

**T.C.
SAKARYA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**FİRMALARIN FİNANSAL KARARLARI ÜZERİNDE
DAVRANIŞSAL ÖNYARGILARIN ETKİSİ**

DOKTORA TEZİ

Bilgehan TEKİN

**Enstitü Anabilim Dalı: İşletme
Enstitü Bilim Dalı: Muhasebe-Finansman**

Tez Danışmanı: Yrd. Doç. Dr. Fatih Burak GÜMÜŞ

KASIM – 2015

T.C.
SAKARYA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ


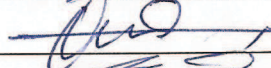

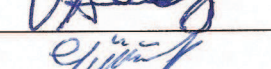
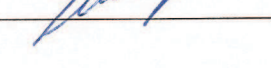
FİRMALARIN FİNANSAL KARARLARI ÜZERİNDE
DAVRANIŞSAL ÖNYARGILARIN ETKİSİ

DOKTORA TEZİ

Bilgehan TEKİN

Enstitü Anabilim Dalı: İşletme
Enstitü Bilim Dalı: Muhasebe-Finansman

“Bu tez 24.11/2015 tarihinde aşağıdaki jüri tarafından Oybirliği / Oyçokluğu ile kabul edilmiştir.”

JÜRİ ÜYESİ	KANAATI	İMZA
DOC. DR. HAKAN TUMANAN	BASARILI	
DOC. DR. SAKİB GÖRÜMİŞ	BASARILI	
DOC. DR. SERKAN İZZETİ	BASARILI	
DOC. DR. UTKU ALTUNDIZ	BASARILI	
YAD. DOC. DR. FATİH BURAK GÖRÜMİŞ	BASARILI	

BEYAN

Bu tezin yazılmasında bilimsel ahlak kurallarına uyulduğunu, başkalarının eserlerinden yararlanılması durumunda bilimsel normlara uygun olarak atıfta bulunulduğunu, kullanılan verilerde herhangi bir tahrifat yapılmadığını, tezin herhangi bir kısmının bu üniversite veya başka bir üniversitedeki başka bir tez çalışması olarak sunulmadığını beyan ederim.

Bu çalışma **Sakarya Üniversitesi Bilimsel Araştırma Projeleri Komisyonu (BAPK)** tarafından desteklenmiştir. **Proje Kodu:** 2015-60-02-0040

Bilgehan TEKİN

24/11/2015

ÖNSÖZ

Bu tezin yazılması aşamasında, çalışmamı sahiplenerek titizlikle takip eden sayın hocam Doç. Dr. Hakan TUNAHAN'a değerli katkı ve emekleri için içten teşekkürlerimi ve saygılarımı sunarım. Sayın danışman hocam Yrd. Doç. Dr. Fatih Burak GÜMÜŞ ve tez izleme ve savunma jürisi üyesi sayın Doç. Dr. Şakir GÖRMÜŞ bütün süreç boyunca her anlamda yanımda olmuşlar, desteklerini ve katkılarını esirgememişlerdir. Savunma sınavı sırasında jüri üyeleri Doç. Dr. Hakan TUNAHAN ve Doç. Dr. Şakir GÖRMÜŞ çalışmamın son haline gelmesine değerli katkılar yapmışlardır. Bu vesileyle tüm hocalarıma ve özellikle Çankırı Karatekin Üniversitesi'nden sayın dekanımız Prof. Dr. Hasan AKÇA hocama, Doç. Dr. Serkan TERZİ hocama, bölüm başkanımız Yrd. Doç. Dr. Ela ÖZKAN CANBOLAT hocama ve tezimin son okunmasında yardımlarını esirgemeyen sayın Doç. Dr. Emre Şahin DÖLARSLAN hocama teşekkürlerimi borç bilirim. Bu günlere ulaşmamda emeklerini hiçbir zaman ödeyemeyeceğim anneme, aileme ve tüm süreç boyunca desteğini ve yardımlarını esirgemeyen sevgili Gamze Gül YILDIRIM'a şükranlarımı sunarım.

Bilgehan TEKİN

24/11/2015

KISALTMALAR	v
TABLO LİSTESİ	vi
ŞEKİL LİSTESİ	xiii
ÖZET	xiv
SUMMARY	xv

GİRİŞ	1
--------------------	----------

BÖLÜM 1: KARAR VERMENİN PSİKOLOJİK SINIRLARI	10
---	-----------

1.1. Karar Verme Teorisi ve Temelleri	10
1.1.1. Rasyonel Karar Verme	15
1.1.2. Sınırlı Rasyonelite	19
1.2. Fayda Teorisi.....	22
1.2.1. Beklenen Fayda ve Beklenti Teorileri.....	23
1.2.1.1. Beklenen Fayda Teorisi.....	23
1.2.1.2. Beklenti Teorisi	25
1.2.1.3. Beklenen Fayda ve Beklenti Teorisi Arasındaki Farklar	28

BÖLÜM 2: GELENEKSEL FİNANSTAN DAVRANIŞSAL FİNANSA	30
--	-----------

2.1. Geleneksel Finans Teorisi ve Evrilmesi.....	30
2.1.1. Rasyonel Finans Paradigması	33
2.1.2. Etkin Piyasalar Hipotezi	36
2.1.3. Modern Portföy Teorisi	42
2.1.4. Finansal Varlıkları Fiyatlandırma Modeli (FVFM).....	43
2.1.5. Opsiyon Fiyatlama Teorisi.....	45
2.1.6. Arbitraj ve Arbitraj Fiyatlama Teorisi	46
2.2. Geleneksel Finansa Yöneltilen Eleştiriler ve Davranışsal Finansın Getirdiği Yeni Bakış Açısı	48
2.3. Davranışsal Finans	52
2.3.1. Psikolojide ve Davranışsal Finans Biliminde İncelenen Davranışsal Önyargılar ve Hevristikler	64
2.3.2. Bilişsel Önyargılar	67
2.3.3. Hevristikler (Bilişsel Kısayollar).....	68
2.3.4. Bilişsel Önyargı ve Hevristiklerin Tarihçesi	69
2.3.5. Bilişsel Hataların Kaynakları.....	72
2.4. Davranışsal Önyargıların Finansal Kararlara Etkisi.....	75

2.4.1. Yatırımcılar ve Davranışsal Finans.....	76
2.4.2. Türkiye’de Davranışsal Finans Konusunda Yapılan Çalışmalar	81
2.5. Davranışsal İşletme Finansı	83

BÖLÜM 3: FİRMALARDA ALINAN FİNANSAL KARARLAR VE

DAVRANIŞSAL FAKTÖRLERİN FİNANSAL KARARLARA

ETKİSİ..... 93

3.1. Finansal Karar Kavramı ve Kapsamı	93
3.1.1. Sermaye Yapısı Kararları ve Önemi	97
3.1.2. Yatırım Kararları ve Önemi.....	104
3.1.2.1. Birleşme ve Devralma Kararları	107
3.1.2.2. Ar-Ge ve İnovasyon Kararları.....	108
3.1.3. Kar Dağıtım Kararları ve Önemi	110
3.2. Davranışsal Önyargıların Firmaların Finansal Kararlarına Etkisi.....	114
3.2.1. Kendine Aşırı Güven	119
3.2.1.1. Kendine Aşırı Güven Önyargısının Karar Verme Süreçlerine Etkisi	120
3.2.1.2. Kendine Aşırı Güven Önyargısının Ölçülmesi	123
3.2.1.3. Kendine Aşırı Güven Önyargısının Firmalarda Karar Verme Süreçlerine Etkisi	131
3.2.1.4. Kendine Aşırı Güven ve Sermaye Yapısı Kararları.....	133
3.2.1.5. Kendine Aşırı Güven ve Yatırım Kararları.....	136
3.2.1.6. Kendine Aşırı Güven ve Kar Dağıtım Kararları	138
3.2.2. Kayıptan Kaçınma	141
3.2.2.1. Kayıptan Kaçınma Önyargısının Karar Verme Süreçlerine Etkisi	142
3.2.2.2. Kayıptan Kaçınmanın Ölçülmesi	143
3.2.2.3. Kayıptan Kaçınma Önyargısının Firmalarda Karar Verme Süreçlerine Etkisi	146
3.2.2.4. Kayıptan Kaçınma ve Sermaye Yapısı Kararları	147
3.2.2.5. Kayıptan Kaçınma ve Yatırım Kararları	148
3.2.2.6. Kayıptan Kaçınma ve Kar Dağıtım Kararları	149
3.2.3. Dayanak Noktası (Çıpalama).....	151
3.2.3.1. Dayanak Noktası Önyargısının Karar Verme Süreçlerine Etkisi..	152
3.2.3.2. Dayanak Noktası Önyargısının Ölçülmesi.....	152

3.2.3.3. Dayanak Noktası Önyargısının Firmalardaki Etkisinin Araştırılması.....	156
3.2.4. İyimserlik	160
3.2.4.1. İyimserliğin Ölçülmesi.....	161
3.2.4.2. İyimserlik Önyargısının Firmalarda Karar Verme Süreçlerine Etkisi	163

BÖLÜM 4: TÜRKİYE’DE FAALİYET GÖSTEREN FİRMALARDA ALINAN FİNANSAL KARARLARDA DAVRANIŞSAL ÖNYARGILARIN ETKİSİNİN TEST EDİLMESİ

4.1. Amaç ve Önem.....	168
4.2. Araştırmanın Kısıtları.....	169
4.3. Araştırmanın Niteliği	170
4.4. Araştırmanın Evreni ve Örnekleme	171
4.5. Araştırmanın Hipotezleri.....	173
4.6. Veri Toplama ve Analiz Yöntemleri.....	175
4.6.1. Ankette Yer Alan Soru Gruplarının Güvenilirlik ve Geçerlilik Analizleri.....	176
4.6.2. Toplanan Verilerin Analiz Yöntemi.....	177
4.6.3. Firmaya ve Karar Alıcılara Özgü Bilgilerin Frekans Analizi	178
4.6.4. Araştırma Hipotezlerinin Test Edilmesi.....	182
4.6.5. Kendine Aşırı Güven Önyargısının Firma Sahibi ve Yöneticileri Arasında Görülme Sıklığının Araştırılması ve Kendine Aşırı Güven Skoru	183
4.6.6. Kayıptan Kaçınma Önyargısının Firma Sahibi ve Yöneticileri Arasında Görülme Sıklığının Araştırılması ve Kayıptan Kaçınma Skoru	185
4.6.7. Dayanak Noktası Önyargısının Firma Sahibi ve Yöneticileri Arasında Görülme Sıklığının Araştırılması ve Dayanak Noktası Skoru.....	191
4.6.8. İyimserlik Önyargısının Firma Sahibi ve Yöneticileri Arasında Görülme Sıklığının Araştırılması ve İyimserlik Skoru	196
4.6.9. Kendine Aşırı Güven ve Finansal Kararlarla İlgili Hipotezlerin Test Edilmesi	198
4.6.10. Kayıptan Kaçınma ve Finansal Kararlar İle İlgili Hipotezlerin Test Edilmesi	218

4.6.11. Dayanak Noktası Önyargısı ile İlgili Hipotezlerin Test Edilmesi	230
4.6.12. İyimserlik ve Finansal Kararlar ile İlgili Hipotezlerin Test Edilmesi	233
4.6.13. Karar Vericiler ve Firmalar Açısından Davranışsal Önyargıların Analizi	241
SONUÇ VE DEĞERLENDİRME	245
KAYNAKÇA	253
EKLER.....	299

KISALTMALAR

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AOSM	: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
AR-GE	: Araştırma ve Geliştirme
BAPK	: Bilimsel Araştırma Projeleri Komisyonu
BSM	: Black ve Scholes Modeli
CEO	: Chief Executive Officers
CFO	: Chief Financial Officers
DANSKO	: Dayanak Noktası Skoru
DNİ	: Dayanak Noktası İndeksi
EPH	: Etkin Piyasalar Hipotezi
FVFM	: Finansal Varlıkları Fiyatlandırma Modeli
GÖYÖ	: Genel Öz Yeterlilik Ölçeği
İKO	: İç Karlılık Oranı
İYİSKO	: İyimserlik Skoru
KAJSKO	: Kayıptan Kaçınma Skoru
KALSKO	: Kalibrasyon Skoru
KOBİ	: Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
MM	: Modigliani ve Miller
NBD	: Net Bugünkü Değer
OECD	: Organisation for Economic Cooperation and Development
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
SPSS	: Statistical Package for the Social Sciences
TL	: Türk Lirası
TÜİK	: Türkiye İstatistik Kurumu
YY	: Yüzyıl

TABLO LİSTESİ

Tablo 1: Davranışsal Finans ve Davranışsal İşletme Finansını Konu Alan Başlıca Makaleler	59
Tablo 2: 2010-2015 Yılları Arasında Yapılmış Davranışsal Finans ve Davranışsal İşletme Finansını Konu Alan Başlıca Makaleler.....	60
Tablo 3: Temel Bilişsel Önyargılardan Bazıları.....	71
Tablo 4: Davranışsal Finansta İncelenen Temel Konu Başlıkları.....	72
Tablo 5: Bilişsel Önyargıların Sınıflandırılması.....	74
Tablo 6: Türkiye’de Davranışsal Finans Alanında Yapılmış Başlıca Çalışmalar.....	82
Tablo 7: Davranışsal İşletme Finansında İncelenen Psikolojik Önyargı Kategorileri.....	90
Tablo 8: Firmalarda Alınan Finansal Kararlar Üzerinde Davranışsal Önyargıların Etkisini Konu Olan Çalışmalar.....	116
Tablo 9: Çalışmanın Hipotezleri.....	174
Tablo 10: Firmanızda finansal kararlardan sorumlu kişi aşağıdakilerden hangisidir?.....	178
Tablo 11: Firmanızın Yaşı?.....	179
Tablo 12: Firmanızın Hukuki Yapısı?.....	179
Tablo 13: Firmanız Aile Şirketi mi?.....	179
Tablo 14: Firmanız Bir Şirket Grubunun Parçası mı?.....	180
Tablo 15: Firmanızda siz dahil çalışan sayısı kaçtır?.....	180
Tablo 16: Firmanız hangi sektörde faaliyet göstermektedir?.....	180
Tablo 17: Cinsiyetiniz?.....	180
Tablo 18: Medeni Haliniz?.....	181
Tablo 19: Yaşınız?.....	181
Tablo 20: Eğitim Durumunuz?.....	181
Tablo 21: Firmanızdaki Pozisyonunuz?.....	182

Tablo 22: Bu firmadaki iş tecrübeniz?.....	182
Tablo 23: Katılımcıların Ortalama Kendine Aşırı Güven Düzeyi.....	183
Tablo 24: Katılımcıların kendine aşırı güven ölçeğindeki sorulara verdikleri doğru cevap oranı.....	183
Tablo 25: Tek örneklem t testi.....	184
Tablo 26: Kendine aşırı güven düzeyine göre frekans analizi tablosu.....	185
Tablo 27: İşletmeniz için 280.000 TL tutarında bir yatırım yapacağınızı varsayalım. Bu yatırım sonucunda aşağıdaki senaryolarla karşı karşıya kalacağınız öngörülüyor. Hangi senaryonun gerçekleşmesini tercih edersiniz?.....	186
Tablo 28: İşletmeniz için 280.000 TL tutarında bir yatırım yapacağınızı varsayalım. Bu yatırım sonucunda aşağıdaki senaryolarla karşı karşıya kalacağınız öngörülüyor. Hangi senaryonun gerçekleşmesini tercih edersiniz?.....	186
Tablo 29: 280.000 TL tutarında başka bir yatırım yaptınız. Bu yatırım sonucunda aşağıdaki senaryolarla karşı karşıya kaldığınızı varsayalım. Hangi senaryoyu tercih edersiniz?.....	187
Tablo 30: 280.000 TL tutarında başka bir yatırım yaptınız. Bu yatırım sonucunda aşağıdaki senaryolarla karşı karşıya kaldığınızı varsayalım. Hangi senaryoyu tercih edersiniz?.....	187
Tablo 31: Kayıptan Kaçınma B3. ve B4. Soruların Bağımlı Örneklem t Testi.....	188
Tablo 32: Kayıptan Kaçınma Ortalaması.....	189
Tablo 33: Kayıptan Kaçınma Düzeyi Frekansları.....	190
Tablo 34: Medyan Değerine Göre Kayıptan Kayıptan Kaçınma Düzeyleri.....	190
Tablo 35: Kayıptan Kaçınma Önyargısı Tek Örneklem t Testi.....	191
Tablo 36: Dayanak Noktası C1. ve C2. soruya verilen cevapların frekansları.....	191
Tablo 37: Dayanak Noktası sorularına verilen cevapların tanımlayıcı istatistikleri....	192
Tablo 38: Dayanak Noktası Düzeyleri ve Skorları.....	193
Tablo 39: Dayanak Noktası Tanımlayıcı İstatistikler.....	194

Tablo 40: Dayanak Noktası düzeyi frekansları.....	194
Tablo 41: Medyan değerine göre dayanak noktası düzeyleri.....	195
Tablo 42: Dayanak Noktası Önyargısı Tek Örneklem t Testi.....	195
Tablo 43: İyimserlik Sorularının Tanımlayıcı İstatistikleri.....	196
Tablo 44: İyimserlik düzeyi tanımlayıcı istatistikleri.....	197
Tablo 45: İyimserlik düzeyi frekansları.....	198
Tablo 46: Faaliyetlerin finansmanında ilk kullanılan finansman kaynağı.....	199
Tablo 47: Faaliyetlerin finansmanında ikinci olarak kullanılan finansman kaynağı...	199
Tablo 48: Faaliyetlerin finansmanında üçüncü olarak kullanılan finansman kaynağı..	200
Tablo 49: Kendine aşırı güven düzeylerine göre ilk olarak kullanılan finansman kaynağının Kruskal Wallis testi.....	201
Tablo 50: Kendine aşırı güven düzeylerine göre ikinci olarak kullanılan finansman kaynağının Kruskal Wallis testi.....	201
Tablo 51: Kendine aşırı güven düzeylerine göre üçüncü olarak kullanılan finansman kaynağının Kruskal Wallis testi.....	202
Tablo 52: Yapılan yatırımlardan beklenen ve elde edilen getiri oranlarının ortalaması.....	203
Tablo 53: Yapılan yatırımlardan elde edilen getiri oranlarının frekans analizi.....	203
Tablo 54: Yapılan yatırımlardan beklenen getiri oranlarının frekans analizi.....	203
Tablo 55: Yatırımdan beklenen getiri ile elde edilen getiri arasındaki farkın kendine aşırı güven düzeyine göre tek yönlü varyans analizi.....	204
Tablo 56: Yatırımdan beklenen getiri ile elde edilen getirinin kendine aşırı güven düzeyi ile ilişkisinin korelasyon analizi.....	204
Tablo 57: Karlı bir yatırım olarak görülen yatırımlardan zarar edilme sıklığı.....	205
Tablo 58: Kendine aşırı güven düzeyinin karlı bir yatırım olarak görülen yatırımlardan zarar edilme sıklığına göre Kruskal Wallis testi.....	206
Tablo 59: İnovasyon ve Ar-Ge sorularının Tanımlayıcı İstatistikleri.....	207
Tablo 60: İnovasyon ve Ar-Ge sorularının Frekans Analizleri.....	207

Tablo 61: İnovasyon ve Ar-Ge sorularının Anova Analizleri.....	209
Tablo 62: Satınalma veya Birleşme ile ilgili 9. Soruya verilen cevapların frekans analizi.....	209
Tablo 63: Satınalma veya Birleşme ile kendine aşırı güven düzeylerinin ANOVA analizi sonuçları.....	210
Tablo 64: Firmaların son 3 yılda yaptıkları yatırım tutarı.....	211
Tablo 65: Firmaların son 3 yılda yaptıkları yatırım tutarının cinsiyete göre bağımsız örneklem t testi.....	212
Tablo 66: Yapılan yatırımlardan elde edilen getiri oranının cinsiyete göre bağımsız örneklem t testi.....	213
Tablo 67: Kendine aşırı güven düzeylerinin cinsiyete göre bağımsız örneklem t testi.....	214
Tablo 68: Firmaların kar payı dağıtım oranı.....	214
Tablo 69: Firmaların kar payı dağıtım oranlarının kendine aşırı güven düzeylerine göre ANOVA analizi.....	215
Tablo 70: ANOVA analizi Scheffe Testi Sonuçları.....	215
Tablo 71: ANOVA analizi tanımlayıcı istatistikleri.....	216
Tablo 72: Kendine aşırı güven düzeyleri.....	217
Tablo 73: Beklenen getiri oranı ile kar dağıtım oranları arasındaki ilişkinin Korelasyon analizi.....	217
Tablo 74: Sektöre göre karlılık algısı frekans analizi.....	218
Tablo 75: Sektöre göre karlılık algısının kendine aşırı güven düzeyi ile ilişkisinin korelasyon analizi.....	219
Tablo 76: Risk algısının kendine aşırı güven düzeyi ile ilişkisinin korelasyon analizi.....	220
Tablo 77: Finansmanda kullanılan firma karının ilk tercih olması durumunun Kayıptan Kaçınma düzeylerine göre Bağımsız Gruplar T testi.....	221
Tablo 78: Finansmanda kullanılan dış borçlanmanın ilk tercih olması durumunun Kayıptan Kaçınma düzeylerine göre Bağımsız Gruplar T testi.....	222

Tablo 79: Finansmanda kullanılan dış borçlanmanın ikinci tercih olması durumunun Kayıptan Kaçınma düzeylerine göre Bağımsız Gruplar T testi.....	223
Tablo 80: Finansmanda kullanılan dış borçlanmanın üçüncü tercih olması durumunun Kayıptan Kaçınma düzeylerine göre Bağımsız Gruplar T testi.....	224
Tablo 81: Yatırım Düzeyi ile Kayıptan kaçınma düzeyinin korelasyon analizi.....	225
Tablo 82: Ar-Ge faaliyetleri ile Kayıptan kaçınma düzeyinin korelasyon analizi.....	226
Tablo 83: Kar payı dağıtım oranı ile Kayıptan kaçınma düzeyinin korelasyon analizi.....	227
Tablo 84: Kar payı dağıtım sıklığı ile Kayıptan kaçınma düzeyinin korelasyon analizi.....	227
Tablo 85: Firmanın aile şirketi olup olmamasına göre kayıptan kaçınma düzeyinin bağımsız gruplar t testi.....	228
Tablo 86: Kayıptan kaçınma düzeyine göre finansman tercihinin Kruskal Wallis testi.....	229
Tablo 87: Kayıptan kaçınma düzeyine göre cinsiyetin bağımsız gruplar t testi.....	230
Tablo 88: Dayanak noktası düzeyine göre cinsiyetin bağımsız gruplar t testi.....	231
Tablo 89: Firmanın aile şirketi olup olmamasına göre dayanak noktası düzeyinin bağımsız gruplar t testi.....	232
Tablo 90: Firmalarda verilen hatalı kararların dayanak noktası düzeyin ile ilişkisi.....	233
Tablo 91: Katılımcıların borçlanma tercihleri ile dayanak noktası düzeyleri arasındaki ilişki.....	233
Tablo 92: Katılımcıların borçlanma tercihleri ile iyimserlik düzeyleri arasındaki ilişki.....	235

Tablo 93: Katılımcıların iyimserlik düzeylerine göre kısa vadeli borçlanma tercihlerinin bağımsız gruplar t testi.....	235
Tablo 94: Katılımcıların iyimserlik düzeylerine göre kısa vadeli borçlanma ikinci tercihlerinin bağımsız gruplar t testi.....	236
Tablo 95: Katılımcıların iyimserlik düzeylerine göre kısa vadeli borçlanma üçüncü tercihlerinin bağımsız gruplar t testi.....	236
Tablo 96: Katılımcıların iyimserlik düzeylerine göre yatırım yapma sıklıklarının korelasyon analizi.....	235
Tablo 97: Katılımcıların yaptıkları yatırımdan zarar etmelerinin frekans analizi.....	238
Tablo 98: Katılımcıların yaptıkları yatırımdan zarar etme düzeylerinin iyimserlik düzeyleri ile ilişkisinin korelasyon analizi.....	239
Tablo 99: Katılımcıların yatırım projelerini üstlenme davranışları ile iyimserlik düzeyleri ilişkisinin korelasyon analizi.....	240
Tablo 100: Katılımcıların finansal bağımsızlık tutumları ile iyimserlik düzeyleri ilişkisinin korelasyon analizi.....	241
Tablo 101: Katılımcıların firmadaki pozisyonlarına göre ile davranışsal önyargı düzeylerinin Kruskal Wallis testi.....	241
Tablo 102: Katılımcıların davranışsal önyargı düzeylerine göre firmadaki pozisyonlarının sıralaması.....	242
Tablo 103: Katılımcıların firmadaki iş tecrübelerine göre davranışsal önyargılarının Kruskal Wallis testi.....	242
Tablo 104: Katılımcıların firmanın faaliyette bulunduğu sektöre göre davranışsal önyargılarının Kruskal Wallis testi.....	243
Tablo 105: Katılımcıların davranışsal önyargılarına göre firmanın faaliyette bulunduğu sektörün sıralaması.....	243
Tablo 106: Katılımcıların firmanın hukuki yapısına göre davranışsal önyargılarının Mann Whitney U testi.....	244
Tablo 107: Katılımcıların firmanın ölçeğine göre davranışsal önyargılarının Mann-Whitney U testi.....	244

ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 1: Rasyonel Karar Verme Modeli.....	17
Şekli 2: Beklenti Teorisi Değer Fonksiyonu.....	27
Şekli 3: Günümüzde Finansın İki Temel Paradigması.....	34
Şekli 4: Piyasa Etkinliği ve Fiyatlama Modeli.....	37
Şekil 5: Davranışsal Finansın Etkileşimde Bulunduğu Disiplinler ve Kavramlar.....	63
Şekil 6: Bilişsel Önyargı Kalıpları.....	65
Şekil 7: Finansın Temel Karar Alanları.....	88
Şekil 8: İrrasyonel Piyasalarda Rasyonel Yöneticilerin Hedefleri.....	95
Şekil 9: Firmalarda Alınan Temel Finansal Kararlar.....	96
Şekil 10: Yarı Aralıklı Ölçeklerde Kalibrasyon Eğrisi.....	125

Tezin Başlığı: Firmaların Finansal Kararları Üzerinde Davranışsal Önyargıların Etkisi**Tezin Yazarı:** Bilgehan TEKİN**Danışman:** Yrd. Doç. Dr. Fatih Burak GÜMÜŞ**Kabul Tarihi:** 24/11/2015**Sayfa Sayısı:** xiv (ön kısım) + 298 (tez) + 18(ek)**Anabilim Dalı:** İşletme**Bilim Dalı:** Muhasebe-Finansman

Geleneksel karar teorisinin temel varsayımı olan rasyonel birey, bir karar durumunda o an mevcut olan tüm bilgilere ulaşabilir ve bu bilgileri sınırsız bilgi işleme kapasitesinden geçirerek tamamen rasyonel kararlar alabilir. Karar sürecini etkileyen herhangi duygusal ya da davranışsal bir etken söz konusu değildir. Rasyonel birey varsayımı, geleneksel ekonomi ve finans modellerinin de temel varsayımlarından biridir.

Geleneksel finans teorilerinin temel hipotezlerinden birisi olan etkin piyasalar, rasyonel bireylerin rasyonel hareketlerine bağlı olarak oluşmakta, bazı anomaliler ortaya çıksa dahi, bir süre sonra kendiliğinden ortadan kalkacağı ileri sürülmektedir. Buna karşın, belirli anomaliler nedeniyle kar elde etmeye devam edildiği ve bu anomalilerin tamamen ortadan kalkmadığı yapılan çalışmalar sonucu ortaya konmuştur. Anomalilerin varlığını devam ettirdiğinin görülmesi bu bağlamda yapılan çalışmaların sayısını arttırmış ve bu anomalileri ve yatırımcı davranışlarını inceleyen ve “davranışsal finans” olarak adlandırılan disiplini ortaya çıkarmıştır.

Davranışsal finansa, firmalarda alınan finansal kararlar bağlamında yaklaşılması sonucu ise “davranışsal işletme finansı” ortaya çıkmıştır. Davranışsal işletme finansı alanında yapılan çalışmalar, geleneksel rasyonel varsayımını davranışsal bulgulardan hareketle değiştirmeyi amaçlamaktadır. Davranışsal işletme finansı genel olarak belirli davranışsal ve psikolojik faktörlerin firmalarda karar mekanizmalarında görev alan firma sorumlularının aldıkları kararlar üzerindeki etkisini incelemektedir.

Bu çalışmada, firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin davranışsal önyargılar sergileyip sergilemedikleri, sergilemeleri durumunda davranışsal önyargı düzeylerinin, sermaye yapısı, yatırım ve kar dağıtım kararları üzerindeki etkisi, başka bir ifade ile firmalarda alınan finansal kararların davranışsal önyargı düzeylerine göre farklılaşp farklılaşmadığı incelenmiştir. Söz konusu davranışsal önyargılar literatürde üzerinde en fazla durulan, kendine aşırı güven, kayıptan kaçınma, dayanak noktası ve iyimserlik önyargılarıdır.

