etkisini araştırdıkları çalışmalarında, CSSD ve CSAD metodolojisi kullanmışlardır. Ortaya çıkan durum, sürü davranışının Hindistan pazarlarında mevcut olmadığını belirtiyor. Bu sonuçtan, Hintli yatırımcıların daha bilinçli ve farkında olduğu anlamı çıkarılabilir. Bununla birlikte, sürünün varlığı uç piyasa hareketleri amacıyla test edildiğinde varlığın boğa aşamasında mevcut durumda olduğu görülür. Çalışmadan, piyasa yükselme eğilimi olduğunda sürü davranışının sergilendiği, ancak düşme eğilimi göstermediğinde davranışın var olmadığı görülmüştür. Bunun nedeni yatırımcıların, herhangi



bir pazar azalan durumda iken takip etmek yerine, pazarın artmakta olduğu bir durumda pazar kalabalığını takip etmeleri olabilir.

Doğukanlı ve Ergün (2015, 23) Hwang ve Salmon (2004) tarafından geliştirilen yöntem kullanılarak BIST'te (Borsa İstanbul) sürü davranışının varlığının araştırmışlardır. Bu kapsamda BIST'te yer alan 15 farklı sektörün günlük, haftalık ve aylık verileri kullanılmıştır. Sonuç olarak yatırımcıların bazı dönemlerde sürü davranışı gösterebildikleri gözlemlenmiştir. Cakan ve Balagyozyan, (2015), TSE'de listelenen 16 Türk bankası arasında yatırımcıların sürü davranışını incelemiş, yapılan araştırmada yatırımcı sürü durumunun bu borsadaki bankacılık sektörünü karakterize ettiği, ayrıca pazarın eğilimi ile ilgili asimetrisi araştırmış ve pazarın yükselişinde yatırımcılar arasında sapma davranışının bulunduğunu ortaya koymuştur. Hilliard ve Zhang (2015), Çin'in Şangay ve Shenzhen borsalarındaki sürü davranışını incelemiştir. Bu çalışma, geçerli çalışma dönemini 2002-2005 ve 2007-2012 olmak üzere iki çerçeveye bölmektedir. Çalışmanın sonuçlarına göre, genel pazarın da sürü davranışını sergilediği ve ayrıca, sürü davranışlarının daha önceki dönemde daha fazla, 2007-2012 yılları arasında ise daha az bulunduğu ve 2006 sonrasında Şanghay borsasında sürü davranışları azalmaya başladığını göstermiştir. Son olarak, çalışma, Çin borsası olgunlaştıkça ve bilgi asimetrisi azaldıkça, sürü davranışının azalmaya başladığına dair kanıtlarla sona ermektedir. Bu, 2006 yılında Çin menkul kıymetler düzenleme komisyonu tarafından kabul edilen düzenlemeler ve çalışmaların, bu düzenlemelerin Çin pazarındaki bilgi akışları üzerinde olumlu bir etkisi olduğunu kanıtlamaktadır. Chang ve Lin (2015), uluslararası borsalarda yatırım kararlarının belirleyicilerini araştırırken, günlük piyasa getirileri verisini ve 50 hisselik piyasanın getirilerinin kesitsel mutlak sapma için sanayi endeksi verilerini incelemektedir. Kültürün sürü davranışı üzerindeki etkisini araştırmak için yazarlar Hofstede ulusal kültür endekslerini ampirik analiz için inceler. Sürü eğilimi üzerindeki davranışsal tuzakları test etmek için, yazarlar günlük fiyat-defter değeri oranları verilerini aşırı iyimserlik için, günlük işlem hacmi verilerini ise aşırı güven ve tasarruf için vekâleten kullanılır. Veri kümesi aralıkları Ocak 1965 ile Temmuz 2011 arasında değişmektedir. Yazarlar yaptıkları araştırmaların kültür ve davranışsal tuzakların yatırımlardaki etkilerini incelediklerini ve sürü durumunun, Konfüçyüs'te ve daha az karmaşık borsalarda sergilendiğini gösteriyorlar. Dahası, yazarlar bazı kültürel endekslerin, sürü davranışıyla yüksek derecede korelasyona sahip olduğunu bulmuşlardır.