Çalışma, İstanbul ilimizde Ticaret ve Sanayi Odaları’na kayıtlı olarak faaliyet gösteren 255 adet küçük ve orta büyüklükteki anonim ve limited şirket firma yöneticisi ve/veya sahibine anket uygulaması yapılarak yürütülmüştür. Çalışmanın hipotezleri, anket uygulaması sonucunda toplanan veriler doğrultusunda parametrik ve parametrik olmayan hipotez testleri ile test edilmiştir.

Çalışma sonucunda firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin yüksek kendine aşırı güven, kayıptan kaçınma ve iyimserlik önyargısı sahibi oldukları bunun yanında orta düzeyde dayanak noktası önyargısı sergiledikleri ortaya konmuştur. Ayrıca yapılan hipotez testleri sonucunda, söz konusu davranışsal önyargıların, firmalarda alınan finansal kararlar üzerinde literatürde öne sürülen bulgular doğrultusunda belirli bir etkisinin olduğu görülmüştür.

Anahtar Kelimeler: Rasyonel Birey, Davranışsal Finans, Davranışsal İşletme Finansı, Karar Alma, Finansal Karar Alma, Finansal Kararlar, Davranışsal Önyargılar.

Title of the Thesis: The Impact of Behavioral Biases on Firms' Financial Decisions	
Author: Bilgehan TEKİN	Supervisor: Assist. Prof. Fatih Burak GÜMÜŞ
Date: 24/11/2015	Nu. of pages: xiv(pre text)+298(main body)+18(App)
Department: Business Administration Subfield: Accounting and Finance	

As the fundamental assumption of the conventional decision theory, an irrational individual can access to all available data at the moment of making a decision and adopt completely rational decisions by processing such data through an unlimited data processing capacity. There are no emotional or behavioral factors influencing the decision-making process. The assumption of rational individual is one of the fundamental assumptions of the conventional economy and finance models.

Efficient markets, one of the main hypotheses of conventional finance theories, appear depending on the rational acts of rational individuals and, even if some anomalies arise, they are asserted to disappear by themselves after a while. On the other hand, some studies have also revealed that profit continues to be earned due to certain anomalies and that such anomalies do not completely disappear. Since it was observed that anomalies maintained their existence, the number of studies focusing on the same context increased, giving rise to the discipline, called "behavioral finance" which analyzes such anomalies and investor behaviors.

As a result of addressing behavioral finance within the context of financial decisions made at companies, the concept of "behavioral corporate finance" was introduced. The studies conducted in the field of behavioral corporate finance aim at altering the assumption of conventional rationality, starting from behavioral findings. Behavioral corporate finance mostly analyzes the impact of certain behavioral and psychological factors on the decisions made by the company executives in charge of decision mechanisms at companies.

This study focuses on whether company managers and/or owners display behavioral biases and, if they do, the effect of their behavioral bias levels on the capital structure, investments and decisions on profit distribution, or, in other words, whether the financial decisions adopted at companies differ according to the behavioral bias levels or not. The mentioned behavioral biases are extreme self-confidence, loss aversion, reference point and optimism bias, which are also the most frequently emphasized types in the literature.

The study was carried out by conducting a survey on the managers and/or owners of 255 small and medium sized joint stock companies and limited liability companies operating as registered at the Chambers of Commerce and Industry in İstanbul province. The hypotheses of the study have been tested via parametric and non-parametric hypothesis tests in parallel with the data collected as a result of the surveys.

Results of the study revealed that company managers and/or owners not only possess a high level of overconfidence, loss aversion and optimism bias, but also display a medium level of anchoring bias. In addition, it has also been proven as a result of the hypothesis tests carried out that the mentioned behavioral biases have a certain influence on the financial decisions made at the companies, in line with the findings set forth in the literature.

Keywords: Rational Individual, Behavioral Finance, Behavioral Corporate Finance, Decision Making, Financial Decision Making, Financial Decisions, Behavioral Biases.

GİRİŞ

Karar verme mekanizmasının merkezinde yer alan insan, bir robot ya da makineden farklı olarak, duyguları, sezgileri, yargıları ve önyargıları olan canlı bir varlıktır. Bu etkenler bizlerin mantık dışı ya da akılcı olmayan (irrasyonel) kararlar almamıza neden olur. Sahibi olduğumuz, psikolojik ve davranışsal özellikler bizleri diğer canlılardan farklı kılar. İnsanı farklı kılan bu özellikler, geleneksel finansın öne sürdüğü akılcı (rasyonel) insan ve rasyonel karar olgularının her türlü finansal işlemler için genel geçer bir yaklaşım olamayacağını gösterir.

1950'li yılların ortalarından itibaren finans alanı, geleneksel finans modellerinin baskın olduğu bir döneme girmiştir. Geleneksel ekonomi ve finans modellerinin temel noktası ya da varsayımı, insanların rasyonel birer canlı oldukları ve bu nedenle rasyonel hareket ettikleri ya da kararlar aldıkları şeklindedir. Bu varsayıma göre insanların rasyonel olmaları, piyasalarda gerçekleştirdikleri her türlü işlem ve faaliyetlerde de rasyonel hareket etmeleri sonucunu doğurmaktadır.

Geleneksel finans teorilerinin temel hipotezlerinden birisi **etkin piyasalar hipotezidir**. Bu hipoteze göre piyasalardaki fiyatlar, rasyonel bireylerin rasyonel hareketlerine bağlı olarak şekillenmektedir. Fama (1997), piyasalarda belli bir süre ile bir takım anomaliler izlense dahi, ölçülen her türlü anomalinin bir süre sonra kendiliğinden ortadan kalkacağını ileri sürmüştür. Fama'ya göre piyasa anomalileri ve bu anomaliler nedeniyle olağandışı şekilde oluşan karlar piyasalar tarafından ilk kez farkına varıldıklarında piyasa katılımcıları tarafından yapılan işlemler ile kısa bir süre sonra ortadan kalkacaktır. Buna karşın, piyasa anomalilerinin tamamen ortadan kalkmadığı ve bu anomaliler nedeniyle kar elde etmeye devam edildiği yapılan çalışmalar sonucu ortaya konmuştur. Anomalilerin varlığını devam ettirmesi ve bu anomalilerin tespit edilmesine, çeşitlerinin belirlenmesine ve etkilerinin ortaya konmasına yönelik yapılan çalışmaların nihai olarak geldikleri noktada **davranışsal finans** olarak adlandırılan ve finans alanına farklı bir boyut daha kazandıran disiplin ortaya çıkmıştır.

Davranışsal finans, disiplinler arası bir çalışma alanıdır ve bu çalışma alanı psikoloji, sosyoloji, davranış bilimleri, ekonomi ve finans gibi farklı disiplinleri bir araya getirir. Bu disiplin karar teorisi kaynaklıdır. En önemli özelliği, belirsizlik altında alınan kararlarda meydana gelen psikolojik tuzakların incelenmesidir.

Davranışsal finans gün geçtikçe daha çok dikkati çeken ve gerçek dünyadaki uygulamalara konu olmaya başlayan bir disiplin olarak karşımıza çıkmaktadır. Dünyada saygın üniversitelerde ve saygın akademisyenler tarafından yapılan çalışmalara konu edilmekte, davranışsal finans disiplinini konu alan akademik dergiler çıkarılmakta ve sürekli olarak bilimsel toplantılar düzenlenmektedir. Ayrıca davranışsal finans disiplininin öğretilerinden gerçek hayatta da yavaş yavaş yararlandığı dikkati çekmektedir.

Günümüzde davranışsal finans uygulamalarına bakıldığında, ilk ortaya çıktığı tarihlerde olduğu gibi sadece piyasalarda faaliyet gösteren bireysel yatırımcı davranışları ve piyasa anomalileri bağlamı ile sınırlı kalmadığı görülmektedir. Dünyada bankacılık sektöründe davranışsal finans uygulamalarına sayılı bankalar tarafından başlandığı izlenmektedir. Örneğin davranışsal finans disiplinini temel alan davranışsal fonlar, ilk olarak 1990 yılında, JP Morgan¹, LSV Asset Management² ve davranışsal finans alanının iki önde gelen ismi Fuller ve Thaler işbirliği ile JP Morgan bünyesinde “Keşfedilmemiş Davranışsal Yöneticiler Değer Fonu (Undiscovered Behavioral Managers Value Fund³)”nu hayata geçirmesiyle uygulamaya konmuştur. Bu fonu takiben davranışsal

¹ JPMorgan Chase (NYSE: JPM) Amerika Birleşik Devletleri'ndeki en eski finans kurumlarından biridir. 240000000000 \$ varlığı, 240.000'in üzerinde çalışanı ile 60'tan fazla ülkede faaliyet gösteren ve dünyanın önde gelen küresel bir finansal hizmetler firmasıdır. Verdiği hizmetler arasında yatırım bankacılığı, tüketici ve küçük işletme bankacılığı, ticari bankacılık, finansal işlemler ve varlık yönetimi gibi finansal hizmetler sayılabilir. Kaynak: <https://www.jpmorganchase.com/corporate/About-JPMC/about-us.htm>

² 1994 yılında kurulan LSV Varlık Yönetimi, özel yatırım modelleri ile dünyada kurumsal yatırımcılar için değer özkaynak yönetiminde uzmanlaşmış firmadır. LSV 30 Eylül 2015 itibarıyla yaklaşık 350 müşterisi için yaklaşık 8200000000 \$ yönetmektedir. Kaynak: <http://lsvasset.com/about-lsv/>

³ Bir çeşit yatırım fonudur. Fonun yatırım stratejisinde öncelikle değer özelliklerine sahip ABD hisse senetlerine yatırım yer alır. Yatırımcıların, piyasanın bir firma ile ilgili eski ve negatif bilgiye aşırı tepki ve yeni ve pozitif bilgiye düşük tepki göstermesine neden olan davranışsal önyargılarını araştırır. Ortalamanın altında bir fiyat-kazanç oranına ve/veya azalan hisse senedi değerine sahip şirketleri konu alır. Son performansları piyasanın altında gerçekleşen veya şirketin içerisindeki kişiler tarafından hisse senetlerinin satın alındığı ya da firma tarafından hisse senedi geri satın alınımının yapıldığı hisse senetleri tercih edilir.

finans disiplini dayanak alan 13 ayrı fon daha işleme konduğu belirtilmektedir (Park ve Sohn, 2013:23-24). Santoni ve Kelshiker (2010) davranışsal fonların emsallerine kıyasla daha düşük fiyat volatilitesine sahip olduklarını belirtmektedir. Baker ve Sesia (2007) davranışsal finans konseptini kullanarak JP Morgan bünyesinde yeni yatırım stratejileri geliştirmişlerdir (Aktaran: Park ve Sohn, 2013:23-24). JP Morgan içerisinde uygulanmaya başlanan bu yeni konseptin temel dayanak noktalarını akademide ve pratikte yapılan ampirik çalışmalar⁴ oluşturmaktadır. JP Morgan yatırım fonlarının performansının düşük olmasının risk olgusundan ziyade insan psikolojisi ve önyargıları ile daha gerçekçi açıklanabileceğini vurgulamıştır. Buna göre hisse senetlerinin fiyatları üzerinde en güçlü etkiye sahip iki davranışsal önyargı çeşidi olan kendine aşırı güven ve kayıptan kaçınma önyargılarına dikkat çekilmiştir (Park ve Sohn, 2013:23-24).

Türkiye’de, davranışsal finans öğretilerinin finansal sistem içerisindeki kullanımına bakıldığında ilk dikkati çeken uygulamanın, Yapı Kredi Private Banking’in “Seyir Defteri Projesi” olduğu görülmektedir. Bu proje kapsamında müşterilerden "Sizce İstanbul mu, yoksa Jakarta mı daha kalabalık bir şehir?", "Yüzde 90 oranında yağ içermeyen bir ürünü mü, yoksa yüzde 10 oranında yağ içeren bir ürünü mü tercih edersiniz?" gibi sıra dışı 18 sorudan oluşan “Finansal Davranış Formu”nu doldurmaları isteniyor. Müşterinin verdiği yanıtlar ve bankayla ilk temasa geçtiği an itibarıyla yaptığı tüm finansal tercihler birlikte değerlendirilerek, finansal davranışlarının anlaşılmasına çalışılıyor ve bir "Müşteri Karnesi" oluşturuluyor. Banka bu uygulamayla, müşterilerin risk algısının yanı sıra kendilerine güvenini, gerçekten tam olarak ne istediğini, yatırımlardan beklediği kazancın gerçekliğini, toleransını ve duygularını ölçmeyi hedefliyor. Aynı zamanda, her müşterinin kendine has ve özel eğilimlerinin analiz edilmesi, müşterinin bazen kendisinin bile ne istediğinden emin olmadığı zamanlarda doğru ve sağlıklı karar vermesi hedefleniyor (www.ykprivate.com.tr, 2015; www.aa.com.tr, 2015). Bunun yanında “Ziraat Portföy”ün yatırım felsefesine bakıldığında şöyle bir ifadeye rastlanılmaktadır (www.ziraatportfoy.com.tr, 2015):

Kaynak: <https://www.jpmorganfunds.com/cm/Satellite?pagename=jpmfVanityWrapper&UserFriendlyURL=fundoverview&cusip=904504842>.

⁴ Belirli özelliklere sahip hisse senetlerinin diğerlerine göre daha düşük performans sergilemesi.

“Ziraat Portföy, davranışsal kalıpların etkisini minimize edecek sayısal tekniklere dayalı modeller kullanarak yatırım araçlarını seçer ve portföy dağılımlarını belirler. Kararların oluşturulmasında ve zamanlama yönetiminde temel ve teknik analiz yöntemleri yoğun olarak kullanılır.”

Gelinen nokta, geniş çapta faaliyet gösteren ciddi firmaların ve yöneticilerinin kurum içi politikaların belirlenmesi, ulusal ve global ekonomik ve finansal sistem ile entegre olunması evrelerinde, insan psikolojisi ve davranışlarının, dikkate almaları gereken önemli bir olgu olarak karşılımlarına çıktığını ve göz ardı edilemeyeceğini göstermektedir. Buna karşın davranışsal kalıpların etkisinin minimize edilmesi yerine bunlardan yararlanılması daha doğru bir seçenek olabilir.

Uluslararası literatüre bakıldığında, yavaş yavaş “davranışsal portföy yönetimi” konusunun çalışılmaya ve uygulamaya konulmaya başlandığı görülmektedir. Bu konuyu ilk olarak ele alan kişiler **Davranışsal Portföy Teorisi**'ni ortaya koyan Shefrin ve Statman'dır (2000). Bu teori özetle, geleneksel yaklaşımlarda öne sürülen, “yatırımcıların en büyük motivasyon aracı, portföylerinin değerinin maksimize edilmesidir” görüşünü reddetmektedir. Önemli olan, yatırımcıları motive eden çok çeşitli unsurları ve amaçları ortaya koyarak bu amaçları geniş bir yelpazede karşılayan portföyü oluşturmaktır.

Davranışsal finans aynı zamanda, psikoloji ve sosyoloji gibi bilim dallarında yapılan çalışmalar sonucu insan psikolojisine yönelik olarak ortaya konmuş önyargılar ve hevristikler gibi bulguların, piyasalarda gerçekleştirilen çeşitli finansal işlemlere uygulanmasını konu almaktadır. Bu işlemler çoğunlukla, belirsiz çıktıları olan finansal kararlarla ilgilidir. Park ve Sohn (2013), finans alanının önde gelen yedi akademik dergisini inceledikleri çalışmalarında, 1990-2010 yılları arasında yapılan çalışmaların yaklaşık %8'inin davranışsal finans üzerine olduğunu tespit etmişlerdir. Bu oranın günümüzde daha fazla olduğu açıktır. Bu bağlamda, davranışsal finans disiplininin önde gelen isimlerinden Richard Thaler'ın 2015 yılı içerisinde yayınladığı son kitabı “Misbehaving: The Making of Behavioral Economics”, ekonomik ve finansal sistem,

dünyamız ve kendimiz hakkındaki düşünce yollarımızın daha gerçekçi varsayımlar ile değiştirilmesi için iyi ve güncel bir yol gösterici kaynak olabilir.

Çalışmanın Konusu ve Önemi

Davranışsal finans uygulamalarının işletmelerde alınan kararlar üzerine uyarlanması sonucu **davranışsal işletme finansı** ortaya çıkmıştır. Bu disiplin ile davranışsal önyargıların firmalarda alınan finansal kararları nasıl etkilediği sorusunun yanıtı araştırılmakta ve anlaşılmaya çalışılmaktadır. İşletme finansı alanında alınan kararların insan psikolojisinden nasıl ve ne derece etkilendikleri sorusu, davranışsal işletme finansının ana temasını oluşturmaktadır (Fairchild, 2012:2).

Eksik bilgi altında, firmalarda alınan kararların büyük çoğunluğu belirsizlik içerir. Belirsizlik altında alınan kararlar neticesinde firmalarda görev alan yöneticilerin ya da finansal kararlara yön veren yetkililerin davranışlarında akıl dışılık (irrasyonalite) sergiledikleri görülmektedir. İrrasyonalitenin kaynağı ise davranışsal önyargılar, hevristikler, duygular veya sezgiler gibi psikolojik faktörlerdir (Shao ve Wang, 2013; Camerer ve George 2004; Kahneman,1979). İrrasyonalite ya da irrasyonel davranış, rasyonel veya akılcı davranışların dışında sergilenen tutum ve davranışları ifade etmek amacıyla kullanıldığı bilinmektedir. İrrasyonel davranış ileri bölümlerde de değinileceği üzere sınırlı rasyonel davranışları içermesinin yanında belirsizliğin yoğun olduğu durumlarda, davranışsal önyargılar gibi psikolojik faktörlerin sonucu ortaya çıkan sistematik hataları da vurgulamaktadır (Shao ve Wang, 2013:184).

İrrasyonel davranışlar, yöneticilerin karar verme aşamalarında ya da süreçlerinde ciddi hatalara sebep olabilecek bir unsurdur. Bu hatalar davranışsal maliyetleri gündeme getirmektedir. Davranışsal maliyetler, işletme faaliyetlerinin, işletmenin değerinin ve paydaşların refahının zarar görmesini ifade etmektedir. Shefrin (2001) davranışsal maliyetleri, irrasyonel davranış ve işletme değeri arasındaki negatif korelasyon olarak ifade etmektedir. Yöneticilerin irrasyonel davranışlarının farkında olmamaları ve doğru olanı yaptıklarına olan güçlü inançları, bu tür davranışların maliyetlerinin büyük olması sonucunu doğurmaktadır (Shefrin, 2007). Bu gibi nedenlerle yöneticilerin karar verme

süreçlerinde, davranışsal özelliklerinin dikkate alınması irrasyonel davranışların olası zararlarının minimum düzeyde kalmasına yardımcı olacaktır.

Shao ve Wang (2013) Amerika Birleşik Devletleri (ABD)'nde her dört yılda bir firmaların yatırım kararı almalarının altında yatan davranışsal faktörlerin tespit edilmesi amacıyla geniş çaplı anket veya mülakat uygulamaları yapıldığını, aynı şekilde Avrupa ülkelerinde de benzer çalışmaların düzenli bir şekilde yapıldığını ifade etmektedir.

Sadece şirketler için değil aynı zamanda bir bütün olarak ekonominin geneli için firmalardaki faaliyetlerin ve karar süreçlerinin önemi göz önüne alındığında, firmalarda kararlardan sorumlu yöneticilerin bu kararları nasıl aldıklarının anlaşılması, etkin bir yönetim anlayışı nasıl olur sorusunun cevabına yönelik daha iyi bir fikir edinilmesi açısından önemlidir. Söz konusu kararlar üzerinde etkili olan her faktörün dikkate alınarak ayrı ayrı incelenmesi daha gerçekçi çözümler üretilmesini sağlayacaktır.

Bu çalışma, işletmelerde yöneticilerin veya sahiplerin davranışsal önyargılarının işletme faaliyetlerine yönelik olarak verdikleri finansal kararlar üzerindeki olası etkisini incelemektedir. Yatırımcı davranışları ve piyasa anomalileri üzerine yapılan çalışmalara kıyasla daha az olmasına karşın, davranışsal önyargıların firmaların finansal kararları üzerindeki etkisi konusunda uluslararası planda önemli sayıda ve nitelikte çalışma yapılmış ve yapılmaya devam etmektedir. Bu konunun Türkiye'de faaliyet gösteren firma yöneticileri ve sahipleri açısından analiz edilmesinin ve değerlendirilmesinin, Türkiye'de bu konudaki literatürün oluşmasına ve gelişmesine katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

Çalışmanın Amacı

Bu çalışmanın amacı uluslararası alanda yapılan çok sayıda çalışmaya konu olmuş, “firmalarda finansal kararlardan sorumlu firma yöneticilerinin (işletme yöneticisi, finans yöneticisi ve muhasebe yöneticisi dahil) ve/veya firma sahiplerinin aldıkları kararlar üzerindeki davranışsal önyargıların etkisi” konusunun Türkiye'deki firmalar üzerinde araştırılması, incelenmesi, anlaşılması, değerlendirilmesi ve yorumlanmasıdır.

Bir diğer amaç ise davranışsal finans çerçevesi içerisinde ela alınan davranışsal işletme finansı konusunun Türkiye’de tanınmasına ve geliştirilmesine katkıda bulunmaktadır.

Bu alışma, Türkiye’de bu alanda ve türde yapılan ilk çalışmalardan biri olma niteliği taşıması sebebiyle, kavramsal ve teorik çerçevesinin oluşturulmasında, çoğunlukla, yabancı kaynaklardan yararlanılmıştır. Burada amaç, hata yapma olasılığını en aza indirmek ve söz konusu disiplinin dayandığı temel noktaları açık ve detaylı bir şekilde ortaya koyabilmektir. Bu kapsamda, söz konusu literatürde üzerinde en çok durulan ve bu çalışmaya konu olan davranışsal önyargıların, kendine aşırı güven (Camerer ve Lovallo, 1999; Barber ve Odean, 2001; Malmendier ve Tate, 2005, 2007, 2008, 2011) kayıptan kaçınma (Kahneman ve Tversky, 1979; Tversky ve Kahneman, 1991; Kahneman, Knetsch ve Thaler; 1991; Benartzi ve Thaler, 1995), dayanak (ıpalama) ya da referans noktası (Tversky ve Kahneman, 1974; Kahneman, 1992) ve iyimserlik (Weinstein, 1980; Heaton, 2002) olduğu görülmektedir.

Çalışmada üzerinde durulacak finansal kararlar ise firmalarda alınan temel finansal kararlar olup, sermaye yapısı kararları, yatırım kararları (Devalma ve Birleşme, Araştırma ve Geliştirme/Ar-Ge ve İnovasyon kararlarına da içermektedir) ve kar payı dağıtımı (temettü ödemesi) kararlarından oluşmaktadır.

Çalışmanın Yöntemi

Çalışmanın veri toplama yönteminde yapılandırılmış anket uygulamasından yararlanılmıştır. Bu amaçla, ulusal ve uluslararası planda yapılmış çalışmalardan istifade edilerek hazırlanmış ve toplamda 61 sorudan oluşan anket, tesadüfi ve kolayda örnekleme yöntemleri ile belirlenen ve İstanbul ilimizde Ticaret ve Sanayi Odaları’na bağlı olarak KOBİ ölçeğinde, limited ve anonim şirket statüsünde faaliyet gösteren 262 firma ile yüz yüze görüşülerek uygulanmıştır.

Çalışmanın analiz yönteminde ise IBM SPSS 20 programlarından yararlanılmıştır. SPSS programı ile parametrik (tek örneklem t testi, bağımsız gruplar t testi, tek yönlü varyans analizi, korelasyon analizi) ve parametrik olmayan (Kruskal Wallis testi, Mann

Whitney U testi) hipotez testi yöntemleri kullanılmış ve çalışmanın hipotezleri test edilmiştir. Ayrıca frekans analizi ve tanımlayıcı istatistiklerden de yararlanılmıştır.

Çalışmanın Bölümleri

Tez genel olarak aşağıdaki iki ana başlık etrafında toplanmıştır:

- **Literatür araştırması:** Tez konusu ile ilgili olarak ekonomi, finans, davranışsal ekonomi, davranışsal finans, psikoloji, davranışsal işletme finansı akademik disiplinleri çerçevesinde hazırlanmış kaynaklar taranarak, okuyucuya konu hakkında detaylı bilgilerin verilmesi, ulusal ve uluslararası alanda yapılmış çalışmaların bulgularının ve öne sürdüğü iddiaların sunulması amaçlanmıştır.
- **Yapılandırılmış anket ile ampirik bir uygulama:** Literatürde öne sürülen iddiaların Türkiye’de faaliyet gösteren firmalar bağlamında ne derece geçerli olduğunun, ayrıca davranışsal önyargıların firmalarda alınan finansal kararlar üzerindeki olası etkisinin ne olduğunun ortaya konması amaçlanmıştır. Bu bağlamda literatürdeki konu ile doğrudan ve dolaylı ilgisi bulunan çalışmalardan hareketle yapılandırılmış anket ile ampirik bir uygulama yapılmıştır.

Çalışmanın bölümleri ise şu şekilde oluşturulmuştur: Birinci bölümde öncelikle, geleneksel finans literatürünün temel noktaları olduğu belirtilen ve davranışsal finansın eleştirel bir bakış açısıyla ele aldığı karar verme, rasyonel karar verme ve beklenen fayda teorilerine değinilecektir. Devamında ise beklenti teorisi, finans bilimi ve psikoloji bilimi birlikte ele alınarak değerlendirilecektir. İkinci bölümde ilk olarak, geleneksel finansın temel teorileri, varsayımları ve modelleri ele alınacaktır. Daha sonra geleneksel finansa yönelik eleştiriler, davranışsal finans, davranışsal önyargılar ve hevristikler ve davranışsal işletme finansı konuları üzerinde durulacaktır. Üçüncü bölümde firmalarda alınan finansal kararlar ve çeşitleri ile söz konusu davranışsal önyargı ve hevristiklerin bu kararlara etkisi literatürdeki çalışmalardan hareketle incelenecektir. Çalışmanın son bölümü olan dördüncü bölümde, yapılandırılmış anket ile İstanbul ilinde 262 KOBİ statüsündeki firma üzerinde gerçekleştirilmiş anket

uygulamasına, elde edilen veriler üzerinden yapılan hipotez testlerine, analizlere ve ulaşılan bulgulara yer verilecektir. Çalışmanın sonuç bölümünde elde edilen bulgular doğrultusunda genel bir değerlendirme yapılacaktır.

BÖLÜM 1: KARAR VERMENİN PSİKOLOJİK SINIRLARI

Karar verme, karmaşık ve çok yönlü bir süreçtir. Bu süreç, bir dizi belirli alternatif arasından seçim yapma aşaması olarak ifade edilebilir. Gündelik hayatta hemen herkes sıklıkla karar verme aşamalarıyla karşı karşıya kalmaktadır. Verilen bu kararların başarıya ulaşması kişilerin ve karar durumunu etkileyebilecek dış çevre faktörlerinin özellikleriyle yakından ilgilidir.

1.1. Karar Verme Teorisi ve Temelleri

İş dünyasında, ekonomide ve akademik çevrelerde kabul gören genel varsayım, kişilerin rasyonel bireyler olmalarından ileri gelen rasyonel tercih davranışı sergiledikleridir. Rasyonel tercih davranışının kökeni ise 18. yy’ da Adam Smith (1776) tarafından yapılan çalışmaya kadar dayanmaktadır. Smith, bu çalışmasında kişilerin karar verme süreçlerini tam ve mükemmel bilgi altında yürüttüklerini ve bu bilgiyi doğru ve önyargısız olarak işleyebildiklerini varsaymaktadır. Bugüne baktığımızda, Smith’in bu teorisinin dünyanın saygın üniversitelerinde okutulan derslerin, ekonomik modellemelerin ve politikaların dayanak noktasını oluşturduğu gözlemlenmektedir. Söz konusu teori aynı zamanda, yetersizlikleri, gerçek dünyayla bağdaşmayan varsayımları ve insan tasviri nedeniyle sıklıkla eleştirilmektedir.

Adam Smith’in “tarafsız gözlemci” varsayımı ile Sigmund Freud’un “süper ego” önermesi bireylerin rasyonel karar verme süreçlerinden sapmalarına yol açan faktörlere değinen ilk örneklerdendir (Diamond ve Vartiainen, 2007:235). Diğer yandan, literatüre bakıldığında karar teorisinin üç temel paradigmasından bahsedildiği görülmektedir. Bunlar; beklenen fayda teorisi, beklenti teorisi ve ortalama varyans analizidir (Hens ve Bachmann, 2008:12). 1738 yılında Daniel Bernoulli tarafından ortaya atılan “beklenen fayda teorisi” daha sonra Von Neumann ve Morgenstern tarafından 1944 yılında “beklenen subjektif fayda teorisi” adı altında yeniden ele alınmış ve geliştirilmiştir (Von Neumann ve Morgenstein, 1953, 2007). Beklenen fayda ve beklenen subjektif fayda teorilerine göre bireyler aldıkları kararları yaptıkları olasılıksal hesaplamalara

dayandırır ve kendilerine en çok fayda sağlayacağına inandıkları şekilde karar verirler.

Daniel Kahneman ve Amos Tversky (1979) tarafından ortaya konan beklenti teorisi, normal bir insanın karar verme sürecinde kayıplara kazançlardan daha fazla anlam yüklediği üzerine kurulmuştur. Buna göre, insanlar kendilerinin fayda durumlarında meydana gelen değişmelere kendilerinde meydana gelen değişmelerden daha fazla odaklanırlar ve subjektif olasılıkların beklentisi, yüksek düzeyde önyargılı olarak gerçekleşir. Beklenen fayda teorisi, hangi kararların rasyonel olduklarını açıklar. Beklenti teorisi ise hangi tür kararların en sık gözlemlendiğini açıklamaktadır (Hens ve Bachmann, 2008:12).

Markowitz'in (1952) ortalama varyans analizi ise gerçek hayatta en sık kullanılan karar verme modelidir. Bu modelde, alternatifler değerlendirilerek, minimum düzeyde risk içeren beklenen bir getiri düzeyinde en fazla getiriye sahip alternatifin tercih edilmesi amaçlanır. Bu model, etkin bir portföy seçim modeli olarak kullanılmasının yanında, amaç fonksiyonu ve kısıt yapısı itibari ile kısıtlı kaynaklar altında en fazla fayda ya da en az maliyet amaçlı klasik bir optimizasyon problemi olarak da görülmektedir (Keçeci, 2015:462).

Normal dağılım gösteren durumlarda (örneğin normal dağılım gösteren kazançlar) olduğu gibi özel durumlarda da bu üç karar modelinin birbirine yakın sonuçlar ortaya koyduğu, fakat genel olarak bakıldığında ve modeller arasında karşılaştırma yapıldığında birbirlerinden farklı oldukları belirtilmektedir. Özellikle ortalama varyans kararları irrasyonel iken, beklenti teorisi kararlarının rasyonel olabilmesi söz konusudur. Dolayısıyla saf bir sınıflandırma olan davranışsal önyargı = irrasyonel davranış ve ortalama varyans = rasyonel davranış önermelerinin tamamıyla yanlış olabileceği ifade edilmektedir (Hens ve Bachmann, 2008:12).

Karar teorisi ilk olarak, şans ya da piyango oyunlarının nasıl seçilip birleştirileceği ile ilgili olarak ortaya çıkmıştır. Bugün, her türlü karar ve yatırım durumlarının temelinde bu teorinin yattığı söylenir.

Karar ve olasılık teorisinin temellerinin anlaşılması açısından, **St. Petersburg Paradoksu**, önemli bir yere sahiptir. Bu paradoksa göre, bir oyunda, beklenen değere bağlı olarak karar veren katılımcılar mevcutsa, o oyun, bu tür katılımcılar açısından oynanamaz yapıdadır. Bu paradoks, Daniel Bernoulli tarafından 1738 yılında “Commentaries of the Imperial Academy of Science of Saint Petersburg” dergisinde yayınlanmıştır. St. Petersburg Paradoksu’nda bir yazı-tura oyunu söz konusudur. Burada “tura” gelene kadar madeni para ile “yazı-tura” atılır. Oyundan kazanılacak ödül, tura gelene kadar madeni paranın kaç kez atıldığına bağlıdır. Tura gelene kadar para x kez atılmışsa kazanılacak para $2x$ olacaktır. Eğer ilk atıştan sonra oyun biterse yapılacak ödeme birdir. Eğer ikinci para atıldıktan sonra oyun biterse ödeme iki olacaktır. Yani para atışı oyununda sıra değiştiğinde kazanç ya da ödül iki katına çıkmaktadır. Dolayısıyla üçüncü para atıldıktan sonra kazanç dört olmaktadır ve bu durum bu şekilde devam eder (Taşdemir, 2007:307; Hens ve Bachmann, 2008:12).

Oyuna başlamak için gereken başlangıç miktarının ya da ücretinin ne olması gerektiği konusu tartışmalıdır. X rasgele ödül değişkeni kabul edildiğinde olasılık dağılımı aşağıdaki şekilde tanımlanır;

$$f_x(x) = \left(\frac{1}{2}\right)^x \quad (1)$$

Beklenen ödül E harfi ile tanımlanırsa;

$$E = \frac{1}{2} \cdot 1 + \frac{1}{4} \cdot 2 + \frac{1}{8} \cdot 4 + \dots = \sum_{x=1}^{\infty} \left(\frac{1}{2}\right)^x \cdot 2^{x-1} = \sum_{x=1}^{\infty} \frac{2^{x-1}}{2^x} = \sum_{x=1}^{\infty} \frac{1}{2} = \infty \quad (2)$$

Formülden de anlaşılacağı üzere beklenen fayda ya da ödül sonsuza gitmektedir ve herhangi bir sınırı yoktur. Bu nedenle oyun için ödenen değer ne miktarda olursa olsun her durumda avantajlıdır. Bununla birlikte kişilere “böyle bir oyuna katılmak için ne kadar ödeme yaparsınız?” şeklinde bir soru sorulduğunda, verilen miktar cevabının ortalamasının oldukça düşük olduğu görülmüştür. Bernoulli bu durumu azalan marjinal fayda kanunu ile açıklamaktadır. Bunun yanında “beklenen fayda hipotezi” bu durumun

açıklanması için kullanılan bir başka varsayımdır. Bernoulli'nin de belirttiği üzere, 1000 TL kazanç elde etmek, fakir bir kişi için zengin bir kişiye oranla daha değerlidir. Bernoulli, ödemeleri, “logaritmik fayda fonksiyonu”na göre değerlendirmektedir. Buna göre St. Petersburg Paradoksu'nun sübjektif değeri yani beklenen faydası (Hens ve Bachmann, 2008:12);

$$\sum \frac{1}{2^t} \ln(2^t) = \sum_{t=1}^n \frac{t}{2^t} \ln(2) = 2 \ln(2) = 1.3863 \quad (3)$$

şeklinde hesaplanır.

1944 yılında von Neumann ve Morgenstern beklenen fayda teorisinin sübjektiflik olmasını eleştirerek bu teoriye ilaveler yapmıştır. Beklenen fayda teorisi her ne kadar uzun bir zamandan beri belirsizlik altında yapılan tercihler için tanımlayıcı bir model olarak kullanılsa da gerçek davranışların tanımlanması bağlamında tam olarak işlevini yerine getiremediği ileri sürülerek eleştirilmiştir (Hens ve Bachmann, 2008:13). Bu durum **Allais Paradoksu** olarak adlandırılmaktadır. Örneği ek 10'da verilen Allais Paradoksu kısaca, yatırımcıların karar verirken sistematik bir şekilde beklenen fayda teorisi varsayımlarını ihlal ettiklerini öne sürmektedir (Görmüş, 2010:47; Aksoy ve Şahin, 2015:9).

Geleneksel karar verme modellerine bakıldığında matematiksel semboller, formüller ve işlemlerden oluştuğu, mantıksal, rasyonel ve güvenilir modeller olarak addedildikleri görülmektedir. Basit ve dikkat çekici yapılarına rağmen bu modeller gerçek dünyadaki karar verme süreçleriyle çoğunlukla bağdaşmazlar. 1950'li yıllara kadar Feller ve Hirsh gibi matematikçilerin iddiası, çeşitli piyangolar arasından yapılacak tercihin beklenen değer ve varyans gibi objektif bir istatistiksel kritere dayanması gerektiği şeklindeydi. Bununla birlikte, yatırım kararlarında da görüldüğü gibi, herhangi bir getiri düzeyinin, satın alınan ve getiri beklenen yatırımın çeşidi veya niteliği bağlamında değerlendirilmesi daha doğru bir yaklaşım olacaktır. Karar verme süreçlerinin çok nadir olarak mantıksal yapıları takiben başarıya ulaştığı şeklinde genel bir kanı olmasına rağmen, matematiksel modellemelerin ve analizlerin cazibesi bu modellemelere diğer alternatiflere nazaran daha fazla güven duyulmasına neden olmaktadır.

Geleneksel modeller ve teorilerde karar verme, aynı zamanda evrensel bir olgu olarak karşımıza çıkmaktadır. Buna göre karar verici hangi ülkede yer alırsa alsın belirli koşulları takip ederek dünyanın başka bölgelerinde başka kültürlerde yaşayan insanlarla aynı istikamette karar vermektedir (Schramm-Nielsen, 2001:405).

Oysa karar verme, geleneksel modellerin iddia ettiği kadar basite indirgenebilen ve belirli kalıplar dahilinde sürdürülen bir süreç değildir. Karar verme süreçleri çok çeşitli faktörlerin etkisi altında, farklı şekillerde ortaya çıkabilir ve genellikle karar vericiler tarafından varsayımlar ve önyargılar nedeniyle karmaşık bir hale dönüştürülür. Bu nedenle, başarılı karar verme modellerinin geliştirilebilmesi, öncelikle kararları etkileyen varsayımların ve önyargıların bilinmesini ve anlaşılmasını bunun yanında bu faktörlerin olumsuz etkilerinin en aza indirilmesini sağlayacak çözüm yöntemlerinin bulunmasını ve uygulanmasını gerektirir (Korte, 2003).

Edwards (1954), çoğu sosyal bilimcinin, psikoloji bilimcilerinden daha fazla bireylerin davranışlarını hesaba kattıklarını belirtmektedir. Ekonomistler ve psikoloji bilimciler, bireylerin karar vermeleri ile ilgili geniş bir teori yelpazesine ancak az sayıda deneysel bulgulara sahiptirler. Kahneman ve Tversky (1979), yayınladıkları bir makale ile “beklenti teorisi” adı altında tercihler için tanımlayıcı bir başka teori önermişlerdir. Bu teori aynı zamanda Allais paradoksuna karşı bir çözüm olarak görülmüştür (Görmüş, 2010:47).

İfade edildiği gibi karar verme süreci hayatın her anında her kesimden bireyin karşı karşıya kaldığı önemli aşamalardan biridir. Baltaş (2011), karar vermeyi “bireyin (grubun veya bir organizasyonun) olasılıkla ilgili bilgileri toplayıp değerlendirerek seçim yaptığı zihinsel bir süreç” olarak tanımlamaktadır. Yazar, yaptığı çalışmada karar verme olgusuyla ilgili aşağıdaki ifadelerle yer vermektedir;

“Psikoloji araştırmaları; aldığımız kararları dayandırdığımız sebeplerin ve karar verme sürecinin işleyiş biçiminin sübjektifliğinin reddedilemeyeceğini ancak buna rağmen, bireysel farklılıkların altında yatan zihinsel süreçlerin ortak yanları olduğunu göstermiştir. Ne var ki farklar bulduğunu ortaya koyan çalışmalar,

benzerliklerin öne çıktığı araştırmalardan daha fazla yayımlanmaya değer bulunmuştur. Beynin temel işleyişi benzerliklerimizin, farklılıklarımız kadar önemli olduğunu göstermektedir. Bu mekanizmanın işleyişi, özel yaşamda ve iş yaşamında bireyleri mevcut alternatifler arasından en iyi sonucu verecek olanı seçmeye yönlendiriyor. “En iyi” ye atfedilen değer, kişiliğimiz ve geçmiş yaşantılarımızla şekillense de, karar anını yaşarken hepimizin beyinde benzer bölgeler aktive oluyor, beyin haritalarımızda aynı yönetsel fonksiyonların sonucunu gözlemleyebiliyoruz”.

“Farklılıkların bütüncül bir çatı altında toplandığı kurumlarda, alınan kararların çalışanların bireysel yönelişlerinin önüne geçerek kurum stratejilerini yansıtmayı beklenir.”

Karar verme, aynı zamanda, her türlü organizasyon içerisinde yer alan yönetim fonksiyonunu da ifade etmektedir. Bunun başlıca nedeni, yöneticilerin buldukları organizasyonları sadece idare etme görevleri üstlenmemeleri aynı zamanda karar verici konumda bulunmalarındır. Bu konuya ileriki bölümlerde daha detaylı olarak değinilecektir.

Geleneksel yaklaşımda, değinildiği gibi, karar verme denildiğinde rasyonel karar verme anlaşılmaktadır. Bir sonraki başlık altında rasyonel karar verme olgusu irdelenmiştir.

1.1.1. Rasyonel Karar Verme

Rasyonel davranış teorisinin incelenmesi bizi, rasyonel karar vermenin ortalama bir bireyin davranışının dışında bir eylem olduğu sonucuna götürmektedir. Alışkanlık, gelenek, dini inanç, sosyal ilişki, ilgi alanı, hedef, deneyim, algı ve ön yargı gibi faktörler, karmaşık evre içerisinde düşünce ve davranışlarına yön veren bireylerin davranışlarını etkilemektedir. Karar verme, bu karmaşıklığın bir uzantısıdır. Bireyler bu karmaşık yapı içerisinde çevrelerini etkileyen çok sayıdaki faktörü ya da değişkeni anlamlandırmaya çalışmaktadır.

Cosmides ve Tooby (1994), mantık, matematik ve olasılık teorisi temelinde oluşmuş rasyonel karar verme yöntemlerinin hesaplama ya da sayısal açıdan zayıf olduklarını ifade etmektedirler. Yine Cosmides ve Tooby (1992) ve diğer araştırmacıların belirttikleri gibi insan zihni spesifik amaçlar için fonksiyonlar ile donatılır ve özel dizayn edilmiş mekanizmalar ile problemleri çözmeye çalışır.

Simon, bilimsel yöneticilik ve insan ilişkileri görüşlerini tamamlayıcı özellikte yönetimde karar verme üzerine çalışmış ve ilk akla gelen isimlerden biridir. Simon, “Administrative Behavior” isimli çalışmasında örgütteki insan davranışını çözümlenmiş, özellikle de karar verme sürecini incelemiştir. Bu kitabın 1945 yılındaki ilk baskısında rasyonel kararlardan bahsederken ikinci baskısında (1947) yönetimsel kararların doyurucu kararlar olması gerekliliği üzerinde durulmuştur (Tural, 1988:498).

Rasyonelliğin literatürde çok sayıda tanımı bulunmaktadır. Bununla birlikte Etzioni (1988) rasyonelliği en genel anlamıyla, kişilerin hedeflerine ulaşmak amacıyla en uygun alternatifleri, akıllarını kullanarak, etkili bir şekilde seçmeleri şeklinde tanımlanmaktadır. Rasyonel kararlar ise, verilecek kararın sonuçlarının içerdiği belirsizlik ile kararı veren kişinin sahip olduğu yargıları ve karakteristik özellikleri arasında denge kuran kararlar şeklinde ifade edilebilir.

Ayyıldız Ünnü (2014), rasyonel karar verme modellerinde yer verilen karar verme kavramının genel olarak, tanımlayıcı yerine kuralcı bir yaklaşımla ele alındığını belirtmektedir. Bu modeller, finansal piyasalarda ve diğer çevrelerde yapılan seçimleri gözlemlemeye, tanımlamaya, açıklamaya ve en önemlisi tahmin etmeye çalıştıklarından, bir dereceye kadar faydalı modeller olarak değerlendirilir. Aynı zamanda, bireysel hedeflere ulaşmayı sağlayacak ideal standartlar seti ve davranış normları önerirler ve bu nedenle normatif niteliktedirler (Aktaran: Ayyıldız Ünnü, 2014:93).

Psikoloji alanında çalışan bilim insanları ile davranışsal ekonomi savunucuları ise insan davranışlarının bu denli basit ele alınmaması gerektiğini ifade etmişler ve rasyonel karar verme modellerini yoğun bir şekilde eleştirmişlerdir. Bu eleştirilerin temelinde yatan

neden, varsayımlardan yola çıkılarak, hukuki bir yapıya sahip örgütlerin verecekleri kararların nasıl olması gerektiğine yönelik gereken şartları ortaya koymanın, doğru olmadığının düşünülmesidir (Ayyıldız Ünnü, 2014:93).

Alanında önemli isimlerden biri olan Heracleous (1994), “Rational Decision Making: Myth or Reality?” başlıklı çalışmasında, geleneksel yaklaşımlarda rasyonel karar verme sürecinin ardışık bir süreç izlediğini belirtmektedir. Şekil 1, geleneksel yaklaşımla ele alınan “bir rasyonel karar verme modeli”ni ifade etmektedir. Modele göre, öncelikli olarak karar verilmesi gereken problemin açık bir şekilde ortaya konması gerekir. İkinci aşamada karar problemiyle ilgili ulaşılabilecek beklenen hedefler ve amaçlar belirlenmelidir. Üçüncü olarak karar probleminin çözümüne ulaştıracak alternatif rotaların yeterli bir araştırma sonucunda belirlenmesi gerekmektedir. Daha sonra bu alternatiflerin objektif olarak değerlendirilmesi aşaması gelmektedir. Beşinci aşamada, hedeflerin başarılmasına olanak sağlayacağı düşünülen en iyi alternatifin seçimi yapılır. Seçilen alternatif ile karar verme sürecinin rotası uygulanır. Uygulama sonucunda elde edilen sonuçlar izlenir ve değerlendirilir. Elde edilen sonuçlardan beklenen oranda tatmin olunamaması durumunda süreç tekrarlanır (Heracleous, 1994:16).



Şekil 1: Rasyonel Karar Verme Modeli
Kaynak: Heracleous, 1994:16

Heracleous, bu sürecin, gerçek durumlarla büyük oranda bağdaşmayan belirli varsayımlar ve karakteristik özellikler gibi etkenler bağlamında öne sürüldüğünü ifade etmektedir. Söz konusu etkenleri ise şu şekilde sıralamaktadır:

- Karar vericilerin meselenin doğasına ve meseleye ilişkin hedeflerine yönelik açık/net ve karmaşık olmayan bir anlayışları vardır.
- Her seçeneğe ve seçeneklerin sonuçlarına ilişkin kapsamlı bir araştırma yapmak mümkündür ve söz konusu araştırma gerçekleştirilir.
- Tüm seçenekler istenen hedefleri gerçekleştirebilme olasılıkları baz alınarak objektif bir şekilde değerlendirilir ve belirlenen hedefi gerçekleştirme olasılığı en yüksek olan seçenek seçilerek uygulanır
- Sonuçlar sürekli ve objektif olarak izlenir.
- Rasyonel model, örgütsel paradigmanın karar verme süreci üzerindeki kısıtlayıcı etkilerini dikkate alır.
- Model, politik davranışın karar verme süreci üzerine etkilerini de yok sayar.

Karar verme süreci, bireyler için tercihler arasından en uygununun seçilmesini gerektirmesi, belirsizlik içermesi ve hatalı bir kararın ciddi olumsuz sonuçlar ortaya koyma olasılığından dolayı dikkatle yürütülmesi gereken bir süreçtir. Psikolojik araştırmalar sonucu insanların karar verme süreçlerinde nasıl davrandıkları üzerine her geçen gün büyüyen bir literatür oluşmuştur. Bugüne bakıldığında ise karar verme denildiğinde genel olarak, rasyonel karar verme yapısının kastedilmeye devam ettiği görülmektedir. Bununla birlikte, insanlar çoğunlukla davranışsal ya da psikolojik özelliklerinin etkisi altında kaldıklarından irrasyonel ya da sınırlı rasyonel hareket ederler. Yaptıkları tahminler çoğu durumda öngörülebilir şekilde hatalıdır. İnsanların bilgi depolama ve bu bilgiyi işleme kapasitelerinin sınırlı olmasının yanında onları makinelerden ayıran önyargı, duygu, sezgi ve yargılama gibi özellikleri, davranışları ve karar verme süreçleri üzerinde son derece etkili unsurlardır.

Rasyonel tercih teorisi altında optimal kararın ne olabileceğine yönelik tartışmalar, insan karar verme davranışına ilişkin olarak alternatif tercih teorilerinin geliştirilmesini sağlamıştır. Bu teorilerden biri, rasyonalite kavramını daha gerçekçi bir bakış açısıyla

ele alan “sınırlı rasyonalite”dir (Simon, 1947, 1996, 1999). Simon’dan bu yana, tam rasyonalite kavramı daha az kutsallaştırılmaya başlanmış ve psikoloji ile ilgilenen bilim insanları, bulgularını, ekonomistler ve diğer alanlardaki psikolojiyle ilgilenen araştırmacılar için daha erişilebilir hale getirmişlerdir (Klauss, 2006:28).

1.1.2. Sınırlı Rasyonalite

İnsan karar verme süreçleriyle ilgili ilk teoriler, Herbert Simon (1955, 1957) tarafından tanımlanmıştır. Simon (1996, 1999) daha sonra bu teorilerini daha da geliştirerek, ekonomik kararların mükemmel bilgilerle alındığı varsayımına karşı çıkmıştır. Birçok araştırmacı ve bilim insanı gibi Simon da rasyonel karar verme varsayımının gerçekçi bir varsayım olmadığını düşünerek daha gerçekçi bir yaklaşım olan **Sınırlı Rasyonalite** önermesini ortaya koymuştur (Simon, 1947). Simon bu önerme ile bireylerin problem çözme yeteneklerine ilişkin daha gerçekçi yaklaşımlar getirmiştir. Buna göre bireyler, sınırsız zaman ve beyin gücüne sahip olmadıklarından, problemleri her zaman optimal bir şekilde çözümlenmeyi başaramazlar ve başarmayı beklememelidirler. Rasyonaliteden uzaklaşma eğilimi hem yargılarda hem de alınan kararlarda kendini gösterir (Thaler ve Mullainathan, 2008)

Sınırlı rasyonalite, karar verme sürecinde değerlendirilecek ya da yararlanılacak bilginin istenilen düzeyde olmaması ya da bilgi asimetrisi durumunda beliren ve klasik ekonomi teorilerinde gördüğümüz rasyonel insan davranışları yerine, insanların sınırlı rasyonel bir biçimde hareket ettiklerini ifade eden kavramdır.

Aslında, Simon (1999), sınırlı rasyonalite kavramını ve bu kavramın yansımalarını siyaset bilimi merkezli olarak ele almıştır. Bununla beraber, kariyeri boyunca, siyaset (organizasyonel davranış), ekonomi (bu alanda 1978 yılında Nobel Ödülü almıştır), psikoloji (bilişsel psikoloji) ve bilgisayar bilimleri (yapay zeka çalışmalarını tetiklemiştir) gibi farklı bilimlere de önemli katkılarda bulunmuştur (Jones, 1999:299).

Sınırlı rasyonalite önermesinin varsayımına göre insanlar, bilgi toplama ve topladıkları bu bilgiyi işleme bakımından mükemmel bir zihinsel yapıya sahip değildirler. Onların bilgi toplama ve işleme süreçlerinde hata yapmalarına ya da engellenmelerine neden

olan zihinsel sınırlılıklara sahiptirler. İnsanlar yalnızca tam bilgi altında rasyonel hareket edebilirler. Tam bilgi altında karar verirken dahi yeterince değerlendirdikleri ve üzerinde düşündükleri bilgi ile karar verebilirler fakat bu kesinlikle mükemmel bir yargılama ve değerlendirme süreci yapıldığı anlamına gelmez (Mulholland, 1998:18-19).

Sınırlı rasyonelite teorisi, bireyler tarafından verilen kararların nasıl ve hangi faktörlere bağlı olarak gerçekleştiğinin daha iyi anlaşılmasını sağlayan bir teoridir. Teorinin temelinde karar vericilerin en uygun davranışlarını engelleyen farklı sınırlamalar ile karşı karşıya kaldıkları varsayımı yatmaktadır. Bu kısıtlar iç veya dış kaynaklı olabilirler (Klauss, 2006:28). Örneğin kişinin optimal karar verme durumuna tam bağlılığını sınırlayan unsur kişinin kişisel hesaplama yeteneği olabilecektir (Simon, 1955:101). Sınırlı rasyonelite sahibi karar verici, sınırlı sayıdaki alternatif seçenekleri toplar ve karar sürecini sürdürür. Finansal ve ekonomik modellerde sınırlı rasyonelite sıklıkla, emek maliyeti (yöneticiler, normatif olarak en uygun bir tercih yapma arzusundadırlar fakat aynı zamanda gösterdikleri çabanın maliyeti tarafından sınırlandırılırlar) olarak ifade edilir (Ofek, Yıldız ve Haruvy, 2002:4). Sonuç olarak birey, optimize olmamakla birlikte yalnızca tatmin olmaktadır (Simon, 1955:104; Klauss, 2006:29).

Sınırlı rasyonellik kavramıyla ilgili en dikkat çeken problem bu kavramın açık bir yorumunun olmamasıdır. Emek maliyeti ya da karar vericinin entelektüel yeteneğinin sınırlı olduğu belirtilirken, sınırlı rasyonelliğin, gerçekliğin sadece belirli sınırlayıcı yönleri ile karşı karşıya kalan, buna rağmen hala tam rasyoneliteye sahip bireyler için tanımlanmasından söz edilmektedir. Bu anlamda sınırlı rasyonellik teorisi bugünkü araştırmalardan oldukça farklı bir izlenim oluşturmaktadır. Simon (1955:100),sınırlı rasyonellik varsayımını, psikoloji bilimciler ile ekonomistlerin tam ortasında yer alan “işaret taşı” olarak nitelendirmektedir (Klauss, 2006:29).

Simon (1967), karar verme ve yönetme kavramlarının eş anlamlı olduklarını ve birbirlerinin yerine rahatlıkla kullanılacaklarını ifade etmiştir. Bu görüşe göre “yönetici” kavramı yerine, “karar veren” de kullanılabilir. Yönetim, işlerin yapılmasını

sağlama sanatı olduğundan, bir yönetici karar verme sürecini dikkate alarak eylemlerine yön vermelidir.

Karar verme süreçlerinin daha basit hale getirilmesi amacıyla, temel olarak yoğunlaşılacak konular, zaman içerisinde, rasyonel varsayımlardan, davranışsal önyargıların bu süreçlerdeki kullanımlarının ve etkilerinin incelenmesine doğru kaymıştır. Kaynaklarının ve yeteneklerinin sınırlı olması nedeniyle insanlar, karar verme süreçlerinde, basit yöntemler ya da kısa yollar kullanmayı tercih ederler. Araştırmacılar, bu basitleştirilen karar verme davranışlarının, kişilerin önyargılarının etkisi altında belirdiğini ortaya koymaktadırlar (Mulholland, 1998:19).

Tarihsel akış içerisinde insanlar karşı karşıya kaldıkları karar durumları karşısında farklı arayışlar içerisinde olmuşlardır. Rönesans ile birlikte, karar verme, risk alma ve belirsizlik konularında matematiksel yaklaşımların daha fazla ön plana çıktığı görülmektedir. 17. ve 18. yy' da yapılan çalışmalarda ortaya konulan söz konusu yaklaşımlardan biri de **Fayda Teorisi**'dir.

1.2. Fayda Teorisi

18. yüzyılda ekonomide sürdürülen felsefi tartışmalar, insan davranışlarını motive eden unsurların ne olduğuna yönelik olarak sürdürülmüştür. Bu alanda yapılan çalışmalar bugün, "faydacı literatür" olarak bilinmekte ve öncüsünün Jeremy Bentham olduğu ifade edilmektedir. Bu yaklaşım altında; insanların mutluluğu elde etmek için arzularının tatminini sürdürmeye devam ettiklerine inanılmaktadır. Fayda; bir malın tüketiminden ya da bulundurulmasından duyulan mutluluğu ifade etmektedir. Adam Smith (1776), faydayı, "kullanım değeri" olarak tanımlar ve değer kavramının iki farklı anlamı olduğundan bahseder. Faydanın bazı durumlarda herhangi özel bir nesnenin kullanımını ifade ederken, bazen de diğer nesnelere satın alma gücünü ifade etmek amacıyla kullanıldığından bahsetmektedir. Birinci ifadenin, kullanım değerini, ikinci ifadenin ise "takas değeri"ni ifade ettiğini belirtir (Klauss, 2006).

Ekonomi alanında yaşanan gelişmelerle birlikte bu disiplininin daha bilimsel bir hal alması, daha ölçülebilir kavramların ortaya konmasını gerektirmiştir. Bu, sonuç olarak, fayda teriminin daha yalın bir şekilde ifade edilerek basitleştirilmesine yol açmıştır. Zaman içerisinde fayda, sadece parasal terimlerle ölçülebilir bir kavram olarak varsayılma noktasına gelmiştir (Klauss, 2006). John von Neumann ve Oscar Morgenstern (1953), rasyonel davranış üzerine yaptıkları öncü çalışmalarında, ekonomik sistem içerisindeki tüm katılımcıların amacının para ya da paraya eşdeğer bir meta olduğunu varsaymaktadırlar.

Klasik ekonomi ve finans teorilerine bakıldığında, ekonomik sistem ve finansal piyasalardaki tüm aktörlerin rasyonel oldukları ve her türlü bilgiye erişme imkanlarının olduğu, bununla beraber elde ettikleri bilgiyi mükemmel şekilde işleyebildikleri şeklinde bir takım varsayımlara dayandıkları görülmektedir. Kısacası söz konusu teoriler, etkin piyasalar ve piyasa katılımcılarının rasyonelliği varsayımları temel alınarak oluşturulmuştur. Bu varsayımların dayanak noktası ise **beklenen fayda teorisi**dir. Çalışmanın bundan sonraki bölümünde beklenen fayda teorisi ve beklenen fayda teorisine eleştirel bir bakış açısıyla ortaya atılan **beklenti teorisi** üzerinde durulacaktır.