Güvercin (2016), 2002-2014 yılları arasında Mısır ve Suudi Arabistan piyasaları için sürü davranışını Hwang ve Salmon (2004) yöntemini kullanarak incelemiştir. Çalışmanın sonunda Güvercin, sürünün sadece Mısır için geçerli olduğu sonucuna ulaşmıştır. Ayrıca çalışmada Mısır, mortgage krizi ve Mısır ordusunun darbe ile yönetime el koymasının sürü davranışı için geçerli olduğunu gözlemlemiştir. Chen ve Ma (2017) yatırım kararlarında sürü davranışının, şirketler rakiplerine kıyasla bilgi üstünlüğüne sahipse ve rakipleri arasında kamuyu aydınlatma konusunda şeffaflık bulunuyorsa ya da şiddetli bir rekabet durumunda belirttiği görüşündedirler. Bulut ve Er'in çalışmasında (2018), yöneticilerin finansal kararlarında sürü davranışının da önemli bir etken olduğu görülmüştür. Elde edilen sonuçlarda yöneticilerin saygınlığa dayalı endişeleri, başka kaynaklardan elde ettikleri bilgiler ve rekabeti önemsemeleri sürü davranışına neden olan faktörler arasında görülmüştür. Ulzii ve diğerlerinin çalışmasında (2018), Çin ve Tayvan borsalarından endeks getirilerini inceleyerek sürü davranışını araştırmak için getiri dağılım modelini uygulanmaktadır. Örneklemesi dönemi 1 Ocak 1999 ile 31 Aralık 2014 tarihleri arasında olup veriler Thomson Reuters Veri Akışı'ndan alınmıştır. Örneklemesi dönemi 2014 yılında sona ermesine rağmen, veriler Konfüçyüs kültürüne sahip Çin ve Tayvan borsalarına ilişkin üç hipotezi test etmek için fazlasıyla yeterlidir. Ampirik sonuçlar, boğa ve ayı piyasaları ve yüksek-düşük ticaret hacmi durumları da dâhil olmak üzere hem genel hem de belirli piyasa koşullarında önemli sürü davranışları göstermektedir.

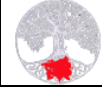


Batchu ve Padmasree'nin çalışmasında (2018), Hindistan borsasındaki sürü davranışı 2003-2017 yılları arasında Hindistan Ulusal Menkul Kıymetler Borsası'nda listelenen firma örnekleri ile incelenmiştir. Çalışma, sürü davranışını gözlemek için Chang, Cheng ve Khorana (2000) tarafından geliştirilen yöntemi uygular. Ayrıca bu çalışma, günlük ve haftalık gözlemler için yükselen ve azalan hareketlerin sürü davranışını incelemeye çalışmaktadır. Son olarak, küresel finansal krizlerin sürü davranışları üzerindeki etkisini yakalamak için, çalışma süresi sıklığı üç aşamaya ayrılmıştır, yani krizden önce, krizden sonra ve kriz sırasında, Hint borsalarındaki sürü davranışını incelemiştir. Araştırma, ünitenin temelini ve çalışmanın gözlemleri açısından kontrol etmek için ADF istatistiklerini uyguladı. Araştırmanın sonucu, Hint pazarının hisse senetleri arasında sürü davranışı göstergesi bulunmadığını onayladı. Ayrıca kriz öncesi, sonrası ve kriz sırasındaki sürü davranışları incelendiğinde, Hint pazarında sürü davranışı olduğuna dair bir kanıt bulunmamıştır.