1.2.1. Beklenen Fayda ve Beklenti Teorileri

Sefil ve Çilingiroğlu (2011), karar verme teorisinin çözmeye çalıştığı temel problemlerden birinin, çıktıların sonuçlarına dair olasılık dağılımlarının önceden tespit edilemediği belirsizlik durumu olduğunu belirtmektedirler. Bu sorun ilk olarak, ölçülebilir ve ölçülemeyen belirsizlik durumlarını ortaya atan Knight (1921) tarafından ele alınmıştır (Sefil ve Çilingiroğlu, 2011:257). Knight'ın, belirsizliğin ölçülemeyeceği yönündeki tezine karşılık olarak Daniel Bernoulli tarafından 1738 yılında temelleri atılan **beklenen fayda teorisi**, 1944 yılında John von Neumann ve Oscar Morgensitein tarafından “Oyunlar Teorisi ve İktisadi Davranış” adlı çalışmalarında geliştirilmiştir. Bu teori Kahneman ve Tversky tarafından 1979 yılında **Beklenti Teorisi**'nin ortaya atılmasına kadar risk altında karar verme teorisi olarak kullanılmıştır (Aksoy ve Şahin, 2009:6).

Beklenen fayda teorisinde, karar çıktılarının faydaları, her bir kararın sonucunun gerçekleşme olasılıkları ile ağırlandırılarak hesaplanmaktadır. Beklenti Teorisi'nde ise insan faktörü ile bireylerin sahip olduğu inançlar ve yargılar üzerinden bir çıkarımda bulunmaktadır (Aktaran: Karabulut, 2013:5520).

1.2.1.1. Beklenen Fayda Teorisi

Klasik rasyonalite, 1970'li yıllara kadar, ekonomi ve finans teorilerine egemen olan temel teori olarak karar problemlerine rasyonel çözümler üretilmesi esasına dayanmıştır. Bu dönemin temel paradigması “homo economicus” yani rasyonel insandır. Bu dönemde rasyonel insan modeli olarak, **Beklenen Fayda Teorisi** yaygın olarak kabul görmüştür (Tomak, 2009:148).

Beklenen fayda, belirsizlik altında verilen kararlar sonucu elde edilmesi beklenen olası faydanın, olayın gerçekleşme olasılığı ile çarpılmasıyla elde edilen sonuç olarak tanımlanmaktadır. Buna göre karar verici bireyler rasyonel hareket ederler. Beklenen fayda teorisine göre rasyonel bir fayda optimizasyonu sürecini takip eden tüm bireyler, belirsizlik karşısında her bir olay için gerçekleşme olasılığını Bayesyen yöntemlerle hesaplarlar. Hesaplanan olasılıklarla, olaylardan elde etmeyi beklenen kazanımlar çarpılarak beklenen fayda maksimize edilir (Bostancı, 2003:3).

Beklenen fayda (değer);

$$BD = \sum_{r=i}^n u(x_i) p_i \quad (4)$$

şeklinde ifade edilebilir (Aksoy ve Şahin, 2009:5). p_i , x_i sonucunun gelme olasılığı, $u(x_i)$ ise x_i sonucu elde etmenin faydasını göstermektedir.

Bernoulli, bir miktar paranın, fakir bir insan için zengin bir insana göre daha değerli olduğundan kişilerin refahı arttıkça marjinal faydalarının azalacağını belirtmiştir. Bunun

sonucu olarak fayda fonksiyonu iç bükey şeklini alır (Trepel, Fox ve Poldrack, 2005:35).

Sefil ve Çilingiroğlu (2011) beklenen faydanın maksimizasyonunun finans açısından ele alındığında, finansal değerin riske karşı rasyonel yönetilmesi olarak ifade edilebileceğini belirtmektedirler. Ekonomik çıkarımı gözeten bireyin algıladığı risk düzeyi, algıladığı finansal değere göre farklılaşır. Buna göre paranın marjinal faydası riskten sakınan birey için negatif, risk seven birey için ise pozitiftir.

Geleceğe ilişkin belirsizlikler, insanları, belirsiz ortamlarda nasıl karar vermeleri gerektiği sorusuna yanıt aramaya zorlamıştır. Beklenen fayda teorisi, belirsizlik koşullarında karar vermede, rasyonel seçimler için ve ekonomik davranışları açıklamada yaygın olarak kullanılmıştır. İlk olarak XVIII. yy' da Bernoulli tarafından ortaya atılan bu teori, XX. yy' da Von Neumann ve Morgenstern'in türettikleri aksiyomları ekonomi teorisinin kullandığı standart bir araç haline gelmiştir (Aksoy ve Şahin, 2009:3).

Von Neuman ve Morgenstern (1944), bireylerin bekledikleri faydayı maksimize etmelerinin rasyonel karar için bir ölçüt olduğunu çeşitli aksiyomlarla ifade etmişlerdir (Schoemaker, 1982:531; Aktaran: Aksoy ve Şahin, 2009:7). İlgili aksiyomları Aksoy ve Şahin (2009) aşağıdaki şekilde ifade etmektedirler;

1. Tamlık; X ve Y iki mal sepeti olduklarını varsayalım, bu durumda, ya X en az Y kadar iyidir, ya Y en az X kadar iyidir ya da ikisi birden geçerlidir.
2. Geçişlilik; X ve Y iki mal sepeti olduklarını varsayalım, eğer X en az Y kadar iyiye ve Y de en az Z kadar iyiye, sonuç olarak X en az Z kadar iyidir.
3. Bağımsızlık; X, Y ve Z üç kura olduklarını varsayalım, eğer $\alpha \in [0,1]$ için, $\alpha X + (1 - \alpha)Z > \alpha Y + (1 - \alpha)Z$ sağlanıyorsa X Y'den iyidir. Yani, eğer iki kurayı üçüncüsüyle karıştırırsak, bu iki kuranın tercih sıralaması kullanılan üçüncüye bağlı değildir, ondan bağımsızdır.

4. Süreklilik; X, Y ve Z üç kura olduklarını varsayalım, eğer X Y'den ve Y de Z'den daha iyiyse $\alpha \in [0,1]$ için α olasılıkla Y $\alpha X + (1 - \alpha)Z$ kadar iyidir.

Yapılan çalışmalar sonucu, belirsizlik altında karar vermenin, geleneksel ekonomi kuramından sistematik olarak ayrıldığı görülmüştür. Belirsizlik altında verilen kararların çoğu, beklenen fayda teorisinin varsayım ve hipotezlerinden ayrılmaktadır. Beklenen fayda teorisinin açıklayamadığı ya da yetersiz kaldığı noktada “beklenti teorisinin ne gibi yeni yaklaşımlar getirdiğinin anlaşılması önemlidir.

1.2.1.2. Beklenti Teorisi

Ekonomi ve finans literatüründe yerleşmiş ve önemli bir yeri olan beklenen fayda teorisi, 1950'lerden sonra ciddi şekilde eleştirilmeye başlanmıştır. Yapılan teorik ve ampirik çalışmalarla, eksik ve hatalı yönleri ortaya konulmuştur (Allais ve Ellsberg paradoksları) (Aksoy ve Şahin, 2009:9). Özellikle **rasyonel insan** varsayımı nedeniyle oldukça fazla eleştirilmiştir. Bireylerin gerçek hayatta verdikleri kararların öncesinde bu kararların sonuçlarının olasılık tahminlerini yapmaları çoğunlukla güçtür. Bu nedenle L. Savage (1954) tarafından ortaya atılan **Sübjektif Beklenen Fayda Teorisi**, tercihlerin bireyin sübjektif olasılık değerlendirmesiyle çarpılan fayda fonksiyonu olarak tanımlanmıştır. Fakat bu teoride, beklenen fayda teorisi gibi yoğun eleştirilere maruz kalmıştır (Aktaran: Sefil ve Çilingiroğlu, 2011:250).

Davranışsal ekonomi ve finansın temellerini atan bilim adamı olarak kabul gören Kahneman, bir başka ünlü psikolog Amos Tversky ile birlikte 1979 yılında “Beklenti Teorisi: Risk Altında Verilen Kararların Analizi” başlıklı bir çalışma yapmıştır. Bu çalışmada “Beklenen Fayda Teorisi”nin (Bernoulli, 1738; Neumann ve Morgenstern, 1944; Herstein ve Milnor, 1953; Savage, 1954; Luce ve Raiffa, 1957; Pratt ve diğerleri, 1964; Fishburn, 1970) varsayımlarını eleştirerek bireylerin karar verme süreçlerinden sapma nedenleri üzerinde durmuşlar ve **Beklenti Teorisi**'ni ortaya koymuşlardır.

Kahneman ve Tversky tarafından 1979 yılında yaptıkları ve beklenti teorisinin temelini oluşturan çalışmalarında, kayıptan veya riskten kaçınma olgusunun bireylerin verdikleri

kararlar üzerindeki etkisini öğrenciler üzerine yaptıkları bir deney ile incelemişlerdir. Çalışmalarında, öğrenciler üzerinde dört farklı tipte deney yapmışlardır.

Birinci deneylerinde öğrencilerden; %80 olasılıkla 4,000 dolar kazanabilecekleri ve %20 olasılıkla hiçbir şey kazanamayacakları alternatif ile %100 olasılıkla 3,000 dolar kazanabilecekleri alternatif arasında bir tercih yapmaları istenmiştir. Deneklerin %80'i 3,000 dolarlık kesin kazancı tercih etmişlerdir.

İkinci deneyde; %80 olasılıkla 4,000 dolar kaybedecekleri ve %20 olasılıkla hiç bir şey kaybetmeyecekleri alternatif ile %100 olasılıkla 3,000 dolar kaybedecekleri alternatif arasında bir seçim yapmaları istenmiştir. Deneklerin %92'si ilk seçeneği tercih etmişlerdir.

Üçüncü deneylerinde 600 kişinin salgın hastalıktan dolayı ölmesinin beklendiği varsayılmaktadır. Öğrencilerden hastalıktan korunmak için iki farklı alternatiften birini seçmeleri istenir. Birinci alternatife göre 200 kişi salgın hastalıktan kurtulacak, ikinci alternatife göre ise 600 kişinin %33'ü kurtulacak ve %67'si ise kurtarılamayacaktır. Sonuç olarak birinci alternatif deneklerin %72'si tarafından seçilmiştir.

Dördüncü deneyde, üçüncü deneyde belirtilen senaryo değiştirilerek üçüncü ve dördüncü alternatifler deneklere sunulmuştur. Üçüncü alternatifte, 600 kişiden 400 kişi ölecek, dördüncü alternatifte ise %33 ihtimalle kimse ölmeyecek ve %67 ihtimalle 600 kişi ölecek seçenekleri sunulmuştur. Deneklerin %78'i dördüncü alternatifini seçmişlerdir.

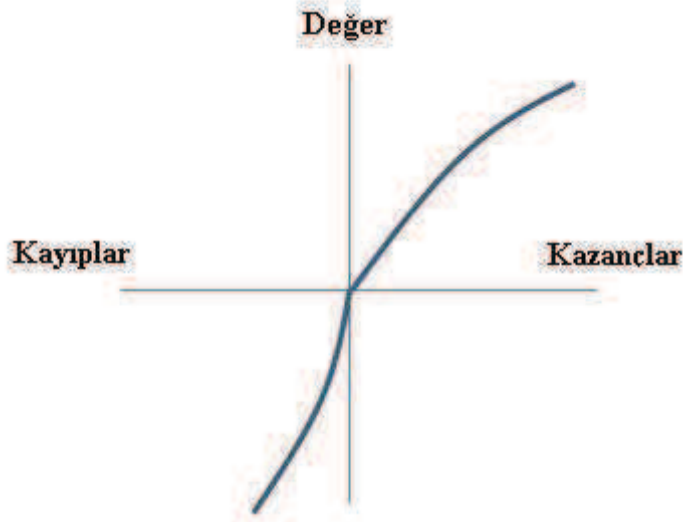
Özetle beklenti teorisine göre bireyler kayıplardan sakınmak için risk almalarına karşın kazançlar söz konusu olduğunda riskten kaçınmaktadırlar.

Beklenti teorisi, risk altında karar vermenin alternatif bir modeli olarak, bireylerin aldıkları kararların son çıktıdan ziyade, kazanç ve kayıpların potansiyel değeri temelinde gerçekleştiğini ileri sürmektedir. Beklenti teorisi aynı zamanda, çeşitli alternatifleri arasından verilen risk içerikli kararları tanımlayan davranışsal ekonomi teorisinin temelini oluşturmaktadır. Bu teori, insanların kazanç ve kayıplara, psikolojik

etkilerden dolayı farklı olasılık değerleri atadıklarını ortaya koyarak sadece psikolojide değil finans disiplinde de çığır açmıştır.

Beklenti teorisinin varsayımlarına göre insan davranış Őekilleri iki yönde ortaya çıkmaktadır. Bunlardan birincisi, kişilerin sahip oldukları duygular aldıkları kararlarda olumsuz bir etkiye yol açmaktadır. İkinicisi ise, bilişsel önyargılar, bireylerin rasyonel karar vermelerini zorlaştırmaktadır.

Beklenti teorisi, bireylerin, karar verme süreçlerinde, kararların sonuçlarından ziyade potansiyel kayıp ve kazançlarına yükledikleri değerleri dikkate aldıklarını ifade eder. Buna göre, değer fonksiyonu (şekil 2) kazançlar için normal olarak konkav (riskten kaçınmayı ifade eder), kayıplar için konveks (risk iştahını ifade eder) ve kayıplar için kazançlara oranla daha diktir (kayıptan kaçınmayı ifade eder).



şekil 2: Beklenti Teorisi Değer Fonksiyonu

Kaynak: Kahneman ve Tversky (1979)

Beklenti teorisinin ortaya atılmasının ardından, finansal kararları etkileyen bilişsel ve duygusal yanlılıkları açıklayan çok sayıda çalışma yapılmıştır. Kahneman ve Tversky, deneysel psikoloji alanında karar vermeye ilişkin çeşitli örnekler üzerinde ulaştıkları bulguları sunan çalışmalarıyla, davranışsal finansın gelişimine büyük katkılar sağlamışlardır

Daniel Kahneman 2002 yılında davranışsal finans çalışmalarından dolayı Ekonomi Bilimleri Nobel Ödülü'nü kazanmıştır. Bu alanda yapılan bir çalışmanın Nobel ödülü alması davranışsal finansa olan ilgiyi son derece arttırmış ve bu tarihten itibaren tez, kitap, makale, bildiri vb. konuyla ilgili benzer bilimsel çalışmaların sayısında ciddi bir artış meydana gelmiştir. Bugün, Kahneman'ın Tversky ile beraber başladığı ve 2002 yılındaki Nobel ödülüyle taçlanan çalışmalar serisi, modern davranışsal ekonomi ve davranışsal finansın temelleri olarak görülmektedir.

1.2.1.3. Beklenen Fayda ve Beklenti Teorisi Arasındaki Farklar

Değindiği gibi beklenti teorisi beklenen fayda teorisinin bir eleştirisi olarak ortaya çıkmıştır. Kahneman ve Tversky ekonomi bilimine yönelik psikolojik yaklaşımların çok kısıtlı olduğunu ileri sürmüşlerdir. Rasyonel karar vermeyi savunan beklenen fayda teorisine karşı ortaya konan beklenti teorisi, bireylerin psikolojik faktörlerden dolayı rasyonellikten sapmalar gösterdiklerini ortaya koyarak beklenen fayda teorisinin varsayımlarına karşı çıkmıştır.

Beklenen fayda teorisi, normatif analiz üzerine kuruludur. Normatif analiz; karar vermenin mantığı ve doğası ile ilgilidir. Karar problemlerine rasyonel çözümler üretmeye çalışır. Buna karşın, beklenti teorisi betimleyici analiz kullanır. Betimleyici analiz; insanların inanç ve tercihlerinin, ne olması gerektiği değil ne olduğu üzerinde durur, karar vermeye ilişkin davranış ve eğilimleri ölçmeye çalışır (Döm, 2003:11-12).

Beklenen fayda teorisine göre karar vericilerin karşı karşıya kaldıkları karar verme durumlarında olasılıksal inançlar ve beklentiler oluşturacağı ve istatistiksel ilkelere göre eldeki bilgileri işleyeceği kabul edilmektedir. Beklenti teorisi tüm insanların olmamakla birlikte çoğunluğun tamamen rasyonel olmayan tercihler yapacağını deneysel bulgularla ortaya koymaktadır. Beklenen fayda teorisi, bireylerin riskli seçenekler arasındaki tercihlerinin beklenen faydasını maksimize etmeye çalıştığını ve bu amaçla her bir sonucun faydasını olasılıkları ile ölçmekte ve en yüksek ağırlıklı toplama sahip seçeneği tercih edeceğini öne sürmektedir (Döm, 2003).

Beklenen fayda teorisi, finans literatüründe, belirsizlik koşullarında rasyonel davranışı ele alan bir teori olup, bireylerin rasyonel davrandığını varsayan pek çok finansal teoriyi etkilemiş bir teoridir. Ancak beklenen fayda teorisinin, belirli koşullar altında bireysel davranışların ön görülmesinde sistematik hatalar içerdiği de bilinmektedir (Şen, 2003).

BÖLÜM 2: GELENEKSEL FİNANSTAN DAVRANIŞSAL FİNANSA

Geleneksel ekonomi ve finans, Adam Smith ile başlayan süreç sonucunda gelinen noktada, sadece mantıksal ve matematiksel gözlemler ve analizlere yer verilmesi ile ortaya konmuş teorileri kapsamaktadır. Önceki bölümde de değinildiği gibi, ekonomik sistem içerisinde ve finansal piyasalarda rol alan aktörlerin (yatırımcı, tüketici, yönetici vb.) davranışlarını, insani ve karakteristik özelliklerini dikkate almadan, yalnızca rasyonel ve homo economicus bakış açısıyla yapılan çalışmalar geleneksel finans literatürünü oluşturmuş ve bu literatür genişleyerek günümüze kadar gelmiştir. Çalışmanın bu bölümünde, geleneksel finansın temel konularına ve davranışsal finansın getirdiği yeni yaklaşımlara değinilecektir.

2.1. Geleneksel Finans Teorisi ve Evrilmesi

Geleneksel finans, insanların riskten kaçınma ve beklenen faydalarını maksimize etme davranışı sergilediklerini varsayar. Bireyler, bekledikleri fayda ya da getiri yeterli ise risk almayı tercih etmezler. Aynı zamanda kişilerin söz konusu riskten kaçınma düzeylerinin birbirleriyle tutarlı olduğu varsayılır. Finans alanında yapılan çalışmalardan da anlaşıldığı gibi, geniş bir şekilde kabul gören ve temel olarak alınan varsayım, bireylerin inançlarının, yargılarının ve verdikleri kararların tamamen rasyonel olarak şekillendiği yönündedir. Bu varsayım altında, finansal piyasalardaki aktörlerin, gelecekteki olaylar ile ilgili tamamen önyargısız olarak öngörüler ortaya koymaları ve bu tahminleri kendi çıkarlarına en uygun şekilde kullanmaları beklenir (Nofsinger, 2011; Baker ve Wurgler, 2013).

Ricciardi ve Simon (2000), akademik finans alanında yakın zamanda ortaya atılan ve kabul gören teorilerin geleneksel finans teorileri olarak adlandırıldığını belirtmektedirler. Geleneksel finans paradigmasına göre piyasa katılımcıları rasyoneldir ve finans alanında uzman bilim insanları bu varsayım temelinde finansal piyasaları çözmeye ve anlamaya çalışmaktadırlar. İleride de değinileceği üzere modern portföy teorisi (Markowitz, 1952) ve etkin piyasalar hipotezi (Fama, 1965;1970), geleneksel finans modellerinin iki temel konusudur. Bunların yanında sermaye varlıklarını ya da

finansal varlıkları fiyatlandırma modeli, opsiyon fiyatlama modeli ve arbitraj fiyatlama teorisi gibi teori ve modeller geleneksel finansın diğer temel dayanak noktalarını oluşturmaktadır. Bununla birlikte tüm bu modeller, **rasyonel insan varsayımı** altında geçerlidir.

Geleneksel ekonomi ve finans teorilerinin rasyonel birey varsayımına göre bireyler, o an mevcut olan tüm bilgileri kullanabilme ve bu bilgileri en uygun şekilde işleme kapasitesine sahiptirler. Aynı zamanda bireylerin tercihlerinin zaman içerisinde istikrarlı ve tutarlı, kararın çerçevesinden de bağımsız olduğu varsayılır. Geleneksel modellerin öne sürdüğü diğer varsayımlara göre bireyler, sınırsız rasyonelite, sınırsız irade gücü ve sınırsız bencilliğe sahip ekonomi katılımcıdır (Thaler ve Mullainathan, 2008:1).

Nofsinger (2011) geleneksel ya da klasik finans eğitiminin, kişisel önyargıların ya da psikolojik eğilimlerin finansal kararlarda etkisinin olduğunu göz ardı ettiğini ya da dikkate almadığını ifade etmektedir. Nofsinger, son 30 yıllık süreçte finans disiplininin şu iki varsayıma dayalı çalışmalarla geliştiğini belirtmektedir;

- İnsanlar rasyonel kararlar alırlar ve
- İnsanlar gelecekle ilgili tahminlerde tamamen önyargısız hareket ederler.

Geleneksel finansın önde gelen teorileri ve modelleri bu gibi varsayımlardan hareketle geliştirilmiştir (Nofsinger, 2011). Bugüne bakıldığında, bireylerin, kendi çıkarları için en iyisini tercih edebilecekleri çok güçlü modellere ve araçlara sahip olmalarına imkan sağlandığı, akademik çevrelerce kabul edilmektedir. Örneğin yatırımcılar modern portföy teorisini kullanarak kaldırabilecekleri herhangi bir risk altında yüksek düzeylerde getiri elde edebilirler. Sermaye varlıklarını fiyatlandırma modeli, arbitraj fiyatlama modeli ve opsiyon fiyatlama modeli gibi modeller vasıtasıyla menkul kıymetler değerlendirilebilir ve risk ve getiriye karşı öngörüler oluşturulabilir (Nofsinger, 2011).

Bugün, ilgili literatürün ve eğitim ve bilim çevrelerinde okutulan ders kitaplarının çoğu, yukarıda bahsi geçen hipotezler, teoriler ve modeller ile doludur. Bununla birlikte,

psikoloji biliminden yararlanarak finansın klasik varsayımlarını inceleyen bilim insanları, insan davranışlarını ve psikolojisini dikkate almamaları sebebiyle bu gibi varsayımsal modellerin iyi tasarlanmamış ve ciddi eksiklikleri olan modeller olduğunu ileri sürmektedirler. Pratik hayatta karşılaşılan çoğu durumda, kişilerin davranışlarının iddia edildiği gibi söz konusu varsayımlara göre şekillenmediği görülmektedir. Bireyler sıklıkla, geleneksel finansın öne sürdüğü varsayımları ihlal eden davranışlar sergilemektedirler. Örneği bireyler, bir yandan doğal felaketlere karşı maddi varlıklarını (servetlerini) ya da sağlıklarını korumak adına sigorta hizmeti satın alarak riskten kaçınırlar. Bu kendilerini güvende hissetmelerini sağlar. Diğer yandan ise aynı kişiler, piyango bileti alma, şans oyunu oynama ya da geleceği belirsiz ve riskli yatırımlara yönelme gibi risk arayan bir davranış sergileyebilmektedirler (Nofsinger, 2011).

Bu noktadan hareketle son yıllarda, özellikle uluslararası alanda yapılan çalışmalar, daha gerçekçi varsayımlar ile geleneksel finansın temel dayanak noktalarını eleştirme, değiştirme ya da pratik hayata daha uygun ve gerçekçi şekle dönüştürme amacı taşımaktadır. Bu kapsamda yapılan ve ekonomik ve finansal hayatta insan psikolojisinin önemli bir etkisi olabileceği görüşünü dikkate alan çalışmaların sayısının giderek arttığını görmekteyiz. Bu çalışmaların sayısındaki artışın bir diğer sebebi, geleneksel finans ve ekonomi varsayımlarının ve teorilerinin, ekonomide, finansal piyasalarda ve ekonomik birimlerde görülen problemlerin çözümünde yetersiz kaldığı inancının yaygınlaşmasıdır.

Finans teorilerinin, finansal piyasalarda görülen volatilitiyi tam olarak açıklayamaması, rasyonel insan davranışı temelinde kurgulanan finansal modellerin başarısızlığının piyasaların işleyişini önemli ölçüde etkilemesi vb. finans alanındaki birçok problemin çözümünde yetersiz kaldığı ya da başarısız olduğu görülmüştür. Bu durum, araştırmacıları, yeni modelleme araçları arayışına sevk etmiştir. İleride değinileceği üzere bu gelişmeler, 1980'li yıllar itibariyle **davranışsal finans disiplininin** ortaya çıkmasına zemin hazırlamıştır (Sefil ve Çilingiroğlu, 2011). **Davranışsal finans**, rasyonel insan varsayımını eleştirel bir bakış açısıyla ele almaktadır.

Della Vigna (2007), psikoloji ve ekonomi literatüründe, rasyonel insan varsayımlarını test etmek amacıyla laboratuvar ortamlarında yapılmış çok sayıda çalışma olduğuna değinmektedir. Yapılan çalışmalar sonucu oluşan literatür, önemli olguları bünyesinde barındırmaktadır. Örneğin, Thaler (1991) bireylerin kararlarının zaman içerisinde değişmez bir nitelikte olmadığını, Charness ve Rabin (2002) ve Fehr ve Gächter (2000) bireylerin refahı ile ilgili olduğunu ve Kahneman ve Tversky (1979) bireylerin çerçevelenmeye ve referans noktasına bağlı olarak riske karşı bir tutum sergilediklerini ortaya koymuşlardır. Bireyler, aynı zamanda, yeteneklerini ya da mevcut durumdan hareketle gelecekle ilgili beklentilerini abartarak rasyonel beklenti varsayımını ihlal eder davranış sergilerler (Camerer ve Lovallo, 1999; Read ve van Leeuwen, 1998). Ayrıca karmaşık problemlerin üstesinden gelebilmek için kısa yollar ya da kolayca başvurma davranışı sergiler (Gabaix, Laibson, Moloche ve Weinberg, 2006) ve kararlarında anlık duyguların etkisinde kalabilirler (Loewenstein ve Lerner, 2003). Tüm bu olgulara karşın, finans bilimi çevresi, ekonomik tahminlerin ya da öngörülerin önyargılardan etkilenebileceği gerçeğini kabul etmekte isteksiz davranmaktadır (Nofsinger, 2011). Davranışsal finans konusuna ileri bölümlerde daha ayrıntılı değinilecektir.

Rasyonel insanların var olduğu ekonomik sistem ve finansal piyasalar, rasyonel finans bakış açısının doğmasına neden olmuştur. Geleneksel finans teorilerinin dayandığı temellerin daha iyi anlaşılması **rasyonel finans paradigmasının** doğru okunmasına bağlıdır.

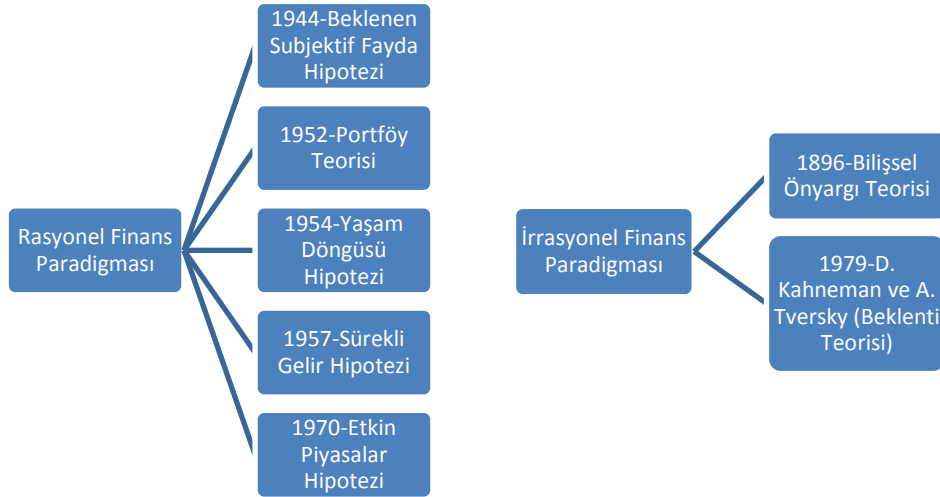
2.1.1. Rasyonel Finans Paradigması

Geleneksel ekonomi ve finans modelleri tamamen, rasyonel insan ve etkin piyasalar hipotezine dayanmaktadır. Rasyonel finans paradigması, rasyonel insan davranışları ile analiz edilen bireylerin finansal faaliyetlerini ifade etmek amacıyla kullanılmaktadır (Jureviciene ve Ivanova, 2012:53).

Finans bilimi, günümüzde, rasyonel ve davranışsal finans olmak üzere iki farklı paradigma ile sunulmaktadır. Rasyonel finans paradigması, piyasaların etkin olduğu ve

menkul kıymetlerin fiyatlarının mevcut tüm bilgileri içerdiği varsayımı altında, yatırımcıların ve yöneticilerin karar verme süreçlerinde rasyonel hareket ettikleri ve mevcut tüm bilgileri dikkate aldıkları anlayışı temelinde yükselmiştir. Bu noktada Adam Smith tarafından kavramlaştırılan **homo economicus**'un rolü klasik finans teorileri için oldukça önemlidir. Smith'e göre **ekonomik insan**, kişisel çıkarlarının peşinden giderken aynı zamanda tüm toplumun çıkarlarına hizmet etmektedir. M. Friedman (1966), insan davranışının bu gibi özelliklerinin önemini **ekonomik rasyonalite** kavramı üzerinden vurgulamaktadır. Buna göre **rasyonalite**, gerçek hayatta piyasalarda gözlenen durumların tahmin edilmesi ve yorumlanması için yapılan matematiksel hesaplamaları destekleyen bir temeldir (Jureviciene ve Ivanova, 2012:54).

Rasyonel finans paradigmasının temelini oluşturan ve piyasa katılımcıları tarafından alınan ekonomik kararları açıklayan ya da analiz eden temel finans teorileri şekil 3'te özetlenmiştir. Bunlar, Beklenen Sübjektif Fayda Teorisi (Neumann-Morgenstern, 1944), Portföy Teorisi (Markowitz, 1952), Yaşam Döngüsü Hipotezi (Modigliani ve Brumberg, 1954), Sürekli Gelir Hipotezi (Friedman, 1957) ve Etkin Piyasalar Hipotezi (Fama, 1991)'dir.



Şekil 3: Günümüzde Finansın İki Temel Paradigması

Kaynak: Jureviciene ve Ivanova, 2012

Tüm bu hipotezlerin ve teorilerin temel dayanak noktası, ekonomik ve faydacı bireylerin finansal piyasalardaki davranışlarının rasyonelliği ve beklenen faydalarını maksimize etme hedefleridir.

Neumann ve Morgenstern (1944)'nin beklenen subjektif fayda hipotezinin, Bernoulli'nin (1738) beklenen fayda teorisine dayandığı, rasyonel piyasa katılımcılarının riskli alternatifler arasından birini, beklemedikleri faydayı maksimize edecek şekilde tercih ettikleri ve söz konusu hipotezin belirsizliğin yüksek olduğu problemlerin çözümünde kullanıldığı daha önce de belirtilmişti.

1952 yılında Markowitz, **modern portföy teorisinin** temelini atmış ve yatırımcıların, alternatif yatırım portföylerinden hangisinin daha fazla fayda sağlayacağı konusunda bilgi sahibi olmaları dahi bir tercihte bulunacaklarını belirtmiştir. Modern portföy teorisine, ilerleyen bölümlerde biraz daha ayrıntılı değinilecektir.

Modigliani ve Brumberg (1954) tarafından ortaya konulan **yaşam döngüsü hipotezine** göre ise bir kişinin tüm hayatı boyunca yaklaşık olarak aynı düzeyde tüketim yapabilmek amacıyla bugünkü tüketimini azaltacağı belirtilmektedir. Dolayısıyla, bir bireyin tüketimi, yalnızca o bireyin bugünkü geliriyle değil aynı zamanda gelecekte elde edeceği gelirle de ilgilidir.

Friedman 1957 yılında, Modigliani ve Brumberg'in bu teorilerini geliştirerek **sürekli gelir teorisini** gündeme getirmiştir. Buna göre bireylerin ya da tüketicilerin gerçekleştirdikleri harcamalar ya da tüketimler, yaşamları boyunca oransal olarak aynı düzeydedir.

Şekil 3'te ifade edilen etkin piyasalar ise ilk defa, Fama tarafından 1965 yılında gündeme getirilmiştir. Bu tarihte yaptığı çalışmada hisse senedi fiyatlarının rassal yürüyüş takip ettikleri sonucuna ulaşmıştır. Fama 1970 yılında ise **etkin piyasalar hipotezini** ortaya atmıştır. 1991 yılında ise yine Fama tarafından hisse senedi alım satım işlemleri analiz edilerek, piyasaların etkin olduğu ve piyasa katılımcılarının karar vermeleri için gereken tüm bilgilere sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Etkin piyasalar konusuna bir sonraki başlık altında ayrıntılı bir şekilde değinilecektir.

Şekil 3'ten anlaşıldığı gibi, geleneksel finans teorisinin gelişimi 1950'li yıllara kadar dayanmaktadır. 1950'li yıllar öncesinde yapılan çalışmalara bakıldığında ise genel

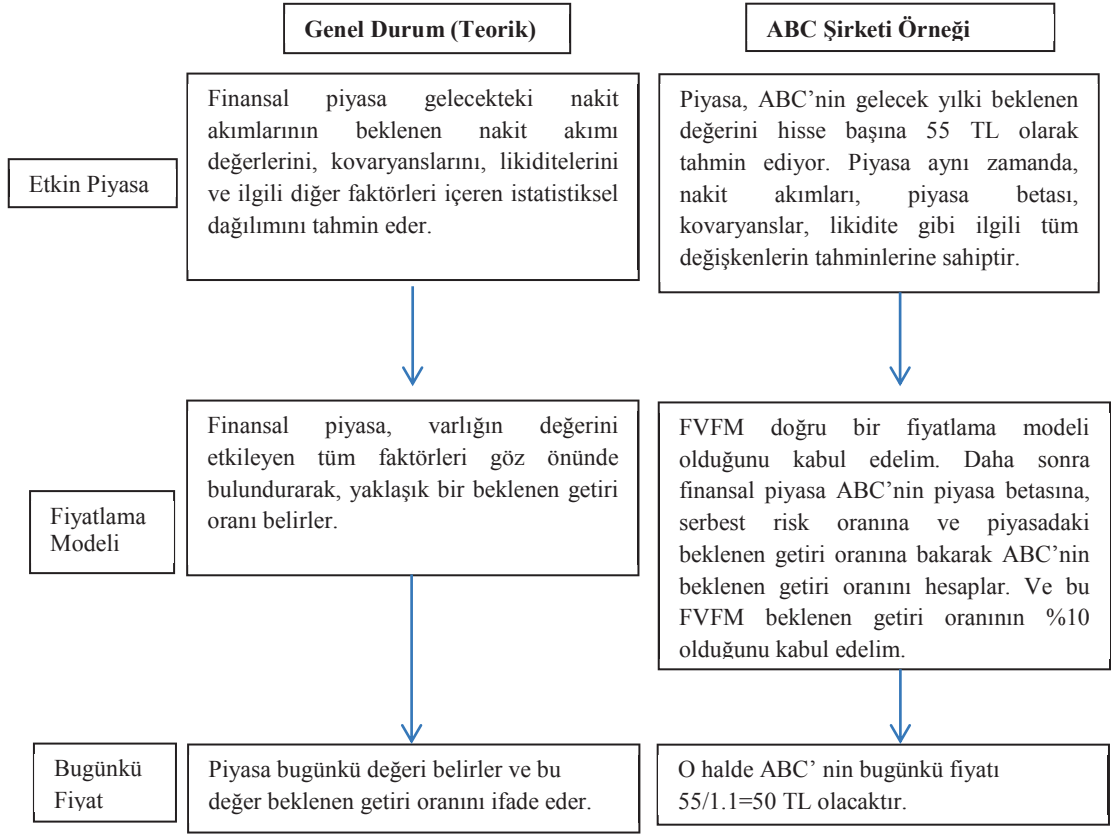
olarak, firmaların kuruluşu, faaliyetleri ile ilgili çeşitli yatırım, finansman ve temettü gibi finansal kararları incelendiği ancak finansal piyasalar ve piyasalardaki dengeler üzerine çalışmaların yapılmadığı görülmektedir.

1950 sonrası döneme gelindiğinde ise bugün hala finansın temel teorileri olarak öğretilen konular şekillenmeye başlanmıştır. Bu teorilerden bazıları, sırasıyla, etkin piyasalar teorisi, portföy teorisi, finansal varlıkları fiyatlandırma teorisi, opsiyon fiyatlandırma teorisi ve arbitraj fiyatlandırma teorisidir. Çalışmanın bir sonraki başlıkları altında, geleneksel finans teorisinin söz konusu temel konularına değinilecektir.

2.1.2. Etkin Piyasalar Hipotezi

Etkin piyasalar hipotezi (EPH), 1960'lı yıllarda ortaya çıkmış ve 1970 yılından itibaren geleneksel finans teorilerinin temelini oluşturan bir paradigma olarak kendine yer edinmiştir. 1970 yılında modern finansın babası olarak adlandırılan Eugene Fama tarafından "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work" isimli makalede finansal piyasaların etkinliğinin tanımı yapılmıştır. Bu tanıma göre etkin bir finansal piyasada, menkul kıymetlerin ya da hisse senetlerinin piyasadaki mevcut tüm bilgiyi yansıttığı kabul edilmektedir.

Etkin piyasa yaklaşımı, çok sayıda yatırımcının bulunduğu piyasalarda sıkı bir rekabet ortamının bulunduğu anlamına gelmektedir. Bu rekabet ortamı onları, fiyat belirleme süreçlerinde piyasadaki mevcut tüm bilgileri mümkün olduğunca kullanmaya zorlar. Bu durum **piyasa etkinliği** olarak adlandırılır ve piyasa fiyatlarının mevcut tüm bilgiyi yansıttığını ifade eder. Tam etkin piyasalarda yatırımcılar gelecekte elde edecekleri getirileri tahmin ederken piyasanın mevcut bilgi ve koşullar altında sağladığı getiri oranından daha yüksek oranda bir getiri elde etmemelidirler. Eğer piyasa fiyatı tüm bilgileri içerecek şekilde belirlenmişse bu fiyat **etkin** bir fiyat olarak adlandırılır (Welch, 2009). Etkin piyasalar teorisini bir örnek üzerinden anlatmak gerekirse, şekil 4 etkin bir piyasayı temsil etmektedir.



Şekil 4: Piyasa Etkinliği ve Fiyatlama Modeli

Kaynak: Welch, 2009

Piyasanın, ABC hissesi için beklediği getiri oranının %10 olduğu varsayılıyor. Bu oran, ABC firmasının mevcut özellikleri göz önüne alındığında gerçekçi bir oran olduğu kabul edilmektedir. %10 oranı, şekil 4'te görüldüğü üzere **finansal varlıkları fiyatlandırma modeli** kullanılarak elde edilmiştir. Piyasa etkinliği, hissenin, gelecek yılki en iyi değer tahmini ile bugünkü fiyat arasındaki ilişkisini aşağı yönlü olarak değerler (50 TL). Bu örnekte piyasa, ABC firmasının gelecek yılki hisse senedi değerinin 55 TL olacağı beklentisinde ise hisse senedinin bugünkü değeri 50 TL olarak hesaplanmaktadır. Eğer fiyat 49 ile 51 TL arasında değişen fiyatlarda seyrediyorsa buradan piyasanın etkin olmadığı sonucuna varılır. Bu durum tersten de ifade edilebilir. Hisse senedinin yarınki ya da bir yıl sonraki fiyatının gerçekte ne olacağını kesin olarak belirleyen bir bilgi yoktur. ABC firmasının gelecek yıl fiyatının ne olacağını söyleyen yetkili birinden daha iyi bir bilgi elde edilebilseydi, hisse fiyatı eksik fiyatlanmış olacaktı. Bu nedenle bilgilerin gözden kaçırıldığı piyasalar etkin değildirler (Welch, 2009).

Etkin piyasalar konseptinin pratikte kullanımı iki soruyu akla getirmektedir. Bunlardan birincisi; %10 oranının nereden geldiğidir. Bu oran, risk ve likidite gibi faktörlere göre, varlık fiyatlandırma modelleri ile ABC'nin hisse fiyatının tüm bu özelliklere göre olması gereken değerini bulmak amacıyla hesaplanan orandır. Finansal varlıkları fiyatlama modeli (FVFM) bu modellerden biridir (Welch, 2009).

İkincisi; eğer piyasa mükemmel değilse ve farklı yatırımcılar farklı bilgilere haiz iseler, tam olarak hangi bilgi setinden bahsedilmektedir? ABC firmasının sahibinin ya da en üst düzey yöneticisinin firma ile ilgili sahibi olduğu bilgiler, doğal olarak, toplumun diğer kesimlerinin sahip olduğundan daha fazladır. Örneğin, SPK'nın bir firmayla ilgili herhangi bir şekilde soruşturma başlatıp başlatmayacağı bu bilgi kamuya açıklanmadan önce firma sahibi ya da yöneticisi tarafından bilebilir. Bunun gibi, çok yeni bir ürün geliştirilmiş ya da geliştirilmekte olduğunu ve bu ürünün piyasayı firma lehine oldukça fazla etkileyeceğini de toplumun diğer kesimleri, firma sahibi ya da yöneticisinden daha iyi bilemezler. Bu gibi nedenlerle, firmanın bugünkü hisse senedi değeri olan 50 TL'nin, çok mu düşük yoksa tam olarak firma değerini mi yansıttığını veyahut gerçek değerinden çok mu yüksek olduğunu en iyi firma sahipleri ya da yöneticileri bilir. Başka bir ifadeyle piyasalar, bazı durumlarda, kamuya açıklanan bilgiler açısından etkin olsalar da, firma içi bilgiler açısından etkin değildirler (Welch, 2009).

Eğer beklenen değer %20 olacağı yönünde güçlü bir intiba varsa (Bu durum beklenen getirinin 60 TL ya da 55 TL olarak tahmin edilmekle beraber bugünkü fiyatın 45.83 TL olarak hesaplanması ile ortaya çıkmaktadır) bu durumda şu iki sonuçtan birine varılacaktır (Welch, 2009);

1. FVFM bu durum için doğru bir model değildir. Bu model yerine piyasa diğer bazı fiyatlandırma modellerini kullanarak ilk etapta %20 beklenen getiri oranını hesaplamak ister.
2. Hisse senedi piyasası etkin değildir.

Piyasaların etkin olması durumunda, bir firmanın piyasa değeri, gelecekte beklenen net nakit akımlarının bugünkü değerini yansıtacaktır. Gelecekte beklenen net nakit akımları,

bu durumda, gelecekteki yatırım fırsatlarından sağlanan nakit akımlarını da içerir (Başoğlu ve diğerleri, 2009:164).

EPH üç teorik temele dayanmaktadır. Bu temellerden birincisi, piyasalardaki yatırımcıların menkul kıymetleri değerlendirirken rasyonel davrandıklarıdır. İkincisi, piyasalarda işlem yapan ve rasyonel hareket etmeyen yatırımcılar olsa dahi bu tür yatırımcıların alım satım işlemlerini rastgele yaptıkları ve birbirlerini elemek suretiyle piyasayı etkileyemeyecekleridir. Üçüncüsü ise arbitraj işlemlerinin rasyonel olarak yapıldığı ve bu işlemlerin rasyonel olmayan yatırımcı etkisini ortadan kaldırdığı varsayımıdır (Gürünlü, 2011:33-34).

Etkin bir piyasada hisse senetlerinin gelecekteki fiyat hareketlerinin kamuya açıklanan bilgiler ışığında tahmin edilmesi mümkün değildir. Bununla birlikte De Bondt ve Richard Thaler (1985) hisse senetlerinin geçmiş dönemlerdeki fiyat hareketlerinin gelecek dönemlerdeki fiyat hareketleriyle ilgili bilgi verebileceğini yaptıkları çalışma ile ortaya koymuşlardır. Buna göre önceki beş yıl boyunca düşük performans sergileyen hisse senetlerinin sonraki beş yıl boyunca piyasanın üstünde getiri sağladıklarını göstermişlerdir.

Etkin piyasalar hipotezi, genel olarak, iki temel ampirik varsayıma dayanmaktadır. Bunlardan birincisi, herhangi bir menkul kıymetle ilgili bir bilgi piyasaya ulaştığında piyasalar en kısa ve doğru zamanda bu bilgiyi yansıtan bir tepki verirler. Bu nedenle söz konusu bilginin, gazete veya şirket raporları gibi farklı kaynaklardan elde edilerek yapılacak işlemlerde kullanılmak istenmesi piyasanın üstünde bir getiri elde etme olanağı sağlamayacaktır.

İkincisi ise, menkul kıymetler temel değerlerine eşit fiyatları yansıtırlar ve bu nedenle piyasa fiyatı ancak menkul kıymetin temel değerini etkileyecek bir bilginin ortaya çıkması ile değişebilir. Diğer bir deyişle fiyatlar arz ve talebe göre belirlenemez (Gürünlü, 2011: 36-37).

Piyasa etkinliğinin güçlü ve zayıf olduğu durumlar da söz konusudur. Piyasa etkinliğinin geleneksel tanımlaması bilgiye odaklandığından, piyasa fiyatının, varlık fiyatları ya da menkul kıymetin rasyonel değeri bağlamında en doğru fiyatı yansıttığının belirtilmesine rağmen, çoğu durumda, etkin piyasalar hipotezinin bu ilkesi, firma içi bilgiler ya da değerler gözlemlenemediğinden test edilemez bir özellik taşımaktadır. Bu gibi durumlarda yatırımcıların piyasalarda gerçekleştirdikleri işlemler dolayısıyla elde ettikleri getiriler arasında büyük farklar oluşur.

Menkul kıymetlerin değerini etkilemeyecek bilginin ne olduğu sorusunun sorulduğu durumda ise, geleneksel sınıflandırmada, piyasa etkinliği üç farklı formda ortaya çıkmaktadır. Bunlar; **zayıf formda piyasa etkinliği**, **yarı güçlü formda piyasa etkinliği** ve **güçlü formda piyasa etkinliği**dir (Welch, 2009).

Zayıf formda piyasa etkinliğinde, geçmiş dönemlerdeki fiyatlara ilişkin tüm bilgi bugünkü fiyatlara yansımaktadır ve bu nedenle teknik analiz piyasayı yenmek için bir çözüm değildir. Başka bir ifadeyle, piyasa en iyi teknik analizcidir.

Yarı güçlü formda piyasa etkinliği ise, kamuya açıklanan tüm bilgiler bugünkü fiyatlara yansımaktadır ve bu nedenle ne temel analiz (iskonto oranları, nakit akımları) ne de teknik analiz yapılarak piyasayı yenmek mümkün değildir. Başka bir ifadeyle, piyasa en iyi temel ve teknik analizcidir.

Güçlü formda piyasa etkinliğinde, özel (içerden) ve kamuya açıklanmış tüm bilgiler bugünkü fiyatlara yansımıştır. Bu nedenle firma içerisinden edinilen bilgiler kullanılarak da piyasayı yenmek mümkün değildir. Güçlü formda etkinliğe göre, finansal piyasalar en iyi ve güvenilir analizlere zaten sahiptir ve fiyatları bu analiz sonucu yansıtırlar ve bu nedenle piyasaların üstünde kazanç elde etmek imkansızdır.

EPH'nin dayandığı bir başka önemli nokta ise, **yalın yatırımcı rasyonalitesidir**. Buna göre, piyasalarda irrasyonel yatırımcıların varlığını kabul edilmekle birlikte, irrasyonel yatırımcıların yaptığı işlemler dolayısıyla işlem hacminin artması, yapılan işlemlerin birbirinin etkisini yok edecek ve sonuç olarak menkul kıymetin nakit akımlarının

bugünkü değeri üzerinde herhangi bir etkiye neden olmayacaktır. Yine piyasalardaki arbitraj işlemlerine bağlı olarak yatırımcıların tam rasyonel olmadığı ve talepler arasında korelasyon olduğu durumlarda, bir menkul kıymetin yerini alabilecek başka bir menkul kıymetin olması, fiyatları olması gereken düzeyde tutacaktır (Gürünlü, 2011:34-35).

Sonuç olarak, piyasadaki irrasyonel yatırımcılar yaptıkları işlemlerin neticesinde olası zararlardan yalnızca kendileri etkilenecekler ve sistem tarafından piyasaların dışına doğru yönlendirilecektir. Bu bağlamda, tüm piyasa katılımcıları, faaliyetlerini etkin olan piyasalarda sürdürmektedirler. Bu nedenle, piyasalarda gerçekleştirdikleri her türlü finansal faaliyet, geleneksel finans eğitimi sonucunda oluşan düşünceler ile tanımlanmakta ve anlaşılmaya çalışılmaktadır.

Günümüzde finans ve ekonomi alanlarındaki temel tartışma konulardan biri piyasaların etkinliği problemidir. Onlarca yıl süren araştırmalara rağmen piyasaların etkinliği konusunda akademik çevrelerde tam bir görüş birliği sağlanamamıştır. Psikoloji biliminin, insanların davranışları ve aldığı kararları üzerinde inançlarının, yargılarının ve duygularının da etkisinin olduğunu ortaya koyması, göstermesi etkin piyasalar ve mükemmel-rasyonel insan varsayımının yeniden ve tutarlı bir yaklaşımla ele alınmasını gerektirmektedir. İnsanlar etkin piyasalar hipotezinde varsayıldığı gibi yeni bir bilgiye karşı her zaman doğrusal ve mantıksal hareket edemezler.

Welch (2009)'e göre psikolojik ve davranışsal faktörler göz ardı edildiği, bununla beraber etkin piyasalar hipotezine olan güven ve inancın tam olduğu bir ortamda, oluşturulan modellerin yansıttığı değerler ile piyasalarda oluşan değerler arasında çok farklı sonuçlar elde ediliyorsa bunun kaynağının modelin yanlış kurgulanması olduğu düşünülür. Bu, teorilerin ya da hipotezlerin suçu değil, oluşturulan modellerin başarısızlığıdır ve geriye dönüp daha etkili ve doğru sonuçlar verecek bir model için çalışmalara başlanır ve bu döngü sürekli devam eder.

Geleneksel finans yaklaşımına göre, piyasaların etkinliği hipotezini destekleyen yeterince kanıt vardır ve bu piyasalarda işlem gören tüm menkul kıymetler etkin bir

fiyatı yansıtmaktadır. Buna karşılık davranışsal finans disiplini, piyasaların, her koşulda, menkul kıymet fiyatı üzerinde etkisi olabilecek mevcut tüm bilgiyi yansıtmalarının mümkün olmaması nedeniyle, etkin olamayacaklarını ileri sürmektedir.

Davranışsal finansa karşı geleneksel finansa olan inanç ve bağlılık ne kadar güçlü ise piyasada daha iyi bir işlem fırsatı olup olmadığına karşı duyulan inanç da o derece farklılık gösterir (Welch, 2009). Örneğin, geleneksel finansa duyulan güven fazla ise piyasada daha iyi şartlarda bir getiri elde edilemeyeceğine duyulan güven de o derece fazladır. Bununla birlikte piyasa mükemmelliğinin bir piyasanın etkin olup olmadığının belirlenmesi açısından önemli bir rol oynadığı gerçeği her iki finans yaklaşımını savunanlar tarafından da kabul edilir.

2.1.3. Modern Portföy Teorisi

Geleneksel portföy yönetiminde, portföyde yer alan menkul kıymetlerin getirileri arasındaki ilişkiler dikkate alınmadan, portföyde yer alan menkul kıymetlerin sayısının artırılması suretiyle riskin dürülebileceği öne sürülmektedir (Demirtaş ve Güngör, 2004:104).

Haryy Markowitz tarafından temelleri atılan **modern portföy teorisi** ise, yatırımcıların yatırım yapmayı planladıkları menkul kıymetlerden gelecekte elde etmeyi bekledikleri getiriler ile menkul kıymetin riskini hesaplayarak kendi çıkarlarına en uygun portföyü nasıl seçmeleri gerektiğini açıklamaktadır.

Bu teori, hisse senedi ya da portföyün beklenen getirisinin standart dağılımını ve diğer hisse senetleri ile portföyde bulundurulmuş diğer yatırım fonları arasındaki ilişkiyi ele almaktadır. **Etkin bir portföy**, beklenen bir getiri oranı için en düşük olası riski içeren veya belirli bir risk düzeyinde en yüksek beklenen getiriyi sağlayan portföydür.

Markowitz (1952)'den bu yana, finansal yatırım araçları arasında yapılacak tercihlerle ilgili olarak alınacak kararların dayanak noktaları, ortalama varyans prensibinde olduğu gibi objektif bir kriter olmuştur. Markowitz'in ortalama varyans analizinde, portföyü

oluşturan menkul kıymet getirileri, getirilerin sapması ve kovaryans girdi olarak alınır. Analizin girdileri, menkul kıymetlerin önceki dönemlerde sağladığı performans temelinde olabileceği gibi, analizi yapanların gelecekteki beklentileri de olabilir (Çetin, 2007:64).

Markowitz, hem veri risk düzeyinde en çok beklenen getiriyi, hem de beklenen getiri düzeyinde, en az riski sağlayan çeşitli portföy setleri oluşturmaktadır. Yatırımcı, portföy setlerini oluştururken, yapacağı çeşitlendirme ile beklenen getirisini, en yüksek seviyeye çıkarabilecektir (Başoğlu ve diğerleri, 2009:165).

Uzun yıllar boyunca Markowitz'in bu modeli portföy teorisinin geleneksel çerçevesi olarak kabul görmüştür. Shefrin ve Statman 1994 yılında yayınladıkları bir makalede modern portföy teorisine alternatif olarak yeni bir portföy teorisi ortaya koymuşlardır. Bu teori "Behavioral Portfolio Theory" olarak adlandırılan **Davranışsal Portföy Teorisi**'dir. Davranışsal portföy teorisinin, Roy (1952) tarafından yapılan kendini güvende hissetme çalışmaları ile Lopes (1987) ve Kahneman ve Tversky (1979,1992) tarafından yapılan davranışsal çalışmalara dayandığı belirtilmektedir. Bu teoriye göre yatırımcılar, davranışsal beklenen refahlarını maksimize edecek şekilde bir portföy tercihinde bulunurlar. Davranışsal beklenen refah ise kendilerini güvende ya da emniyette hissettikleri refah düzeyidir. Beklenen refahın, "davranışsal" olarak ifade edilmesinin nedeni, objektif olasılıklar yerine karar ağırlıkları ile hesaplanmasından ileri gelmektedir (Pffiffelmann, 2011:87).

2.1.4. Finansal Varlıkları Fiyatlandırma Modeli (FVFM)

Markowitz'in ortaya koyduğu portföy teorisi, Sharpe, Lintner, Tobin ve Treynner gibi bilim adamlarının katkılarıyla geliştirilmiştir.

Markowitz'in modelinde, toplam risk, alternatif portföy getirilerinin varyansı ile ölçülürken, literatürde "sermaye varlıklarını fiyatlandırma modeli" olarak da ifade edilen **finansal varlıkları fiyatlandırma modeli**, denge durumunda, menkul kıymetin fiyatının toplam riske olan katkısı ile belirleneceğini ortaya koymaktadır (Başoğlu ve

diğerleri, 2009:165). Menkul kıymetin beklenen getirisi ile risk derecesi arasındaki ilişki, genel olarak doğrusaldır.

Modelde toplam risk, tüm varlıkların piyasa portföyünün getirisi ile söz konusu menkul kıymetin riskinin kovaryansı ile ölçülmektedir. Böylece, ilgili varlığın sistematik riski saptanmaktadır. Finansal varlıkları fiyatlandırma modeli, basit olarak, aşağıda görüldüğü şekilde ifade edilir (Başoğlu ve diğerleri, 2009:165);

$$E(R_j) = R_f + [E(R_m) - R_f]\beta_j \quad (5)$$

$$\beta = \frac{Cov(R_j, R_m)}{Z(R_m)} \quad (6)$$

Burada, R_f risksiz faiz oranını, $E(R_m)$ piyasa portföyünün getirisini, β ise j 'ninci varlığın getirisi ile piyasa getirisi arasındaki kovaryansın, piyasa getirisinin varyansına bölümünü, yani j 'ninci varlığın sistematik riskini göstermektedir. Bu model, aynı zamanda, sermayenin fırsat maliyetini de vermekte ve portföy teorisinin etkin sınırının bittiği yerde başlamaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2013:628).

1994 yılında Shefrin ve Statman **Davranışsal Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Teorisi (Behavioral Capital Asset Pricing Theory)** başlıklı çalışmalarını ile alternatif bir varlık fiyatlama modeli ortaya koymuşlardır. Model, gürültücü yatırımcılar ile bilgi sahibi yatırımcıların birbirleri ile etkileşim halinde oldukları piyasalar için geliştirilmiştir. Gürültücü yatırımcılar, bilişsel hata yapma eğilimi olan yatırımcılardır. Bilgi sahibi yatırımcılar ise bilişsel hata yapmaktan uzak yatırımcıları ifade eder. Bu model, aynı zamanda, piyasalardaki işlem hacimlerine davranışsal bakış açısıyla yaklaşımı da içermektedir. Bu teori yatırımlardan beklenen getirileri, davranışsal yaklaşımla tanımlamaktadır. Yatırımdan beklenen getirilerdeki farklılıklar risk farklılıklarından daha fazla dikkate alınır (Shefrin ve Statman, 1994:323). Statman (2014), davranışsal varlık fiyatlama modelinin işlevsel faydalarını, düşük risk ve yüksek likidite olarak ifade ederken, etkileyici ve duygusal faydalarını ise, sosyal sorumluluk özelliği olan yatırım fonları içermesi, hedge fonların sahip oldukları prestij ve işlem yapma heyecanı olarak ifade etmektedir.

2.1.5. Opsiyon Fiyatlama Teorisi

Herhangi bir varlığın değeri genel olarak, o varlıktan beklenen nakit akımlarının bugünkü değerine eşittir. Bununla birlikte, değeri diğer finansal varlıkların değerleri üzerinden belirlenen ve nakit akımlarının belirli şartlara bağlı olarak gerçekleştiği finansal varlıklarda söz konusudur. Bu varlıklar **opsiyon** olarak adlandırılmakta ve beklenen nakit akımlarının bugünkü değeri gerçek değerlerinin altında gerçekleşmektedir.