Altunöz'ün çalışmasında (2018), sürü davranışının geçerliliği Christie ve Huang (1995) ile Chang, Cheng ve Khorana (2000) tarafından geliştirilen iki farklı model dikkate alınarak Borsa İstanbul'da araştırılmıştır. Araştırma verileri 1998-2016 dönemi günlük logaritmik hisse senedi getirilerinden oluşmaktadır. Bu çalışma geçerli olan 18 yıllık dönemi, 1998-2005 ve 2006-2016 olmak üzere iki alt döneme bölerek çeşitlendirilmiştir. Elde edilen sonuçlara göre sürü davranışı etkisinin yönü, yükselen piyasa koşullarında ilk alt dönemde yoğun olarak hissedilmiştir. Bu etki ikinci alt dönemde ise azalmıştır. Osamor ve diğerlerinin çalışmasında (2019), holding piyasası likiditesinin holding ve tüketici ürünleri sektörlerine odaklanarak Nijeryalı borsa yatırımcılarının sürü davranışları üzerindeki etkisi incelenmiştir. 2001-2015 yılları arasında on beş yıl boyunca aylık hisse senedi getirileri ve piyasa değeri verileri kullanıldı ve her iki sektörden 28 şirketin hisse senedi dikkate alınmıştır. Bu sektörlerde sürü davranışının etkisini, varlığını ve kapsamını belirlemek için OLS modeli kullanılmıştır. Sonuçlar, borsa likiditesinin her iki sektörde de sürü davranışı üzerinde etkili olduğunu ve yüksek-düşük piyasa likiditesi sırasında, Tüketici malları sektörüne göre Konglomera sektöründe istatistiksel olarak anlamlı olmayan bir sürüleme davranışı kanıtı olduğunu göstermiştir. Phadkantha ve diğerlerinin (2019), çalışmalarında Tayland Menkul Kıymetler Borsası'nda Bankacılık (BANK), Ticaret (COM), İletişim (COMUN), Enerji ve Yardımcı İşletmeler (ENERG), Yiyecek ve İçecek (GIDA), Kişisel Ürünler ve İlaçlar (PERS), Petrokimya ve Kimyasallar (PETRO) ve Mülk Geliştirme (PROP), Ocak 2014 ile Mayıs 2018 arasındaki dönem için analiz edilmiştir. Konvansiyonel olarak sürü davranışını bulmak için kullanılan model, dağılım ortalamasına dayanan doğrusal regresyondur. Ancak, doğrusal ortalama regresyon modelinden elde edilen sonuç, yatırımcı davranışının heterojenliği ile tutarlı olmayabilir. Bu nedenle, bu çalışmada günlük hisse senedi getirilerini ampirik olarak tahmin etmek için Bayes dağılım regresyonu tercih edilmiştir. Bu makalenin yeniliği, farklı miktarlarda koşullu verileri incelemek ve hisse senedi getirileri ile farklı miktarlarda dağılım gösteren piyasa hareketleri arasındaki davranış ilişkisini test etmektir. Sonuçlar, sekiz sektörden beşinin 0.25 dağılımla sürü davranışına sahip olduğunu, geri kalan üç sektörün sürü davranışına sahip olmadığını göstermektedir.

3. SONUÇ

Özellikle 1970'li yılların sonlarına dek finansal çalışmaların ezici bir çoğunluğu, bireylerin yatırımla ilgili kararlarında rasyonel davrandığı, duygularının esiri olmadığı ön kabulüne dayanmaktaydı. Fakat finansal çalışmalarda ampirik yöntemler, bu durumun her zaman böyle olmadığını, bireylerin zaman zaman duygularının etkisiyle hareket edebildiğini ortaya koymuştur. Daniel Kahneman ve Amos Tversky gibi kimi bilişsel psikoloji alanında çalışan araştırmacılar, bireylerin finansal kararlarda rasyonellikten saptığını gözlemlemişlerdir. Finansal piyasalarda oluşan birçok anomalinin sebebi insan psikolojisinden kaynaklanabileceği düşüncesinin yanı sıra karar verme safhalarına psikolojik etkenlerin de katılmasıyla davranışsal finans kavramının ortaya çıkması bir vakıadır. Davranışsal finans, yatırımcılar tarafından



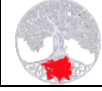
verilen hatalı kararlara yoğunlaşmaktadır. Sürü psikolojisi, davranışsal finansın kategorilerinden biridir. Sürü psikolojini temel olarak, bir grup yatırımcının aynı zaman diliminde aynı yönde hareket etmesi veya karar vermesi olarak ifade etmek mümkündür. Bu çalışmada finansal piyasalarda sürü davranışını inceleyen yerli ve yabancı akademik çalışmalar hakkında bilgi verilerek, bu konuyla ilgili olarak bundan sonraki akademik çalışmalarda literatüre bir katkı sunulmaya çalışılmıştır.