Opsiyon, belli zaman dilimi içinde, belirli koşullar altında, bir varlığı satın alma veya satma hakkı veren bir sözleşmedir. Black ve Scholes (1973) ile Merton (1976) tarafından yapılan çalışmaları takiben, opsiyon fiyatlama üzerine yapılan çalışmaların sayısı ciddi derecede artış göstermiş ve finans alanında önemli bir araştırma alanı haline gelmiştir. Black ve Scholes, firmanın öz sermayesi ve borçları için oluşturdukları değerlendirme modelinde, opsiyon fiyatlamasının, borçlu bir firmanın borçları ve öz sermayesi gibi bağlı haklarının değerlemesi için kullanılabileceğini belirtmektedirler. Bununla birlikte, opsiyon fiyatlamada yalnızca **Black ve Scholes Modeli (BSM)** kullanılmamaktadır. **Amerikan tipi** denilen diğer bir opsiyon çeşidinde belli bir zaman dilimi içerisinde istenildiği anda kullanılabilirken, **Avrupa tipi opsiyon** olarak adlandırılan opsiyon çeşidi ise yalnızca belirli bir gelecekte kullanılabilir (Başoğlu ve diğerleri, 2009:166).

BSM, opsiyon fiyatlama durumlarında geniş bir şekilde kullanılmasına rağmen ideal koşullar⁵ altında geçerlidir. Bu yaklaşımın varsayımı altında yatırımcılar, gelen her yeni bir bilgiyi doğru bir şekilde kodlayarak yatırım yaparlar ve beklenen faydalarını maksimize edecek seçenekleri seçerler. BSM'nin yaygın bir şekilde kullanılmasının sebepleri, uygulamasının kolay olması, opsiyon fiyatlamaya kapalı bir çözüm sağlaması ve risk katsayılarının ve duyarlılıklarının hesaplanmasına izin vermesidir.

Bununla birlikte pratik hayatta ideal koşulların sağlanması gerçeklikten uzak bir yaklaşımdır. Bu gibi nedenlerle, finans literatüründe gerçeğe en uygun opsiyon

⁵ Örneğin kısa dönemli faiz oranları bilinmektedir ve zaman içerisinde sabittir, hisse senedinin olasılık dağılımı lognormaldir, varyans sabittir, işlem maliyetleri yoktur kısa dönemli satışlar için bir limit yoktur.

fiyatlamaya modelleri ve yeni yaklaşımlar aranmaya başlamıştır. Bu yönde yapılan çalışmalardan bazıları Cox, Ross ve Rubinstein (1979), Corrado ve Su (1996), Merton (1973, 1976), Heynen, Kemna ve Vorst (1994), Duan (1996), Heston ve Nandi (2000), Hull ve White (1988)'a ait çalışmalardır. Günümüzde en çok kullanılanlardan biri ise Heston (1993) tarafından geliştirilen **stokastik volatilité modelidir**. Bu model farklı kazanç dağılımlarını içermesinin yanında çarpıklığı ve basıklığı da hesaplamaya dahil eder. Bu modellere alternatif olarak, Shefrin ve Statman ise 1993 yılında, davranışsal finansı temel alan **Davranışsal Opsiyon Fiyatlama Modeli**'ni öne sürmüşlerdir. Bu yaklaşım, rasyonel olmayan ve riske karşı tepki veren yatırımcı birleşimini temel alır.

2.1.6. Arbitraj ve Arbitraj Fiyatlama Teorisi

Sharpe ve Alexander (1990) arbitrajı, ardışık bir şekilde aynı veya benzer menkul değerin, farklı ve uygun fiyatlardan farklı piyasalarda alınıp satılmasını ifade ettiğini belirtmektedir (Man ve Chau, 2006:7). Bu şekilde, bir menkul kıymetin, farklı piyasalarda ya da farklı formlarda alınıp satılması ile fiyat farklılıklarından yararlanılarak kar elde edilmesi mümkündür.

Arbitraj, piyasaların etkin olmamalarının bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır. Arbitraj işlemleri, menkul kıymetlerin piyasa fiyatlarının uzun dönemde gerçeğe uygun fiyatından önemli ölçüde farklılık göstermemesini sağlamaktadır. Yatırımcılar, bu tür etkin olmayan piyasalarda oluşan fiyatları kendi hesapları adına değerlendireceklerinden ortaya çıkan fiyat farklılıkları kısa bir sürede ortadan kalkarak piyasada yeniden denge meydana gelecektir. Kısacası arbitraj, piyasalar arasındaki fiyat farklılıklarının azaltılmasını sağlamaktadır.

Arbitraj fiyatlama teorisi ise Ross (1976) tarafından formülize edilmiş bir alternatif varlık fiyatlama modelidir. FVFM'nin yetersizliği ve hesaplama güçlükleri nedeniyle ortaya çıkmıştır. Bununla birlikte FVFM'de olduğu gibi modern portföy teorisine dayanmaktadır. Bu teori, ödenmeme riski, likidite riski, faiz oranı riski, piyasa riski, satın alma gücü riski, yönetim riski vb. bir varlığın değerlendirilmesini etkilemesi muhtemel olan diğer birçok risk faktörleri tarafından belirlenmektedir.

Teorinin varsayımına göre homojen bir varlık piyasalarda iki farklı fiyattan alınıp satılamayacaktır (arbitraj imkanı bulunamaz). Böyle bir durumun olması halinde arbitrajçılar piyasaya girecekler ve piyasa etkisizliğinden faydalanılarak kazanç elde edilebilecektir. Bu nedenle, eğer bir varlık piyasalarda farklı fiyatlardan işlem görüyorlarsa, o varlıkların homojen olmadığı veya varlıkların fiyatları eşitleninceye kadar bir kısım yatırımcının bu durumdan faydalanacağı beklenir. Arbitraj fiyatlama modeline göre bir hisse senedinin getiri aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir (Sayman, 2012:181):

$$R_e = \pi + \beta_1\alpha_1 + \beta_2\alpha_2 + \beta_3\alpha_3 \dots \dots + \beta_n\alpha_n + \mu \quad (7)$$

Formülde R_e herhangi bir hisse senedinin beklenen getirisini, π sabit terimi, β herhangi bir faktörün hisse senedi getirisi ile olan ilişkisini ve α ise risk faktörlerini ifade etmektedir.

Arbitraj işlemleri, aynı zamanda davranışsal finansın da temel dayanak noktalarından biridir. Barberis ve Thaler (2002) davranışsal finansı iki ana blok üzerinde durduğunu belirtmektedirler. Bunlar, arbitraj sınırlılıkları (Shleifer ve Vishny, 1997) ve psikolojidir. Aynı şekilde, Ritter (2003)'da bu iki konu üzerinden davranışsal finansın gelişimine değinmiştir. Arbitraj sınırlılıkları, piyasalardaki hızlı bir şekilde kaybolmayan arbitraj fırsatlarını ifade etmek için kullanılır. Aynı zamanda, piyasalardaki tamamıyla rasyonel olmayan ve piyasa bozukluklarından yararlanarak kar elde edemeyen yatırımcılarla ilgilidir. Shleifer ve Vishny (1997) arbitraj işlemlerinin bazı piyasaların etkinliğini arttırmasına karşın diğerleri üzerinde herhangi bir etkiye sahip olmadığını belirtmektedirler. Günümüzde piyasalar arasındaki fiyat farklılıkları teknoloji ve iletişim olanaklarının son derece gelişmiş olmasına paralel olarak piyasa katılımcıları tarafından kısa bir sürede kapatılabilmektedir. Arbitraj işlemlerini sınırlayan bir başka olgu ise işlem maliyetleridir. Piyasa maliyetleri ile arbitraj maliyetleri arasındaki farklılıklar yatırımcılar tarafından tespit edildiği zaman, türev ürünler kullanılarak işlem maliyetleri düşürülür ve kısa vadeli satış sınırlılıklarının da etkisiyle arbitraj olanakları kısıtlanır (Taner ve Akkaya, 2005:51). Gromb ve Vayanos (2010:1), piyasalarda görülen arbitraj sınırlarına kanıt olarak üç olgu üzerinde

durmaktadır. Birincisi, siyam ikizi hisse senetleri olgusu⁶, ikincisi; ana firma ve yan firma hisse senetlerinin ana firma varlıklarının negatif değerli olduğu fiyatlardan işlem görmesi durumu, üçüncüsü; **on-the-run (en yeni) tahviller** ihraç etmek suretiyle **off-the-run (eski) tahvillere** göre daha yüksek fiyatlarda işlem yapılabilmesi durumudur.

2.2. Geleneksel Finansa Yöneltilen Eleştiriler ve Davranışsal Finansın Getirdiği Yeni Bakış Açısı

Geleneksel finans teorisinin öğretilerine bakıldığında büyük bir kısmının normatif olduğu ve finansal araçların sıkı rasyonelliğine dayandığı ve mükemmel sermaye piyasalarına ilişkin çok güçlü varsayımları içerdiği görülmektedir. Geleneksel finans teorisinin varsayımlarına dayalı ve Nobel ödülü kazanmış olan çok sayıda çalışma olmasına rağmen bu teorilerin gerçek dünyaya uygunluğu ve geçerliliği gün geçtikçe daha çok tartışılmaya başlanmıştır.

Jureviciene ve Ivanova (2013), bireylerin davranışlarının aldıkları finansal kararlardaki etkisinin⁷, gerçek dünyaya bakıldığında, geleneksel ekonomi ve finans araştırmacıları tarafından ileri sürülen teorilerden farklı olduğunun görüldüğünü belirtmektedirler. Bu nedenle geleneksel finans teorilerinin finansal kararların tamamını açıklayamayacağını ve tahmin edemeyeceğini belirtmektedirler (Jureviciene ve Ivanova, 2013:53-54).

Rasyonel ekonomik modele ilk eleştiri yapan kişi, önceki bölümlerde de değinildiği gibi sınırlı rasyonalite önermesi ile Simon'dır. 1970'lerin sonlarına doğru ise geleneksel teori ve modellerin geçerliliğini ciddi manada eleştiren çalışmaların sayısı daha da artmıştır.

İrrasyonel davranış kalıplarını vurgulayan ilk isimlerden biri Fransız sosyolog Le Bon (1896)'dur. Le Bon, piyasalarda işlem yapan bireylerin, karar verme süreçlerini iki kategoride incelemektedir. Birinci kategori, kazara ve anlık çözümleri içerirken, ikinci

⁶ İki hisse senedinin fiyatı arasında anlamlı bir fark olmasına rağmen hemen hemen aynı temettü akışına sahip hisse senetleri.

⁷ Le Bon (1896), Raiffa (1968), Kahneman ve Tversky (1979) gibi araştırmacıların yaptıkları çalışmaların da etkisiyle...

kategori, yasalar ile düzenlenen ve halk tarafından desteklenen çözümler içermektedir (Jureviciene ve Ivanova, 2013:53-54).

Langer (1975) irrasyonel davranış kalıplarını inceleyen bir başka önemli araştırmacıdır. Langer irrasyonel kararların, **kontrol yanılması** olarak adlandırdığı davranışsal önyargı sonucu ortaya çıktığını ifade etmiştir. Buna göre bireyler, kendi yeteneklerinin, olayları kontrol edebilmelerine yetecek düzeyde olduğuna inanırlar. Bu durum, bireylerin yüksek düzeylerde risk almalarına neden olan bir unsurdur. Allais (1953), bireylerin bilgi eksikliği olan durumlarda ve kalıplaşmış rasyonel tercihleri engelleyen değerlendirmeler sırasında, olası alternatifler arasından tercih yaparken irrasyonel hareket ettiklerini belirtmektedir (Jureviciene ve Ivanova, 2013:53-54).

Geleneksel finansa yöneltilen bir başka eleştiri konusu ise, sermaye yapısı ve kar dağıtım politikası gibi temel finansal kararların, teorik ve ampirik açıdan yetersiz oldukları şeklindedir. Bu kararlar, finans alanının önde gelen araştırmacıları tarafından “bilmece”⁸ şeklinde ifade edilerek eleştirilmiştir (Black, 1976; Myers, 1984)

Diğer yandan, geleneksel finansa yöneltilen eleştiriler genel olarak, ekonomi modellerinde tanımlanan ekonomik insanın ana hedefinin kar maksimizasyonu olduğu iddiası üzerine yoğunlaşmaktadır. Davranışsal finans savunucularına göre, bu tür bir iddia, aslında sanıldığından daha az önemli bir faktördür ve buna karşın asıl önemli unsur, kişilerin ihtiyaçlarını karşılamasına yetecek düzeyde bir kar ya da getiri düzeyi beklentisine sahip olmalarıdır. Bu durum, rasyonel insan ya da homo economicus varsayımlarının yerini, normal ya da gerçek insan olgusunun alması gerektiğini ortaya koymaktadır.

Geleneksel finans teorisi en uygun seçim ve gerçek seçim olmak üzere iki varsayılan amaca dayandırılarak oluşturulmuştur. Bununla birlikte bireylerin en iyi tercihi yapamamaları noktasında ortaya çıkan problemin çözümü için yeni modeller geliştirilmesi ihtiyacı doğmuştur. Bu modeller piyasalardaki davranışlara ilişkin

⁸ Capital Structure Puzzle (Myers, 1984), Dividend Puzzle (Black, 1976).

tanımlayıcı nitelik taşıyan özellikte olacaktır. Davranışsal finans, böyle bir ortamda gelişim göstermiştir (De Bondt ve Thaler, 1994:387).

Davranışsal finans, bir sonraki başlık altında geniş bir şekilde değinileceği üzere, bilişsel önyargıların, hevristiklerin (kısayollar) ve duyguların piyasalarda görülen anomalileri nasıl ve neden oluşturduklarını açıklamaya çalışan bir disiplin olarak ortaya çıkmıştır. Buna karşın geleneksel finasta, finansal varlıkları fiyatlandırma modeli ve etkin piyasalar hipotezi benzeri temel teoriler, rasyonel ve mantıksal teorilerdir ve bu tür yaklaşımlar insanların rasyonel birer varlık olduklarını ve yalnızca refahlarını maksimize etmek için çaba gösterdiklerini ileri sürmektedirler. Oysa insanlar, gerçek hayatta finansal teorilerin öngördüğü gibi mükemmel ve rasyonel varlık değildirler ve sıklıkla rasyonaliteden sapma eğilimi gösterirler. Kısaca davranışsal finans, normal insanların davranışlarının piyasalardaki ya da verdikleri finansal kararlardaki yansımalarını veya etkilerini analiz ederek sonuçlar ve teoriler ortaya koymaya çalışırken, geleneksel finans homo economicus'un davranışlarıyla ilgilenmektedir (Asab, Manzoor ve Naz, 2014:89).

Sefil ve Çilingiroğlu (2011) ekonomi biliminde geçmiş dönemlerde şiddetle savunulan rasyonalite ve olayı basite indirgeyen teorilerin, insanların inançları, yargıları, duyguları ve sezgileri gibi davranışsal özelliklerinin hesaba katılmasının önünü aldığını belirtmektedirler.

Davranışsal finans ile geleneksel finansın bir başka ayırım noktası, izledikleri yöntemlerin farklılığıdır. Buna göre, davranışsal finans, öncelikle piyasa katılımcılarının davranış biçimlerini ortaya koymakta sonrasında bir model sunmaktadır. Geleneksel finasta ise yaklaşım, öncelikle bir model ortaya konulması ve ampirik çalışmalarla bu modelin geçerliliğinin test edilmesi şeklinde yani normatiftir. Sonuç olarak, davranışsal finans, finansal piyasalarda yer alan bireylerin nasıl hareket etmeleri gerektiğinden ziyade, yapılan gözlemler ile gerçekte nasıl hareket ettiklerini belirlemeye çalışmaktadır (Bostancı, 2003:10).

Geleneksel finansın bireylerdeki rasyonalite eksikliğini açıklama başarısızlığı noktasında davranışsal finans, ekonomik karar verme süreçlerini motive eden faktörlerin ne olduğu konusunda alternatif tanımlamalar sunmaktadır.

Geleneksel finans başlığı altında ele alınan çeşitli teoriler, etkin piyasalar hipotezi varsayımını temel alarak belirli modeller ortaya koymaktadır. Daha sonra bu modeller kullanılarak piyasalardaki aktörlerin ve olguların davranışları açıklanmaya çalışılmaktadır. Bununla birlikte gerçek hayattaki finansal piyasalara bakıldığında, geleneksel teorilerde öne sürülen birçok olgunun ve problemin bu türden standardize edilmiş modeller ile kolay kolay açıklanamayacağı görülmektedir. Bu nedenle geleneksel teoriler ile açıklanamayan irrasyonel davranış kalıplarının ortaya çıktığı durumlarda daha gerçekçi ve insan davranış kalıplarını içeren modellere ihtiyaç duyulmaktadır

Bunların yanı sıra, davranışsal finans, geleneksel finanstan farklı olarak, psikolojik ve sosyolojik olguları da bünyesinde barındırmaktadır. Davranışsal finans, finansal piyasa katılımcılarının davranışlarının ampirik açıdan incelenmesi bakımından geleneksel finanstan tamamiyle farklı bir başlangıç noktasına sahiptir. Aynı zamanda ekonomik rasyonalitenin klasik finans tanımını sadeleştiren alternatif yaklaşımların temsil edildiği gelişmekte olan bir disiplindir. Bu disiplin psikoloji ve bilişsel bilimler literatürünün dikkatini, bireysel karar vericilerin neden sistematik şekilde yürüttükleri rasyonel karar verme süreçlerinden saptıkları problemi üzerine çekmektedir.

Sheffrin (2002) davranışsal finansın, klasik finans teorilerinin pratikteki uygulamaları sonucunda elde edilen sonuçların yorumunda kullanıldığı takdirde oldukça faydalı sonuçlar ortaya koyabileceğini belirtmektedir. Sheffrin, geleneksel finans yaklaşımının değer tabanlı yönetim anlayışı ile şekillendirilmiş üç kavram üzerine kurulu olduğunu belirtir: (1) Rasyonel davranış, (2) Finansal Varlıkları Fiyatlandırma Modeli (FVFM) (3) Etkin Piyasalar Hipotezi (EPH). Davranışsal finans savunucuları, geleneksel paradigmanın bu üç bileşeninin psikolojik faktörler tarafından etkilendiğini iddia etmektedirler.

Çalışmanın bu bölümünde davranışsal finans konusuna, bu disiplininin altında yatan temel fikirlerin geleneksel finansın temel noktaları ile karşılaştırılması suretiyle, kısa bir giriş yapılmıştır. Bu konu bir sonraki başlık altında daha detaylı ele alınacaktır.

2.3. Davranışsal Finans

Literatüre bakıldığında, davranışçılık kuramının ortaya çıkışından önce bu kuramın oluşmasına zemin hazırlayan dört önemli araştırmacı ve eserleri üzerinde durulduğu görülmektedir. Bunlar; Ivan Michailovich Sechenov (1829-1905), Vladimir Michailovich Bekhretov (1867-1927), Ivan Petrovich Pavlov (1849-1936) ve Edward Lee Thorndike (1874-1949)'dir. Pavlov'un (1904) **Klasik Koşullanma Kuramı** davranışçılığın temeli olarak nitelendirilmektedir. Bu teorinin temelini oluşturan çalışmaların ise Sechenov (1863)'un "Reflexes of the Brain" ve Bekhretov (1910)'in "Objective Psychology" eserlerinin oluşturduğu ifade edilir.

Davranışçılık terimi ise ilk olarak 24 Şubat 1913'de John B. Watson tarafından düzenlenen bir konferansta duyurulmuştur. Watson ilk kitabı (1914) olan "Behavior: An Introduction to Comparative Psychology"de hayvan psikolojisine dair ortaya koyduğu prensiplerin ikinci kitabı (1919) "Psychology from the Standpoint of a Behaviorist"'te insan davranışları için de kullanılabileceğini belirtmiştir. 1925 yılına gelindiğinde ise "Behaviorism" isimli bir kitap daha yayımlamıştır. Bu kitapta davranışçılığın tanımını yapmış ve psikoloji araştırmalarında kullanılması gereken yöntemleri sıralamıştır. Buna göre araştırmalarda kullanılması gereken yöntemler; 1) Gözlem Yöntemi, 2) Test Yöntemleri, 3) Sözlü Rapor (Mülakat), 4) Şartlı Refleks'tir (Cengil, 2002:18-21).

Sefil ve Çilingiroğlu (2011)'nin belirttiği gibi **Davranışçılık Kuramı** John D. Watson tarafından, davranışları belirleyen faktörlerin içsel eğilimler değil dış çevre olduğunu iddia eden bir yaklaşım olarak psikolojiye kazandırılmıştır. Davranışsal finans çalışmalarının ise davranışçılık kuramından çok önce ortaya çıktığı görülmektedir. Öyle ki davranışsal finansın izlerine, ilk olarak Adam Smith tarafından yapılan çalışmada (1759) rastlanılmaktadır. Adam Smith'in, ekonomik rasyonalite varsayımı ile iktisat teorilerine dayanak oluşturan çalışması "Ulusların Zenginliği" kitabı ve "Görünmez El"

teorisidir. Smith'in bir diğeri önemli eseri "Ahlaki Düşünce Teorisi" ise Ulusların Zenginliği eserinden daha az ün yapmış olmakla beraber daha farklı konulara değinmektedir. Smith bu eserinde ekonomik rasyonaliteden tamamen farklı olarak bireysel davranışların psikolojik özelliklerini açıklamaktadır. Bu kitap günümüzde yaşadığımız davranışsal ekonomi ile ilgili güncel gelişmeleri öngören ve insan psikolojisini irdeleyen yorumlamalarla doludur (Camerer ve Loewenstein, 2004:5).

Smith, söz konusu kitabında, bireylerin iyi durumdan kötü bir duruma geçtiklerinde acı ve pişmanlık hissettiklerini, tekrar iyi duruma geçtiklerinde ise mutlu olduklarını ifade ederek modern davranışsal finansın incelediği "zarardan veya riskten kaçınma" eğilimlerinin ilk tanımlamasını yapmıştır (Cornicello, 2004:23). Bununla beraber Sigmund Freud "süper ego" önermesi ile bireylerin rasyonel karar verme süreçlerinden sapmalarına yol açan faktörlere değinene ilk araştırmacılardan bir diğeridir.

Davranışsal finans disiplininin temellerinin oluşmasına katkı sunan bir diğeri önemli isim Gustave Le Bon'dur. 1896'da "The Crowd; A Study Of The Popular Mind" isimli yazılmış en etkileyici sosyal psikoloji eserlerinden biri olan kitabını yayımlayarak, bir yüzyıl sonra oluşmaya başlayacak davranışsal finans disiplininin temellerini atmıştır. George C. Selen (1912) "Psychology of the Stock Market" adlı eserinde hisse senedi piyasalarındaki dalgalanmaların büyük oranda yatırımcıların ruh hallerindeki değişimlerden kaynaklandığı fikrini ilk olarak ortaya atan kişi olmuştur (Sewell, 2010:1). Sewell (2010) bu hipotezlerin bakış açısından, insan olgusunun var olduğu her türlü sosyal ve örgütsel sistemlerde, doğal olarak, ekonomi olgusunun da sosyalleşmeleri, gruplar ve kişiler arasındaki etkileşim ve sosyal ağları ve davranış ile önyargı kalıplarını içerecek şekilde genişletilmesi ihtiyacının doğduğunu belirtmektedir.

Bugünkü anlamıyla davranışsal finans disipliniyi oluşturan temel çalışmaların ise, Tversky ve Kahneman (1971, 1973, 1974, 1981, 1983, 1992) ve Kahneman ve Tversky (1972, 1973, 1979, 1984) tarafından, birey karar verme süreçleri üzerine yapılan çalışmalar olduğu ifade edilir. Davranışsal finans alanında, ufuk açan bir diğeri çalışmanın ise, De Bondt ve Thaler (1985) tarafından yapılan çalışma olduğu kabul edilir (McMahon, 2006:5). Davranışsal finansın gelişimi ve prensipleriyle ilgili daha

detaylı bilgiler Thaler (1992), Thaler (1993), De Bondt ve Thaler (1994), Schwartz (1998), Shefrin (1999), Statman (1999), Schleifer (1999), Hirshleifer (2001) ve Barberis ve Thaler (2003) tarafından yapılan çalışmalarda bulunabilir (McMahon, 2006:4).

Tüm bu çalışmalarla birlikte, geleneksel finans teorisinin sıkı rasyonellik varsayımları sorgulanmaya ve gerçek dünyadaki karar verme süreçlerine uygunluğu tartışılmaya başlanmıştır.

Psikoloji alanında yapılan çalışmalar, belirsizlik altında karar verme süreçlerinin çeşitli davranışsal ve bilişsel faktörlerden etkilenebildiklerini ortaya koymuştur. Bunun finans alanında ilk örnekleri, bundan 25 yıl öncesine kadar dayanmaktadır. Söz konusu örnekler sınırlı sayıdaki akademik çalışmalardan oluşmaktadır. Uzunca bir süre bu alanda yapılan çalışmaların, yalnızca insan beyninin işleyişinde nadir olarak tespit edilen anomalilerle ilgilendikleri ileri sürülerek, dışlandığı ya da dikkate alınmadığı görülmektedir. Henüz yeni bir disiplin olarak ifade edebileceğimiz bu alanın güçlü bir şekilde eleştirilmesinin ana nedeni, sunduğu önermelerin klasik ve geleneksel finans teorilerinin temelleri ile yer yer çatışır ve uzlaşmaz bir görüntü sergilemesidir.

Miller (1986)'ın da belirttiği gibi insan faktörü, finans alanındaki teorik ve ampirik araştırmalarda belli bir süre çok nadir yer almıştır. Bununla birlikte bu durum 21. yüzyılın başlarında internet ağının yaygınlaşması ile büyük ölçüde değişmeye başlamıştır. İnsan faktörünün öneminin daha iyi anlaşılmaya başlanmasıyla birlikte "Davranışsal Finans" adı altında yeni bir disiplin ortaya çıkmıştır. Gerçek hayatta, her birey, sıklıkla, duygularının ve önyargılarının etkisi altında kalarak karar verir ve harekete geçer. Karar vericilerin, karar verme süreçlerini etkileyen bu faktörler, rasyonel karardan sapma olarak adlandırılır ve davranışsal finans disiplini çerçevesinde analiz edilir.

Statman (1999), akademide yapılan teorik ve ampirik çalışmalarda ve ekonomideki uygulamalarda geniş bir şekilde yer verilen geleneksel finans yaklaşımının, piyasa anomalileri nedeniyle ilgi ve güven kaybına maruz kalmakta olduğunu belirtmiştir. Bununla birlikte, Statman, bireyler ve piyasalar üzerindeki davranışsal etkilerin göz

önüne alınacağı teori, yaklaşım veya modellerin, daha gerçekçi ve faydalı sonuçlara ulaşmayı destekleyeceğini bildirmiştir. Statman'ın bir diğer önemli vurgusu, klasik finasta dikkate alınan bireylerin rasyonel, davranışsal finasta ise normal bireyler olduğudur. Dolayısıyla, bireyler, rasyonaliteden ziyade, önyargılarının, duygularının ve hevristiklerin etkisi altında kalarak irrasyonel kararlar verirler. Statman (1999) psikoloji, ekonomi ve finans disiplinlerinin birlikte ele alınması ile insan davranışlarının daha gerçekçi araştırılmasına imkan tanıyan davranışsal finans çalışmalarının, finansal kararlar söz konusu olduğunda insanlar gerçekte nasıl hareket ederler sorusunun yanıtını aramaya çalıştığını belirtmektedir.

Ricciardi ve Simon (2000)'a göre davranışsal finans, finansman ve yatırımın kişilerin bakış açısından ne, neden ve nasıl olduğunu açıklamaya çalışır.

Ritter (2003) davranışsal finans disiplinini, finansal piyasaların, Von Neuman ve Morgenstein'nin beklenen fayda teorisi ile arbitraj varsayımlarını daha dar çerçevede ele alan modeller ile çalışılması olarak ifade etmektedir. Yine Ritter davranışsal finansın iki temel yapıtaşı olduğundan bahsederken bunları bilişsel psikoloji ve arbitraj sınırları olarak sıralamaktadır.

Davranışsal finans, rasyonel kestirimler, hesaplamalar, irade gücü ve hırs üzerinde sınırlayıcı etkiye sahip psikolojik faktörleri ve yargılamaları dikkate alarak geleneksel finans modellerini yeniden düzenlemektedir (Rabin, 1998; Mullainathan ve Thaler, 2001; Camerer ve Loewenstein, 2004). Davranışsal finans disiplininde, rasyonel karar verme süreçlerinden sapmalar olarak adlandırılan psikolojik faktörler, davranışsal önyargılar ile hevristik de denilen kısayollardır. Bu kavramlara, çalışmanın ilerleyen bölümlerinde ayrıntılı bir şekilde değinilecektir.

Davranışsal bakış açısıyla yeniden düzenlenmiş teorilerin amacı, geleneksel teorilerin çıkmaza girdikleri noktalarda, psikolojik ve açıklayıcı ampirik bulgular ile yeni açılımlar getirerek, problemlerin çözümüne farklı bir boyutta katkı sunmaktır (Camerer ve Malmendier, 2004:235).

Baker ve Nofsinger (2010) bu yaklaşımın temelini, inanılan bilgiden hareketle geliştirilen önyargılar yoluyla davranışların açıklanması olduğunu belirtir. Yine Baker'a göre bu disiplinin amacı, yöneticiler arasında irrasyonel davranışların tartışılmasını sağlamak ve bu yolla sermaye varlıklarının yanlış fiyatlanması problemi gibi anomalileri daha gerçekçi açıklayabilmektir.

Shefrin (2001) davranışsal finansı, psikolojik faktörlerin finansal karar vermeyi nasıl etkilediğini araştıran çalışmalar olarak tanımlamaktadır.

Bir başka tanıma göre ise davranışsal finans, psikolojinin, finansal kararları, işletmeleri ve piyasaları nasıl ve ne derece etkilediğini araştırmaktadır (Nofsinger, 2011).

Davranışsal finans, sosyoloji ve psikoloji gibi davranış bilimlerinin finans ve ekonomi alanındaki çalışmalara dahil edilmesi ile beklenen fayda teorisi ve rasyonel davranış kalıplarının dışında yeni gözlemlerin yapılmasını ve klasik teorilerle çelişen noktaların açıklanmasını kapsamaktadır (Frankfurter ve McGoun, 2000:211). Dolayısıyla davranışsal finans, psikoloji ve sosyoloji gibi farklı disiplinlerin insana bakış açısından yola çıkarak klasik ve temel ekonomi ve finans modellerine eleştirel bir bakış açısı getirmektedir. Bu bakış açısı, insan kavramının, Meir Statman'ın ifadesiyle rasyonel olmaktan ziyade "normal" kabul edilmesini içermektedir.

Davranışsal finans çalışmalarının odak noktası, finansal karar verme süreçlerinde davranışsal önyargı ve hevristiklerin rolünün incelenmesidir. 1970'li yıllardan itibaren, Kahneman ve Tversky'nin bu alanda yaptıkları çalışmaların etkisiyle, önyargı ve hevristikler üzerine yapılan çalışmaların sayısı önemli derecede artmıştır. Davranışsal ya da bilişsel önyargıların bireylerin finansal kararlarında nasıl bir etkisinin olduğu tespit edilirken (Shiller, 2003:94) psikoloji ve ekonomi disiplinleri birlikte ele alınır ve optimal karar verme süreçleri, kişilerin karakteristik özellikleri ve davranışsal önyargı modelleri ile harmanlanarak sonuç elde edilmeye çalışılır.

Literatürde, bu bağlamda çalışma yapan araştırmacılar, klasik ekonomik varsayımlardan ve teorilerden sıyrılarak kişilerin karar verme süreçlerini etkileyen asıl unsurların neler

olduğu üzerine yoğunlaşmış ve geleneksel ekonomi ve finans modellerinin açıklayamadığı ya da göz ardı ettikleri problemleri açıklamaya yönelmişlerdir.

Özerol (2011) bu disiplin çerçevesinde, davranışsal finansın üç temel unsuru olan bireyler, finans (ekonomi) bilimi ile psikoloji biliminin bir araya getirilmesi suretiyle insanların finansal kararlarında nasıl ve niçin rasyonel davranış kalıplarının dışına çıktıklarının açıklanmaya çalışıldığını ifade etmektedir.

Davranışsal finansın ilk olarak ortaya atıldığı dönemlerde savunucularının çok fazla ciddiye alınmadığı ve ne sürdüğü hipotezlerin gerçeği yansıtmadığının güçlü bir şekilde dile getirildiği ifade edilmektedir. Bununla beraber, son 10-15 yıllık süreçte finansal kararları etkileyen psikolojik ve duygusal faktörlere ilişkin kanıtların daha net bir şekilde ortaya konması, belirgin ve inandırıcı hale gelmesi davranışsal finansa olan ilginin de artmasını sağlamıştır (Nofsinger, 2011). Bugüne bakıldığında, davranışsal finansın ilk savunucularına karşı gelişen önyargıların yerini, bu insanların aslında vizyon sahibi bilim insanları olduklarına olan inancın aldığı görülmektedir.

Davranışsal finans alanında yapılan çalışmaların geneline bakıldığında, çoğunlukla, yatırımcıların piyasalardaki karar verme davranışlarının ve piyasalardaki anomalilerin açıklanmasını amaçladıkları dikkati çekmektedir. Kahneman ve Tversky'nin (1979), bireylerin aldıkları kararlar üzerinde önyargıların (bilişsel) ve hevristiklerin (kısa yollar) belirgin bir etkisinin olduğunu ortaya koyan çalışmalar alınan kararlarda insan psikolojisinin etkisini konu alan çalışmalara öncülük etmiştir. Söz konusu çalışmadan bu yana finans alanında da insan psikolojisinin etkisini dikkate alan çalışmaların sayısı artış göstermiştir. Finansal piyasalarda işlem yapan bireysel yatırımcıların tercihleri ve bu tercihleri etkileyen ya da bu tercihlere yön veren psikolojik faktörlerin tespit edilmesine yönelik ve piyasalarda gözlemlenen anomaliler üzerine çok sayıda çalışma yapılmıştır.

Park ve Sohn (2013) davranışsal finansın ilk dönem araştırmacılarının genel olarak iki başlık üzerinde durdukları belirtmektedirler. Bunlardan birincisi, etkin piyasalardaki “anomalileri” davranışsal modellerle açıklamaya çalışan **makro düzeyde davranışsal**

finans, ikincisi klasik modellerin açıklama getiremediği bireysel yatırımcı davranışlarını ya da önyargılarını inceleyen **mikro davranışsal finans**tır. Bu ikinci başlık altında bir takım önemli finansman ve yatırım kalıpları insan davranışı yaklaşımı ile açıklanmaya çalışılır (Park ve Sohn, 2013:4).

Bununla birlikte, davranışsal ya da psikolojik faktörler, yalnızca yatırımcı davranışları için söz konusudur şeklinde öne sürülen bir yargı gerçekçi olmayacaktır. Davranışsal faktörlerin, bireysel yatırımcıların yanı sıra kurumsal yatırımcılar, firma yöneticileri, finansal araçlar, portföy yöneticileri gibi finansal piyasa aktörlerinin tümünün aldıkları kararlarda etkisinin olduğu yapılan çalışmalarla ortaya konulmuştur.

Baker, Ruback ve Wurgler (2004), davranışsal finans literatürünü ikiye ayırmaktadırlar. Bunlardan birincisi yatırımcıların kararlarını etkileyen davranışsal önyargılar ya da yatırımcı davranışlarının verilen kararlara etkisi, ikincisi ise yönetici davranışlarını etkileyen davranışsal önyargılar ya da yönetici davranışlarının firmalarda verilen kararlara etkisidir.

Davranışsal finansın işletmeler ve yöneticiler üzerine uygulanması ve yapılan çalışmalar sonucunda bir başka bağıl disiplin olan İngilizce’de “Behavioral Corporate Finance” olarak adlandırılan ve Türkçe’ye **Davranışsal İşletme Finansı** şeklinde çevrilebilecek disiplin gündeme gelmiştir. Davranışsal işletme finansı konusuna ileriki bölümlerde daha ayrıntılı olarak değinilecektir.

1950’lerde piyasa etkinliğine yöneltilen eleştirilerin bir sonucu olarak ortaya çıkan davranışsal finans çalışmaları, temel ekonomik modellerin finansal piyasalardaki anomalileri açıklama noktasındaki başarısızlıklarına bir tepki olarak 1980’lerde ivme kazanmıştır. 2000’li yıllarda belirgin bir gelişim göstermiştir. Bu belirgin artışın en önemli sebebi, 2002 yılında Daniel Kahneman, Amos Tversky ile birlikte yürüttüğü ekonomi alanındaki rasyonalite çalışmalarından dolayı, Ekonomi Bilimleri Nobel Ödülü’nü kazanmasıdır. Böyle bir ödül, finans çevrelerinde, davranışsal finans alanının tanınması ve güçlendirilmesi olarak algılanmıştır (Pimenta ve Fama, 2014:4; Phung, 2010).

Park ve Sohn (2013) davranışsal finans alanında yapılan en önemli ve popüler çalışmaları, atıf sayısına göre tablo 1’de görüldüğü gibi özetlemiştir.

Tablo 1: Davranışsal Finans ve Davranışsal İşletme Finansını Konu Alan Başlıca Makaleler

YIL	YAZAR/YAZARLAR	BAŞLIK	KONU	ATIF SAYISI
1952	Markowitz	Portfolio Selection	Modern Portföy Teorisi (MPT)	209
1953	Friedman	The Case for Flexible Exchange Rates	Eksik fiyatlama ve arbitraj sınırlılıkları	2016
1974	Kahneman ve Tversky	Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases	Hevristikler ve önyargılar	13401
1979	Kahneman ve Tversky	Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk	Beklenti Teorisi	21144
1985	De Bondt ve Thaler	Does the Stock Market Overreact?	Aşırı Tepki	3871
1986	Harris ve Gurel	Price and Valume Effects Associated with Changes in the S&P 500 List: New Evidence for the Existence of Price Pressures	Eksik fiyatlama ve arbitraj fırsatları	650
1986	Shleifer	Do Demand Curves for Stocks Slope Down?	Eksik fiyatlama ve arbitraj fırsatları	907
1988	Cooper, Woo ve Dunkelberg	Entrepreneurs’ Perceived Chances for Success	Davranışsal İşletme Finansı	716
1991	Lee, Shleifer ve Thaler	Investor Sentiment and the Closed end Fund Puzzle	Yatırımcı Duyarlılığı	1098
1996	Pontiff	Costly Arbitrage: Evidence from Closed End Funds	Arbitraj Sınırlılıkları	399
1997	Shleifer ve Vishny	The Limits of Arbitraje	Arbitraj Sınırlılıkları	1995
1998	Fama	Market Efficiency, Long-term Returns and Behavioral Finance	Piyasa Etkinliği	2965
1998	Odean	Are Investors Reluctant to Realize Their Losses?	Kayıptan Kaçınma	1774
1999	Froot ve Dabora	How are stock prices affected by the location of trade?	Eksik fiyatlama ve arbitraj fırsatları	359
1999	Thaler	Mental Accounting Matters	Mental Muhasebe	1149
1999	Thaler	The End of Behavioral Finance	Davranışsal Finans (Özet)	282
2000	Mullainathan ve Thaler	Behavioral Economics	Davranışsal Finans (Özet)	342
2000	Ricciardi ve Simon	What is Behavioral Finance?	Davranışsal Finans (Özet)	33
2000	Shefrin	Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing	Davranışsal Finans (Özet)	798
2000	Shleifer	Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance	Davranışsal Finans (Özet)	1796

Tablo1'in devamı

YIL	YAZAR/YAZARLAR	BAŞLIK	KONU	ATIF SAYISI
2001	Barberis ve Huang	Mental Accounting, Loss Aversion, and Individual Stock Returns	Mental Muhasebe, Kayıptan Kaçınma	450
2002	Wurgler ve Zhuravskaya	Does Arbitrage Flatten Demand Curves for Stocks?	Arbitraj Sınırlılıkları	151
2003 (2006)	Ang ve Cheng	Direct Evidence on the Market-driven Acquisitions Theory	Davranışsal İşletme Finansı	151
2003	Barberis ve Thaler	A Survey of Behavioral Finance	Davranışsal Finans (Özet)	1473
2003 (2006)	Dong, Hirshleifer, Richardson ve Teoh	Does Investor Misvaluation Drive the Takeover Market?	Davranışsal İşletme Finansı	387
2003	Malkiel	The Efficient Market Hypothesis and Its Critics	Etkin Piyasalar Hipotezi	766
2003	Shleifer ve Vishny	Stock Market Driven Acquisitions	Davranışsal İşletme Finansı	985
2006	Bloomfield	Behavioral Finance	Davranışsal Finans (Özet)	5
2006	Pompian	Behavioral Finance ve Wealth Management	Davranışsal Finans (Özet)	24
2006 (2008)	Zaleskiewicz	Behavioral Finance	Davranışsal Finans (Özet)	5
2007	Baker, Ruback, and Wurgler	Behavioral Corporate Finance: A Survey	Davranışsal İşletme Finansı	305
2008	Byrne ve Brooks	Behavioral Finance: Theories and Evidence	Davranışsal Finans (Özet)	9
2010	Gromb ve Vayanos	Limits of Arbitrage: The State of the Theory	Arbitraj Sınırlılıkları	34

Bu tabloya ek olarak 2010 yılı ile 2015 yılları arasında yapılan ve en çok atıf alan davranışsal finans ve davranışsal işletme finansı çalışmalarından bazıları ise tablo 2'de ifade edilmiştir.

Tablo 2: 2010-2015 Yılları Arasında Yapılmış Davranışsal Finans ve Davranışsal İşletme Finansını Konu Alan Başlıca Makaleler

YIL	YAZAR/YAZARLAR	BAŞLIK	KONU	ATIF SAYISI
2010	Statman, M.	What is behavioral finance?	Davranışsal Finans	52
2010	Ackert, LF. ve Deaves, R.	Behavioral Finance: Psychology	Davranışsal Finans	44
2010	Fairchild, R.	Behavioral corporate finance: existing research and future directions	Davranışsal İşletme Finansı	17

Tablo 2'nin devamı

YIL	YAZAR/YAZARLAR	BAŞLIK	KONU	ATIF SAYISI
2010	Guangyin, S.	An empirical study on the Relationship between managerial overconfidence and corporate mergers and acquisitions	Davranışsal İşletme Finansı ve Devralma ve Birleşmeler	10
2010	Ben-David, I., Graham, JR. ve Harvey CR.	Managerial Miscalibration	Davranışsal İşletme Finansı	198
2011	Baker ve Wurgler	Behavioral Corporate Finance: An updated survey	Davranışsal İşletme Finansı	98
2011	Pompian, M.	Behavioral finance and wealth management: how to build optimal portfolios that account for investor biases	Davranışsal Finans ve Yatırım	111
2012	Pompian M.	Behavioral Finance and Investor Types	Davranışsal Finans ve Yatırım	15
2012	Nguyen T ve Schüßler, A.	How to make better decisions? Lessons learned from behavioral corporate finance	Davranışsal İşletme Finansı	10
2012	Beber, A. ve Fabbri D.	Who times the foreign exchange market? Corporate speculation and CEO characteristics	Davranışsal İşletme Finansı	31
2012	Malmendier, U. ve Zheng, H.	Managerial duties and managerial biases	Davranışsal İşletme Finansı	9
2013	Garcia, MJR.	Financial education and behavioral finance: new insights into the role of information in financial decisions	Davranışsal finans ve finansal karar verme	18
2013	Graham, Harvey ve Puri	Managerial attitudes and corporate actions	Davranışsal İşletme Finansı	307
2013	Deshmukh, Goel ve Howe	CEO Overconfidence and Dividend Policy	Davranışsal İşletme Finansı	50
2013	Ahmed ve Duellman	Managerial overconfidence and accounting conservatism	Davranışsal İşletme Finansı	73
2014	Antonczyk, RC. ve Salzman AJ	Overconfidence and Optimism	Davranışsal İşletme Finansı, Sermaye Yapısı Kararları	12
2014	Hirshleifer, DA.	Behavioral Finance	Davranışsal Finans, Piyasalardaki İşlemler, Arbitrajın Rolü	14
2014	Statman, M.	Behavioral Finance: Finance with normal people	Davranışsal Finans	4

Davranışsal finans disiplininin bu denli ilgi çekmesi ve araştırmalara yoğun bir şekilde konu olmasını etkileyen iki önemli faktörden söz edilir. Bunlardan birincisi; genel olarak finansal ekonomi ve özelde ise etkin piyasalar hipotezinin gözlemlenebilir olaylarla ilgili açık ve test edilebilir tahminler oluşturması, ikincisi ise; bu keskin

öngörülerin test edilmesine imkan veren yüksek kalitede verinin her zaman mevcut olduğudur (Thaler ve Mullainathan, 2008).

Davranışsal finansın, bir akademik disiplin olarak ortaya çıkmasında, 1990 yılına kadar olan süreç ile 90 sonrası süreç farklı etkilere sahiptir. 1990'lı yıllara kadar finans bilimi insanların rasyonel karar vermelerini engelleyen psikolojik sınırlılıkların olduğu fikrine karşı çıkan bir yapıya sahipti. 90 sonrası dönemde ise davranışsal fikirler üzerine odaklanma konusunda önemli bir atılım gerçekleşmiştir. Bu durumun ortaya çıkmasının nedenlerinden biri yeni davranışsal teorilerin test edilmesini kolaylaştıran iyi verilerin elde edilebilmesidir. Diğer bir neden net ve açık bir şekilde kıyaslama yapılabilecek modellerin (etkin piyasalar hipotezi gibi) ya da faktörlerin ortaya çıkmasıdır. Uygun ve iyi veri ile keskin ve net bir kıyaslamaya imkan veren modellerin ortaya çıkması araştırmacıların varlık fiyatlamasında bir dizi belirgin anomalileri incelemelerine zemin hazırlamıştır. Bu durum daha sonra işletme finansına ve yönetici ya da sahiplerin karar verme süreçleri üzerine revize edilmiştir (Camerer ve Malmendier, 2007).

Davranışsal finans, finansal piyasalarda yeni bir konsepti temsil etmektedir. Bu konsept geleneksel modellerde yer verilmeyen ve insan davranışlarının daha gerçekçi ele alındığı bir konsept olarak tanımlanabilir. Bu haliyle, davranışsal finans modeli, geleneksel finans modellerinin alternatif teorilerinden biri olabilecek bir model olarak ortaya çıkmıştır. Davranışsal finans psikolojinin finansal piyasalardaki katılımcıların davranışları üzerindeki etkisini inceler. Buna göre, yatırımcılar her zaman rasyonel değildirler ve her zaman tahmin edilebilir davranış sergileyemezler (Park ve Sohn, 2013:5).

Ricciardi ve Simon (2000) davranışsal finansın bireylerin akıl yürütme kalıplarını açıklamaya ve daha iyi anlaşılmasına yönelik çalıştığını ve bunu yaparken de duygusal süreçleri ve karar verme süreçleri üzerindeki etki düzeylerini tespit etmeyi amaçladığını belirtmektedirler. Ricciardi ve Simon, davranışsal finansın anahtar bir tanımının yapılabilmesi için, öncelikle psikoloji, sosyoloji ve finansın güçlü tanımlarının kurulması gerektiğini belirtmektedirler. Şekil 5'te Ricciardi ve Simon (2000)'ın bu görüşlerini temsil eden ve daha sonra Park ve Sohn (2013) tarafından sosyal psikoloji,

ekonomi, davranışsal ekonomi, yatırım ve davranışsal muhasebenin dahil edildiği, davranışsal finansın temelini oluşturan ve etkileşim halinde bulunduğu diğer disiplinler ve kavramlardan bazıları görülmektedir.



Şekil 5: Davranışsal Finansın Etkileşimde Bulunduğu Disiplinler ve Kavramlar
Kaynak: Ricciardi ve Simon, 2000; Park ve Sohn, 2013

Şekil 5 dikkate alındığında, Ricciardi ve Simon (2000) tarafından da vurgulandığı gibi, davranışsal finansla ilgi duyan bir kişinin öncelikle, psikoloji, sosyoloji ve finans ile ilgili olarak temel bilgilere haiz olması gerektiği anlaşılmaktadır.

Davranışsal finans disiplini, geleneksel finans teorilerinin aksine, yatırımcıların ve yöneticilerin tam olarak rasyonel olmadıkları fikri üzerine odaklanmış çalışmalardan oluşan ve gün geçtikçe büyüyen bir literatüre sahiptir (Shefrin, 2001). Bu akademik uğraşı alanı, geleneksel teorinin temel dayanak noktaları ile birlikte psikolojik olguların da etkisini dikkate alan ve henüz geleneksel finans teorisinin varsayımları ile izah edilememiş bazı önemli olguların açıklanması için kullanılmaktadır (Baker, Ruback ve Wurgler, 2007). Bu alanda saygın bilim adamları tarafından yapılan çalışmaların, saygın akademik ve bilimsel dergilerde yayınlanma sıklığının ve yayınlanan çalışmalara yapılan atıf sayısının artmasıyla birlikte, bu konu hakkında yapılan yüksek lisans ve doktora tezleri sayısında da gözle görülür bir artış yaşanmaya başlamıştır.

Psikoloji, davranış bilimleri ve davranışsal finans disiplinlerinde yapılan çalışmalar sonucu, bireylerin, sıklıkla, rasyonalite ve akılcılıktan uzak kararlar alarak rasyonel davranışlardan sapmalar sergiledikleri görülmüştür. Bununla birlikte insanların karar verme süreçlerinde rasyonaliteden ayrılma durumlarını ifade eden iki temel olgudan bahsedilmektedir. Bunlar, davranışsal önyargılar ve hevristiklerdir. Finansal karar vermenin psikolojisi olarak isimlendirilen davranışsal finans, finansal kararları etkileyen bireylerin bilişsel önyargılarının ve hevristiklerinin karar verme süreçlerindeki rolünü ortaya koymaktadır. Diğer bir deyişle psikolojik araştırmaların bakış açısını alarak finansal karar verme süreçleri üzerinde uygulamaktadır.

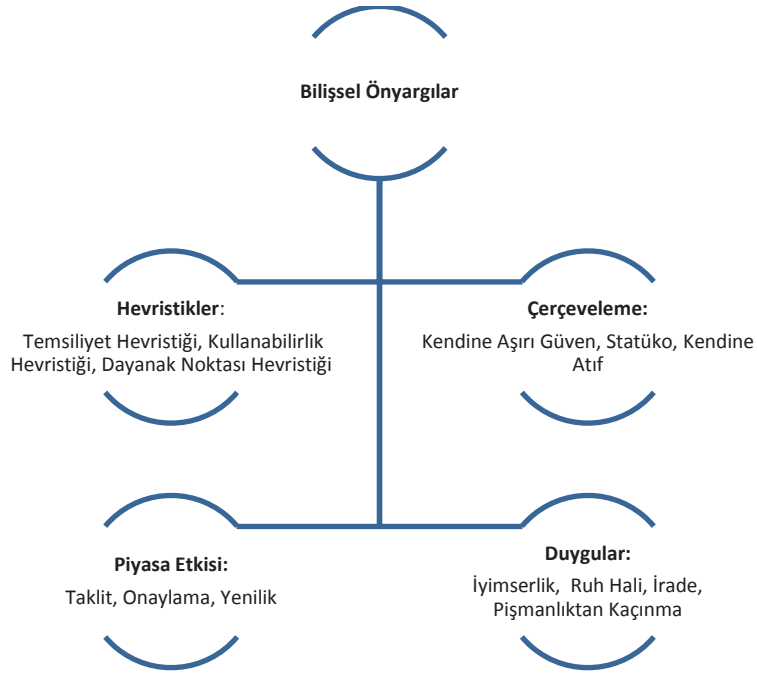
2.3.1. Psikoloji ve Davranışsal Finans Bilimlerinde İncelenen Davranışsal Önyargılar ve Hevristikler

Psikolojide davranışsal önyargılar başlığı altında genel olarak, düşünme ve yargılama sürecindeki belirsiz durumlarda ortaya çıkan sapmalar üzerinde durulmaktadır. Bu sapmalar, bireylerin edindikleri bilgileri depolama, düzeltme ve işleme adımlarında yanlış algılamalar sonucu veya karar verme durumlarıyla karşı karşıya kaldıklarında yaptıkları hatalı değerlendirmeler nedeniyle ortaya çıkmaktadır (Döm, 2003:43).

Davranışsal önyargılar genel olarak bilişsel ve duygusal önyargılar olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Bilişsel önyargılar, kendine aşırı güven, kayıptan kaçınma, dayanak noktası, iyimserlik, kendine atıf, mantık muhasebesi, muhafazakarlık gibi farklı psikoloji terimleriyle ifade edilmektedir. Duygusal önyargılar ise, korku, üzüntü vb. duygusal faktörlerin karar verme sürecinde ortaya çıkardığı çarpıklık ya da bozukluk olarak tanımlanmaktadır. Bununla birlikte Shefrin (2000), bilişsel ve duygusal faktörler arasındaki farkı, bilişsel faktörlerin insanların bilgilerini organize etme yoluyla ilgili olduğunu belirterek, duygusal faktörlerin ise insanların bilgi sahibi olduklarını hissetmeleri şeklinde ifade etmektedir. Duygusal önyargılar konusu, bu çalışmanın kapsamına dahil olmadığından yapılan açıklamayla yetinilmiştir.

Davranışsal finansa, irrasyonel davranış kalıpları bağlamında yaklaşan Jureviciene ve Ivanova (2013), bu davranış biçimlerinin iki gruba ayrılacağı üzerinde

durmaktadır. Bunlar bilişsel sapmalar ve beklenti teorisidir. Bilişsel sapmalar ya da önyargılar yaklaşımı, bir bireyin davranışının kendi zihni tarafından şekillendirildiğini ve niyet ile benlik algısının davranış ve duyguların her ikisini de belirlediğini ileri sürmektedir (Aktaran, Jureviciene ve Ivanova 2013:55). Baker ve Nofsinger (2010) ile Jeruviciene ve Ivanova (2013) yaptıkları çalışmalarda bilişsel sapmaları, bilişsel şekil 6'da görüldüğü gibi temsil etmişlerdir. Şekle göre bilişsel önyargılar dört unsura ayrılmaktadır. Bunlar, temsiliyet, kullanabilirlik, dayanak noktası gibi hevristikler; kendine aşırı güven, statüko ve kendine atf gibi çerçeveleme önyargısı unsurları; taklit, onaylama ve yenilik gibi piyasa etkileri ve iyimserlik, ruh hali, irade ve pişmanlıktan kaçınma gibi duygusal faktörlerdir.



Şekil 6: Bilişsel Önyargı Kalıpları

Kaynak: Baker ve Nofsinger, 2010; Jureviciene, Gausiene, 2010; Jureviciene ve Gausiene, 2013

Beklenti teorisi ise, daha öncede belirtildiği üzere, yatırımcıların kar ve zarar algılarını tanımlamaktadır. Kahneman ve Tversky (1979) yaptıkları deneysel araştırmalar sonucunda insanların kazançlarını ve kayıplarını birbirinden farklı algıladıklarını ve kaybın kazançlara oranla bireyler üzerinde daha büyük bir duygusal etki bıraktığını ortaya koymuşlardır. Bu bağlamda, bireylerin sanılandan daha az rasyonaliteye sahip oldukları ve davranışsal önyargı ve hevristiklerin etkisi altında kalarak karar verdikleri sonucuna ulaşılmıştır.

Buchanan ve Huczynski (2004), bilişsel önyargıları; karar verme süreçlerindeki önyargılı düşünme yatkınlığı ya da sistematik bozulma olarak ifade etmektedir. Hevristikleri ise bireylerin problemleri çözebilmek için başvurdukları basit ve tahmini kurallar, yol gösterici prosedürler, kısayollar ya da stratejiler olarak tanımlamaktadır.

Önyargılar ve hevristiklerin karar süreçlerinden sapmalara ve hatalara yol açtıkları yapılan çalışmalarda belirtilmektedir (Kahneman ve Tversky, 1979; Kahneman, Slovic ve Tversky, 1982; Nisbett ve Ross, 1980, Kahneman, 1992). Bununla birlikte, söz konusu olgular, belirsiz ve karmaşık çevre koşulları altında etkili kararlar alınmasına yardımcı olabilecek bir unsur olarak da dikkate alınmaktadır (Pitz ve Sachs, 1984; Tversky ve Kahneman, 1974). Özellikle acil karar verilmesi gereken durumlarda sıkça başvurulan eğilimlerdir (Payne, Bettman ve Johnson, 1988).

Önyargılar ve hevristikler, bireylerin karar verme süreçlerine yardımcı olarak kullandıkları karar verme yöntemlerini, bilişsel mekanizmaları ve kendi kişisel görüşlerini de içerirler. Bu nedenle önyargıların ve hevristiklerin kullanımı bireylerin karşılaştıkları problemlerin çözümünde zaman zaman etkili ve verimli bir araç olabilmektedir. Buna karşın çoğu durumda yanlış değerlendirmelere yol açtığı için olumsuz sonuçlar doğmasına neden olmaktadır

Kahneman ve Tversky (1982) karar vericilerin sistematik hataları ve çıkarımsal önyargılarının araştırılmasının üç nedenden dolayı önemli olduğunu belirtmektedir. Bunlardan birincisi, entelektüel sınırlılıkların araştırılmasının karar verme kalitesinin artırılması için bir yol olarak ele alınabilir oluşudur. İkincisi, hatalar ve önyargılar sıklıkla yargılamaları ve çıkarımları yöneten psikolojik süreçleri ortaya çıkarmaktadır. Üçüncüsü ise hatalar ve mantıksızlık, sezgisel olmayan istatistik ve mantık prensipleri kullanılarak insan sezgilerinin haritalanmasına yardımcı olur.

Davranışsal önyargılar, bireylerin finansal kararlarında olduğu gibi işletmelerinde sermaye yapısı, yatırım ve kar dağıtımı gibi varlıklarını devam ettirmelerini, büyümelerini ve firma değerini arttırarak paydaşlarına refah imkanı sağlamaları için aldıkları finansal kararlar üzerinde de etkili bir faktördür. Uluslararası alanda yapılmış

çalışmalardan oluşan davranışsal finans ve davranışsal işletme finansı literatürüne bakıldığında, son 15-20 yıldır (özellikle 2002 yılındaki Nobel Ödülü'nden sonraki süreçte) söz konusu önyargıların işletmelerin ve yöneticilerin finansal karar verme süreçlerine etkisini konu alan önemli sayıda çalışma ve araştırma yapıldığı görülmektedir.