REFERENCES

- Altay, E. (2008). “Sermaye Piyasasında Sürü Davranışı: İMKB’de Piyasa Yönünde Sürü Davranışının Analizi”, *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar*, 2(1), 27-58.
- Altunöz, Utku. (2018). Does Herd Behaviour Exist In Turkish Stock Markets? The Case Of Borsa Istanbul. 01 October 2018, 44th International Academic Conference, Vienna.
- Amirat, A. ve Bouri, A. (2009). “Modeling Informational Cascade Via Behavior Biases”, *Global Economy & Finance Journal*, 2(2), 81-103.
- Baddeley, M. (2010). Herding, social influence and economic decision-making: socio-psychological and neuroscientific analyses. *Philosophical Transactions of the Royal Society of London B: Biological Sciences*, 365(1538), 281-290
- Banerjee, A. V. (1992). A simple model of herd behavior. *The quarterly journal of economics*, 107(3), 797-817.
- Batchu, S. Ve Padmasree, K. (2018). An Empirical Analysis of Herding Behaviour in Indian Stock Market. *International Journal of Management Studies*, 5(3), 124-132.
- 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. & Gelos, R. G. (2000). A Panic-Prone Pack? The Behavior of Emerging Market Mutual Funds. IMF Working Paper.
- Bulut, E. ve Er, B. (2018). “Davranışsal Kurumsal Finans Ekseninde Kurumsal Finansal kararlar: Bir Literatür Değerlendirmesi”, *UIİİD-IJEAS*, 20, 33-50.
- Cakan, E. ve Balagyozyan, A. (2015). Herd behaviour in the Turkish banking sector, *Applied Economics Letters*, 21(2), 75-79.
- Caporale, G.M, Philippas, N. ve Economou F. (2008). Herding behaviour in extreme market conditions: The case of the Athens Stock Exchange. *Econ. Bull.* 7(17), 1-13.
- Chang E.C, Cheng, J.W ve Khorana A (2000). An examination of herd behavior in equity markets: An inter National perspective. *J. Bank. Finan.*, 24, 1651-1679.



- Chang, C.H ve Lin, S.J.(2015). The effects of national culture and behavioural pitfalls on investors' decision-making: Herding behaviour in international stock markets. *Int. Rev. Econ. Financ.* 37, 380–392.
- Chen, Y.F.; Wang, C.Y.; Lin, F.L. (2008). Do qualified foreign institutional investors herd in Taiwan's securities market? *Emerg. Mark. Financ. Trade* 44, 62–74.
- Chen, S. ve Ma, H. (2017). Peer Effects in Decision-Making: Evidence From Corporate Investment, *Journal of Accounting Research*, Erişim Adresi <http://dx.doi.org/10.1016/j.cjar.2016.11.002>(23.07.2020).
- Chevalier J.A. ve Ellison, G.. (1999). Career Concerns of Mutual Fund Managers, *Quarterly Journal of Economics*, 114, 389-432.
- Christie W.G ve Huang R.D. (1995). Following the pied piper: Do individual returns herd around the market? *Financ. Anal. J.*, July-August: 31-37.
- Demirer, R., Gubo, D. ve Kutan, A.M. (2007). An analysis of cross-country herd behavior in stock markets: A regional perspective. *J. Int. Financ. Mark. Inst. Money*, 3, 123-142.
- Demirer, R., Kutan, A. M. ve Chen, C.D. (2010). “Do Investors Herd in emerging Stock Markets?: Evidence from the Taiwanese Market”, *Journal of Economic Behavior & Organization*. 76, 283-295.
- Doğukanlı, H. ve Ergün, B. (2011). “İMKB’DE SÜRÜ DAVRANIŞI: YATAY KESİT DEĞİŞKENLİK TEMELİNDE BİR ARAŞTIRMA”, *Dokuz Eylül Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, 12(2), 227-242.
- Doğukanlı, H. ve Ergün, B. (2015). “BİST’te Sürü Davranışı: Hwang ve Salmon Yöntemi ile Bir Araştırma”, *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar* ,52(603), 7-24.
- Farber, A., Nguyen, V.H ve Vuong Q.H. (2006). Policy impacts on Vietnam stock market: A case of anomalies and disequilibria 2000-2006. CEB Working Paper Series. No:06/005: 1-27, Belgium.
- Garg, A. ve Gulati, R. (2013). Do investors herd in Indian market. *Decision*, 40(3), 181–196.
- Grinblatt, M., Titman S. ve Wermers R (1995). Momentum investment strategies, portfolio performance, and herding: A study of mutual fund behavior. *Am. Econ. Rev.*, 85(5), 1088-1105.
- Güvercin, A.(2016). “Sentimental Herding: The Role of Regional and Global Shocks in Egyptian and Saudi Stock Markets, *Sosyoekonomi*”, 24(27), 25-32.



- Hilliard, J. ve Zhang, H. (2015). Pacific Basin Finance Journal Size and price-to-book effects : Evidence from the Chinese stock markets. *Pacific-Basin Finance Journal*, 32, 40–55.
- Hong, H., Kubik, J.D. ve Solomon, A. (2000). Security Analysts Career Concerns and Herding of Earnings Forecasts, *RAND Journal of Economics*, 31, 121-144.
- Hwang, S. ve Salmon, M. (2004). “Market Stress and Herding”, *Journal of Empirical Finance*, 11, 585-616.
- Kallinterakis, V. Ve Lodetti, M. (2009). “Herding, Nonlinearities and Thin Trading: Evidence from Montenegro”, *Economic Analysis*, 42(3-4), 7-17.
- Kapusuzoğlu, A. (2011). “Herding in the İstanbul Stock Exchange (ISE): A Case of Behavioral Finance”, *African Journal of Business Management*, 5 (27), 11210-11218.
- Kayalidere, K (2012). “Hisse Senedi Piyasasında Sürü Davranışı: İMKB’de Ampirik Bir İnceleme”, *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 4(4), 77-94.
- Lakonishok, J., Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1992). The Impact of Institutional Tradaing on Stock Prices. *Journal of Financial Economics*, 32, 23-43.
- Leary, M. T. ve Roberts, M. R. (2014). Do Peer Firms Affect Corporate Financial Policy?, *Journal of Finance*, 69, 139-178.
- Lin, A.Y. ve Swanson, P.E. (2003). The behaviour and performance of foreign investors in emerging equity markets: Evidence from Taiwan. *Int. Rev. Financ*, 4, 189–210.
- Lin, A.Y.; Huang, L.S.; Chen, M.Y. (2007). Price co-movement and institutional performance following large market movements. *Emerg. Mark. Financ. Trade*, 43, 37–61.
- My, T. N ve Truong, H. H. (2011). “Herding behavior in an emerging stock market: Empirical evidence from Vietnam”, *Research Journal of Business Management*, 5(2), 51-76.
- Ohlson, P. (2010). Herd Behavior on the Swedish Stock Exchange. Jönköping International Business School. Master Thesis in Finance.
- Osamor, I.P., Anene, E.C. ve Saka, Q.A. (2019). Impact of Stock Market Liquidity on Herding Behaviour: A Comparative Study of Conglomerate and Consumer Goods Sectors. *Journal of Finance and Accounting*, 7(1), 6-11.
- Phadkantha, R., Yamaka, W. ve Sriboonchitta, S. (2019). Analysis of Herding Behavior using Bayesian Quantile Regression. International Econometric Conference in Vietnam, Springer Cham, 795-805.



- Poshakwale, S. ve Mandal, A. (2014). Investor behaviour and herding: Evidence from the national stock exchange in India. *Journal of Emerging Market Finance*, 13(2), 197–216.
- Solakoglu, N. ve Demir, N. (2014). “Sentimentalherding in Borsa Istanbul: informedversusuninformed”, *AppliedEconomicsLetters*, 21, 14, 965–968.
- Tan, L.; Chiang, T.C.; Mason, J.R ve Nelling, E. (2008). Herding behaviour in Chinese stock markets: An examination of A and B shares. *Pacific Basin Financ. J*, 16, 61–77.
- Tversky, A. ve Kahneman, D. (1991). "Loss aversion in riskless choice: a reference-dependent model", *The Quarterly Journal of Economics*, 106 (4), 1039-1061.
- Uchida, H. ve Nakagawa, R. (2007). Herd behavior in the Japanese loan market: Evidence from bank panel data. *Journal of Financial Intermediation*, 16, 555-583.
- Ulzii, B.J.M, McAleer, M., Moslehpour, M. Ve Wong, W-K. (2018). Confucius and Herding Behaviour in the Stock Markets in China and Taiwan. *Sustainability*, 10(12), 4413
- Weiner, R. J. (2006). Do birds of a feather flock together? Speculator herding in the world oil market. Discussion Paper No: 06-31, Resources for the Futures.
- Welch, I. (1992). “Sequential sales, learning, and cascades”, *Journal of Finance*, 47(2), 695-732
- Welch, I. (2000). Herding among Security Analysts, *Journal of Financial Economics*, 58, 369-396.
- Yao, J.; Ma, C. ve He, W.P. (2014). Investor herding behaviour of Chinese stock market. *Int. Rev. Econ. Financ*, 29,12–29.