2.3.2. Bilişsel Önyargılar

Bilişsel önyargı kavramını kısaca, insanların gerçekliği algılama şekillerindeki bozulma olarak tanımlayabiliriz. Gazel (2014), bilişsel yanlılık olarak adlandırdığı bilişsel önyargı terimini, yanlış algılama, yanlış yorumlama, yanlış reaksiyon verme ya da gösterme gibi sonuçlara yol açan irrasyonel/mantık dışı davranış olarak ifade etmektedir.

Bilişsel önyargı, Türkçe'de, kişilerin matematiksel ve istatistiksel, kısaca normatif bulgulara rağmen, inanılan durumdan sapma göstermemeleri şeklinde tanımlanmaktadır.

Ünlü psikologlar Daniel Kahneman, Amos Tversky ve Paul Slovic bilişsel ya da psikolojik önyargı konseptini ilk ortaya atan bilim insanlarıdır. Bu isimler 1982 yılında "Judgment Under Uncertainty" isimli bir kitapta bulgularını yayınlamışlardır. Buna göre, bilişsel önyargı, mantık dışı davranışlarda bulunma ya da mantık dışı karar verme eğilimidir. Bilişsel önyargı, altında verilen karar, sağduyulu ve net olarak verilen kararın tam tersidir. Bu nedenle fırsatların kaçırılmasına ve sonuçları açısından olumsuz kararların alınmasına yol açabilmektedir.

Davranış bilimciler ile bilişsel psikoloji uzmanları, bireylerin karar verme süreçlerinde daimi olarak sistematik ve rasyonalite dışı eğilimlere yöneldiklerini yaptıkları araştırmalar neticesinde ortaya koymuşlardır. Bireylerin rasyonel davranışlardan sapma eğilimleri bilişsel sapmalar ya da önyargılar olarak ifade edilmiştir (Barak, 2008).

Psikoloji araştırmacıları tarafından insanların günlük hayatlarındaki kararlarını Őekillendiren ve etkileyen çok sayıda önyargı olduğu belirlenmiştir. Yapılan araştırmalarda, bu önyargıların (henüz tümünün olmasa da), işletmelerin ya da yöneticilerin aldıkları finansal kararlar üzerinde de etkisinin olduğu gözlenmiştir. Davranışsal işletme finansı ile ilgili olarak etkisi belirlenmiŐ önyargıların sayısı bilinen tüm önyargılar içerisinde dar bir yer kapsamaktadır (Fairchild, 2010). Davranışsal işletme finansı alanının henüz tam anlamıyla keşfedilmemiş, erken dönemlerini yaşayan yeni bir çalışma alanı olması nedeniyle, işletme finansı çerçevesinde henüz yeterli sayıda önyargı araŐtırılamamıŐtır (Vrabel, 2015:11).

2.3.3. Hevristikler (Bilişsel Kısayollar)

nyargılar için yapılabilecek en genel tanım, bireylerin bilgi işleme sınırlılıklarının bir yan ürünü olduğu Őeklinindedir. Bireylerin bilgi işleme zamanı ve yeteneğinin belirli bir limiti olduğundan, problemlerin ya da karar durumlarının çözümünde hevristiklere de (kısayollara) başvururlar (Tversky ve Kahneman, 1974; Gilovich, Griffin ve Kahneman, 2002; Kahneman, 2003).

Bu konudaki literatür incelendiğinde İngilizce’de ‘‘heuristic’’ kelimesinin Türkçe’deki karŐılıĐının hevristik, kısayol, sezgi ve buluŐsallık gibi yapısı itibariyle farklı fakat anlam itibariyle aynı kelimelerle ifade edildiği görülmektedir. Literatürde, en sık kullanılanın ise **hevristik** kelimesi olduğu görülmektedir (Gazel, 2014:38).

Atkinson ve diğerleri (1996) hevristik kavramını, bireylerin karşılaştıkları problemlerin çözümünde yararlandıkları ancak her zaman en doğru çözümün bulunmasını garanti etmeyen stratejiler ya da kısayollar Şeklinde tanımlamaktadırlar. Hevristik, kısaca, belirli bir problemi zmek için yararlanılan zihinsel kısayollar Şeklinde de tanımlanabilir.

Kahneman ve Tversky bireylerin karar verme aşamalarında sahip oldukları alternatiflerin değerlendirilmesinde, karmaŐıklık düzeylerini düşürmek amacıyla ve değer tahminlerini basit yargılama süreçleri ile yapmalarına imkan veren, sınırlı sayıda

hevristik kalıbı prensiplerine güvendiklerini belirtmektedirler (Kahneman ve Tversky, 1974:1124).

Problemlerin çözümünde ya da karar verme durumlarında hevristiklerin kullanılması insan beynini, söz konusu problemin çözümüne yönelik hızlı, informal ve sezgisel algoritmalar kullanmaya ve bir çözüm ya da cevap geliştirmeye zorlar. Bu durum bireylerin olayları basitleştirmesini gerektirir. Bu basitleştirme süreci hevristiklerin, karar vericilere, karmaşık çevre koşulları altında hızlı bir şekilde karar verme imkanı tanımaları dolayısıyla faydalı sonuçlar elde edilmesine de imkan tanımaktadır. Buna karşın olayların ve karar durumlarının doğru değerlendirilebilmesi konusunda başarısız olunan zamanlarda mantıksal hatalar oluşmasına neden olabilmektedir (Fuller, 2000:13, 1998:10).

Literatüre bakıldığında çoğu yerde hevristik kavramı ile davranışsal önyargı kavramlarının birbirlerinin yerine kullanılabildikleri görülmektedir. Literatürde temsiliyet, muhafazakarlık, dayanak noktası, kullanılabilirlik gibi daha birçok hevristik çeşidinden bahsedilmektedir. Bu çalışmada ise, farklı çalışmalarda davranışsal önyargı çeşidi kapsamında nitelendirilen ve firmalarda karar vericiler üzerinde ve alınan kararlarda etkisi olduğu belirtilen dayanak noktası hevristiği ya da davranışsal önyargısı üzerinde durulacaktır.

2.3.4. Bilişsel Önyargı ve Hevristiklerin Tarihçesi

Amos Tversky ve Daniel Kahneman, 1970’li yılların başlarında “Bilişsel Önyargı” terimini ilk ortaya atan araştırmacılar olmuştur. Tversky ve Kahneman bu terim ile insanların sistematik fakat hatalı karar verme ve yargılama modellerini tanımlamayı amaçlamışlardır. Kahneman ve Tversky (1974:1124), bireylerin bilişsel önyargı ve hevristikleri finansal karar almalarına yardımcı bir unsur olarak kullandıklarını belirtmektedirler.

Bugün, sadece ISI Web of Knowledge Sosyal Bilimler Veri Tabanı’nda tırnak içerisinde “Bilişsel Önyargı (cognitive bias)” konu başlığı ile tarama yapıldığında

yaklaşık 1400 civarında çalışmayla karşılaşmaktadır. 35 yıllık süreç dikkate alındığında bu sayının oldukça yüksek olduğu iddia edilebilir (1980-2015 yılları arası). Bu türden çalışmaların sayısının yüksek olmasında 2002 yılındaki Nobel ödülünün etkisi büyüktür. Nitekim 1980-2001 yılların arasında yapılan çalışma sayısı 146 iken 2002-2015 yılları arasında bu sayı 1248'e yükselmektedir. Buradan hareketle “bilişsel önyargı” teriminin psikoloji ve sosyal bilimler literatürleri üzerinde önemli bir etki oluşturduğu söylenebilir.

Kahneman ve Tversky, önyargıları ve hevristikleri konu aldıkları çalışmalarında, kendilerine sınırlı kaynaklar tahsis edilen, bir başka deyişle karar verme sınırlılıkları olan bireylerin bu kararları nasıl aldıkları sorusu üzerine yoğunlaşmışlardır. Kahneman ve Tversky bu çalışmalarında, Herbert Simon tarafından ortaya atılan sınırlı rasyonalite prensibinden ilham almışlardır. Daha önce de belirtildiği gibi 1950'li yılların sonlarında Simon yargılama ve karar verme problemlerine, çoğunlukla, olasılık teorisi ve istatistiki yöntemler ile formülize edilmiş normatif çözümler getiren klasik rasyonalite düşüncesine karşı sınırlı rasyonalite ile yeni bir yaklaşım geliştirmiştir. Buna göre insanlar eşlerini, gıdaları, yaşayacakları evleri vb. seçerken sınırlı zaman, bilgi ve bilişsel kapasiteye sahiptirler ve bu nedenle basit karar verme stratejilerine ya da hevristiklere güvenmek zorundadırlar. Kahneman ve Tversky, bireylerin yargılama ve karar verme eylemleriyle ilgili belirli kısıtlarını veya önyargılarını belirlemeye çalışmışlardır (Wilke ve Mata, 2012:531-532).

Önyargıların ve hevristiklerin incelenmesi, algısal önyargı araştırmaları sonucu gündeme gelmiştir. Buna göre insanların bilişsel sistemleri tıpkı algısal sistemler gibi bazı durumlarda hatalara yol açan ipuçlarından yola çıkarak mükemmel olmayan dış dünya ile ilgili çıkarımlar yapacak şekilde tasarlanmıştır. Önyargı ve hevristik çalışmalarının genel çerçevesini şu üç adımın oluşturduğu belirtilir; ilk olarak araştırma örneğine dahil edilen bireylere, olasılık teorisi ve istatistikte yer alan kurallar ve formüller çerçevesinde karşılığı olan bir mantık problemi sunulur. Devamında kurallara bağlı kalınarak yapılan çözümler ile sistematik sapmaların bir karşılaştırması yapılır. Son olarak önyargılar, hevristiklerin ya da basit bilişsel prensiplerin kullanımlarının bir sonucu olarak açıklanır. Araştırmacılar tarafından bu üç adım kullanılarak oldukça fazla

sayıda bilişsel süreçlerden sapma durumları tespit edilmiştir. Bunlardan bazıları tablo 3’de verilmiştir. Tabloda yargılama ve karar verme, sosyal ve bellek araştırma alanlarını kapsayan temel önyargılara değinilmektedir (Wilke ve Mata, 2012:531-532).

Tablo 3: Temel Bilişsel Önyargılardan Bazıları

Bilişsel Önyargı	Kısa Tanım
Onaylama Önyargısı	Kişinin önyargılarını ya da hipotezlerini desteklemek amacıyla araştırma yaparken ya da bilgileri yorumlarken seçici davranması eğilimidir.
Bağlaç Yanılgısı	Spesifik koşulların tek bir genel koşuldanda daha olası olduğunu varsayma eğilimidir.
Bağış Etkisi	Kişilerin bir nesneyi elde etmek için ödeme yapmak yerine o nesneden vazgeçmeyi tercih etmeleridir.
Temel Atıf Hatası	Kişilerin, diğer insanların davranışlarını açıklarken, kişisel faktörler üzerinde fazlaca durmalarına rağmen durumsal faktörleri çok fazla ciddiye almamaları eğilimidir.
Kumarbaz Yanılgısı	Gelecekte gerçekleşen olayların, aslında hiçbir etkisi olmamasına rağmen, geçmişte gerçekleşen olaylar tarafından değiştirildiğini düşünme eğilimidir (Rulet oyununda olduğu gibi)
Halo Etkisi	Bir kişinin pozitif veya negatif özelliklerinin kendi kişiliğinden başkalarının algılarındaki kişiliğe uzanması eğilimidir. Örneğin bir kişinin olumlu bir davranışını tüm davranışları için genelleştirilerek o kişinin tümüyle düzgün bir insan olduğunun ifade edilmesidir.
Geri Görüş Önyargısı	Bir olayın sonucu hakkında, o olay gerçekleşikten sonra gerçekleşen duruma yakın bir tahminde bulunulması nedeniyle hafızanın geri bildirim yapması eğilimi. Örneğin, “böyle olacağını baştan biliyordum ben” ifadesinde görüldüğü gibi.
Sıcak El Yanılgısı	Özellikle basketbol sporu içerisinde kullanılan bu önyargı çeşidi, kişilerdeki, üst üste başarılı olunan işler sonucunda bu serinin aynı şekilde devam edeceği yönündeki beklentiyi ifade etmektedir.
Hayali Korelasyon	Belirli bir hareket tarzı ile bu hareketin oluşturduğu etki arasında, aslında olmayan bir ilişkinin varlığına inanma ve tespit etme eğilimidir.
Grup İçi Önyargısı	Kişilerin kendi gruplarından oldukları algısıyla, başkalarına, ayrıcalıklı muamele etmeleri eğilimidir.
Aşırı Maruz Kalma Etkisi	Dışsal herhangi bir uyarana karşı, aşırı maruz kalma sonucu o uyarana aşinalık kazanma ve ona yönelik tercih geliştirme eğilimidir.

Kaynak: Wilke ve Mata, 2012:531-532

Bu tablo, temel bilişsel önyargı örneklerini içermektedir. Bunların dışında bu tarz çalışmalarda en çok değinilen kavramlar; kendine aşırı güven, kayıptan kaçınma (Kahneman ve Tversky, 1979), kontrol yanılması, dayanak noktası, çıpalama, mental

muhasabe (Thaler, 1985) çerçeveleme, iyimserlik, temsiliyet (Tversky ve Kahneman, 1974), kullanılabilirlik (Tversky ve Kahneman, 1974), aşına olma vb. bilişsel önyargı ve hevristik kalıplarından oluşmaktadır.

Ricciardi ve Simon (2000), davranışsal finans disiplini çerçevesinde ele alınan önyargıları tablo 4’te görüldüğü gibi özetlemektedirler. Tabloda yer alan başlıklar, davranışsal finasta sıkça kullanılan, araştırılan ve analiz edilen kavramları içermektedir. Kahneman (1979), Kahneman ve diğerleri (1982), Benartzi ve Thaler, (1995), Shefrin, (2007), Kahneman (2011) gibi davranışsal finans disiplini önde gelen araştırmacıların sıklıkla üzerinde durdukları konu başlıklarıdır.

Tablo 4: Davranışsal Finasta İncelenen Temel Konu Başlıkları

Kendine aşırı güven	Kayıptan Kaçınma	Dayanak Noktası
Mental Muhasebe	İyimserlik	Çerçeveleme
Anomaliler	Aşırı Tepki	Risk Algısı
Bilişsel Hatalar	Kaos Teorisi	Pişmanlık Teorisi
Grup Düşünce Teorisi	Beklenti Teorisi	Duygular
Kontrol Yanılsaması	Olumsuz Risk	Hedef Altı Getiriler
Finansal Psikoloji	Bilişsel Uyumsuzluk	Karşıt Yatırım
Sürü Davranışı	Etkin olmayan Piyasa	Düşük Tepki
İrrasyonel Davranış	Davranışsal Ekonomi	Bilişsel Psikoloji
Deneysel Psikoloji	Uzmanların ve Acemilerin Bakış Açıları	Korku
Çökme	Hırs	Tutkuyu Teşvik Etme
Hevristikler	Cinsiyet Önyargısı	Aşına Olma Önyargısı

Kaynak: Ricciardi ve Simon, 2000

Tablo’da yer verilen psikolojik faktörlerin bir kısmı, insanın doğası gereği sahip olduğu faktörleri (hırs, korku vb. duygular) ifade ederken diğer bir bölümü tamamen bilişsel olarak geliştirilen psikolojik faktörlerdir (kendine aşırı güven, iyimserlik vb. bilişsel önyargılar).

Bilişsel önyargıların, kısayolların veya sapmaların kısacası bilişsel hataların neden kaynaklandığının anlaşılması, kişilerin karar verme süreçlerinde maruz kaldıkları olumsuz etkilerin en aza indirilmesi için daha açık ve etkili çözümlerin geliştirilmesine olanak sağlayacaktır.

2.3.5. Bilişsel Hataların Kaynakları

Simon (1955) ve Haley ve Stumpf'ın (1989) yaptıkları çalışmalarda da belirttikleri gibi örgüt, finans ve yönetim üzerine çalışan bilim insanları, yönetsel karar vermenin saf rasyonel bir model olduğunu kabul etmişler ve daha çok bu hipotezi doğrulayacak çalışmalara ağırlık vermişlerdir. Bununla birlikte zaman içerisinde saf rasyonel karar vermeyi engelleyen çeşitli faktörler olduğu görülmüştür. Bunlar, rasyonel karar vermenin doğurduğu yüksek maliyetler (Simon 1979), karar vericilerin bilgi işleme sınırlılıkları (Abelson ve Levi 1985), yöneticiler tarafından benimsenen karar verme süreçlerindeki farklılıklar (Shafer 1986) ve karar vericilerin değer yargıları arasındaki farklılıklardır (Payne ve diğerleri, 1992). Rasyonel karar verme sürecinden sapmaları açıklayan en önemli modeller önyargılara ve hevristiklere odaklanmaktadır (Kahneman ve diğerleri, 1982; Schwenk 1988; Stevenson ve diğerleri, 1990).

Hersh Shefrin (2007) önyargıyı hata yapmaya olan yatkınlık olarak tanımlamaktadır. Bir başka deyişle önyargı, bilinçaltında yatan inançların etkisi ile karar verme eğilimidir. Literatüre bakıldığında birçok önyargı ve hevristik kalıplarının incelendiği görülmektedir. Bununla birlikte psikoloji literatüründe yer verilen önyargı ve hevristiklerden davranışsal finans ve davranışsal işletme finansı alanlarında incelenenler sınırlı sayıdadır.

Bilişsel önyargıların temel olarak üç nedenden dolayı ortaya çıktığı ileri sürülmektedir. Bunlardan birincisi, tercihler bazı normatif standartlar açısından yetersiz kalsa da, çoğu durumlarda faydalı sonuçlar alınmasını sağlayan kısayolların keşfedilmesini sağlar. İkincisi, eğer önyargılı çözümler problemlere adapte edilirken düşük hata maliyetleri ile sonuçlanıyorsa, önyargı düzeyi artabilir. Üçüncüsü ise eğer eldeki görev zihnin tasarladığının dışında farklı bir çözüm gerektiriyorsa önyargı düzeyi artabilir şeklinde ifade edilebilir. Aşağıdaki tabloda bilişsel önyargıların bu özelliklerinin yer aldığı sınıflandırma verilmiştir (Haselton, Nettle ve Andrews, 2005:726).

Tablo 5: Bilişsel Önyargıların Sınıflandırılması

Önyargı Türü	Örnekler
Hevristik: Önyargı, evrimsel ya da bilgi işleme sınırlılıklarının bir sonucu olarak ortaya çıkar; mekanizmalar birçok durumda iyi çalışır, ancak sistematik yollarla hataya sevk etmeye de yatkındırlar.	1. Klişelerin kullanımı 2. Temel atıf hatası 3. Tek nedenli karar stratejileri
Hata Yönetimi Önyargısı: Düşük maliyetli hataya karşı, öncelikli önyargının seçimi; hata oranları artmasına karşın net maliyetler düşer.	1. İşitsel baş gösterme 2. Yüksek cinsel algı (erkek) 3. Düşük bağlılık algısı (kadın) 4. Pozitif yanılısamalar
Eser: Belirli önyargılar ve hatalar araştırma stratejilerinin eserleridirler; bunlar uygunsuz normatif standartların uygulanmasından ya da insanların doğal olmayan ortamlara yerleştirilmesi sonucu ortaya çıkar.	1. İstatistiksel tahminde, bazı durumlarda, baz oranının ihmal edilmesi. 2. Onaylama önyargısı örnekleri

Kaynak: Haselton ve diğerleri, 2005:726

Haselton ve diğerleri (2005), tablo 5’te yer alan önyargı kategorilerinin ne tamamen kapsayıcı ne de birbirlerini dışlayan bir özelliğe sahip olduğunu belirtmektedirler. Bu tablonun, bilişsel önyargılar ile ilgili yapılacak çalışmalarda, çalışmanın organize edilmesine katkı sağlayacağı düşüncesi ve önyargıların oluşma nedenlerine yönelik genel bir bakış açısı sağlama amacıyla hazırlandığını ifade etmektedirler.

Bireylerin karar verme ya da bir tercihte bulunma süreçlerinde bilişsel önyargı ve hevristik eğilimi sergilemeleri, insan doğasında var olan, temel yargılama ve tercih etme özelliklerinin bir sonucudur. İnsanlar karmaşık bilgi durumlarını yönetmek amacıyla basit önyargılar veya kısayollar geliştirmektedirler (Tversky ve Kahneman, 1973).

Bireylerin sergiledikleri davranışların çoğu beklenti teorisinin sonuçlarıdır. Bu teori, insanların belirsizlik içeren kararları nasıl çerçeveye koyup değerlendirdiklerini açıklamaya yönelik olarak ortaya atılmıştır. Bireyler öncelikle belirli bir referans noktasına bağlı olarak potansiyel kazanç ve kayıpları açısından tercihlerini çerçevelemektedirler. İkinci olarak, bireyler potansiyel kazanç ve kayıplara, değer fonksiyonu (Kahneman ve Tversky, 1979) oluşturacak şekilde değer verirler (Nofsinger, 2011).

Değer fonksiyonuyla ilgili olarak bazı noktalara özellikle dikkat edilmesi gerekmektedir. Öncelikle değer fonksiyonu, kazançlar için konkav bir yapıdadır. İkinci

olarak, kayıplar söz konusu olduğunda ise konveks bir duruma geçmektedir. Konkav bir değer fonksiyonunun anlamı şudur: Kişiler 500 TL kazandıkları takdirde kendilerini iyi hissederler. Eğer kazanç 1000 TL ye çıkarsa daha iyi hissedeceklerdir. Ancak, 1000 TL kazandıkları andaki hisleri, 500 TL kazandıkları andaki hislerinden 2 kat daha fazladır denilemez. Konveks bir değer fonksiyonunun yorumu ise şu şekildedir: Kişiler kaybettiklerinde ya da zarar ettiklerinde kötü hissederler ancak 2 kat kaybetmiş olmak onların 2 kat daha fazla üzüldükleri anlamına gelmemektedir. Üçüncüsü ise fonksiyonun kayıplar için kazançlara göre daha dik olduğudur. Kazanç ve kayıplar arasındaki bu asimetri kazanma ve kaybetme pozisyonları ile ilgili olarak farklı tepkiler verilmesine neden olur. Beklenti teorisinin bir başka önemli noktası ise, bireylerin aldıkları her bir finansal kararı ayrı ele alarak kazanç ve kayıplarını izlemeleri ve periyodik olarak pozisyonlarını yeniden gözden geçirmeleridir. Bu ayrı ele alınma durumu, mental muhasebe olarak adlandırılır (Nofsinger, 2011).

Finansal kararların psikolojisine ilişkin bir başka farklı yaklaşımda ise, davranışsal önyargıların kaynaklarına göre kategorize edildiği görülmektedir (Hirshleifer, 2001). Buna göre, bilişsel hataların bir kısmı “kendini kandırma (self deception)” etkisinin bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır. Bunun sebebi, kişilerin kendilerini ortalamadan ya da olduklarından çok daha iyi olarak algılamaları ya da düşünmeleridir. “Kendini kandırma” ya da kendini olduğundan çok daha iyi görme davranışı, insanların başkalarını aldatmalarına ve bu sayede hayatın doğal akışı içerisinde kendilerine yer edinmelerine imkan tanımaktadır (Nofsinger, 2011).

Bilişsel hataların bir başka kaynağı ise hevristiklerdir. Bilişsel kaynaklar (hafıza, dikkat, bilgi işleme gücü vb. gibi) üzerindeki kısıtlar, insan beynini karmaşık analizleri kısayollar geliştirerek yapmaya zorlamaktadır. Karmaşık durumlarda çözüm üretme problemiyle karşı karşıya kalan bireyler hevristikler üreterek problemleri daha kısa ve etkili çözeceklerine inanırlar. Beklenti teorisi, karmaşık durumların ya da süreçlerin hevristikler aracılığıyla basitleştirilmesinin bir sonucudur. Bilişsel hataların üçüncü kaynağı ise kişilerin ruh halleridir. Bunların dışında, insan etkileşimi ve akran ya da meslektaş etkilerinin de finansal karar verme süreçlerinde etkili birer unsur oldukları belirtilmektedir. İnsanlar, birbirleriyle, edindikleri bilgileri ve bilgiler üzerinde

geliştirdikleri düşünceleri ve yorumları paylaşırlar. Başkalarının düşünce ve yorumları hakkında elde edilen ipuçları, kişilerin kararları üzerinde etkili bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır (Nofsinger, 2011).

Son yıllarda bu alanda yapılan çalışmaların sayısının artış göstermesine rağmen davranışsal işletme finansı tarafından cevabının verilmesi gereken daha birçok sorunun olduğu bir gerçektir. Davranışsal önyargı ve hevristiklerin, finansal kararlar üzerinde bir etkisinin olup olmadığı varsa nasıl bir etkinin söz konusu olduğu sorusu da bunlardan biridir.

2.4. Davranışsal Önyargıların Finansal Kararlara Etkisi

Davranışsal finans araştırmalarına bakıldığında, çoğunlukla, davranışsal önyargıların, finansal piyasalarda işlem yapan bireysel yatırımcıların karar verme süreçleri üzerindeki etkisinin incelendiği görülmektedir. Yine davranışsal finans çalışmalarının üzerinde sıklıkla durduğu bir diğer konu piyasa anomalileridir. Bu anomaliler, geleneksel finans teorileriyle açıklanamaz nitelikte olması (Lai, 2011:17) nedeniyle davranışsal finans çerçevesi içerisinde araştırılmaktadır.

Bununla birlikte, davranışsal önyargılar yalnızca yatırımcıların karar verme süreçlerini etkileyen bir unsur değildir. Yapılan çalışmalar finans alanında uzmanlaşmış kişilerin dahi bu etkilere maruz kaldıklarını ortaya koymaktadır Çalışmanın bu bölümünde davranışsal önyargıların yatırımcıların piyasalarda yaptıkları işlemler üzerindeki etkisi literatürdeki çalışmalardan hareketle açıklanmaya çalışılacaktır. Bu kapsamda, uluslararası planda ve Türkiye’de yapılmış bazı çalışmalara değinilecektir.

2.4.1. Yatırımcılar ve Davranışsal Finans

Çalışmanın bundan önceki bölümlerinde de üzerinde durulduğu gibi, davranışsal finans yaklaşımı, özellikle finansal piyasalarda işlem ya da yatırım yapan bireylerin davranışlarını etkileyen ve bununla bağlantılı olarak finansal piyasalardaki anomalilere neden olan faktörlerin belirlenmesine ve analiz edilmesine odaklanmıştır.

Literatürde, bireylerin yaptıkları yatırımları kimin adına gerçekleştirdikleri baz alındığında iki tip yatırımcıdan söz edildiği görülmektedir. Bunlardan birincisi bireysel yatırımcılar, ikincisi kurumsal yatırımcılardır. **Bireysel yatırımcılar** finansal piyasalardaki işlemlerini kendi nam ve hesaplarına yapan ve işlem hacimleri düşük olan yatırımcılardır. Bireysel yatırımcı herhangi bir kurum adına işlem yaptığı takdirde bu sefer kurumsal yatırımcı söz konusu olur (Karan, 2001:687; Barak, 2008:31). **Kurumsal yatırımcılar**, bireylerin küçük miktarlardaki birikimlerinin ya da tasarruflarının birleştirilerek ortak bir havuzda tutulduğu ve bu tutulan fonların gerektiğinde fon ihtiyaçlarının ya da açıklarının karşılanması için ekonomik birimlerin kullanımına tahsis edildiği, kullandıkları finansal enstrümanlar ile bu fonların, ekonomik yatırımlar arasında dengeli bir şekilde dağıtımının sağlandığı finansal kurumlardır (Ünal, 1995:47). Başka bir tanıma göre ise kurumsal yatırımcılar, küçük yatırımcılar ile büyük yatırımcıların birikimlerini bir arada toplayarak finansal piyasalara sunan ve değerlendirilmesine imkan sağlayan kurumlardır (Tanör, 1999:191).

Piyasalardaki yatırımcılara, yaptıkları işlemler baz alınarak bakıldığında ise iki tip yatırımcının varlığından söz edilmektedir. Bunlar arbitrajcılar ve gürültücülerdir. Arbitrajcıların tamamen rasyonel yatırımcı oldukları varsayılmaktadır, fakat gürültücülerin sistematik önyargılara konu olan yatırımcılar olduklarından bahsedilmektedir. De Long, Shleifer, Summer ve Waldmann (1990) gürültücülerin satın alım ya da piyasa portföyleriyle ilgili konularda ekonomistlerin önerilerini dikkate almadıklarını belirtmektedir. Bunun yerine kendi yaptıkları araştırmalara dayalı olarak bu tür işlemleri yönetmek tercihinde bulunmaktadırlar. Sonuçta portföylerini çeşitlendirmede başarısız olurlar. Bunun sebebi irrasyonel hareket ve önyargıların karar verme süreçleri üzerindeki etkisidir (Lai, 2011:24).

İlk ortaya çıktığı dönemlerde, yatırımcı davranışlarının analiz edilmesine ya da davranışlardaki anomalilerin tespit edilip olumsuz etkilerinin en aza indirilmesine odaklanan davranışsal finans disiplini, finans alanının önde gelen bilim adamları tarafından eleştiri konusu olmuştur. Finans alanındaki baskın paradigmaya göre yatırımcılar finansal enstrümanlar bağlamında rasyoneldirler ve bu nedenle hiçbir sistematik önyargının etkisi altına girmezler. Piyasalar, etkinlik sınırlarının dışına

çıksalar dahi, arbitraj işlemleri sonucunda, bir süre sonra tekrar etkin bir duruma geleceklerdir. Bu nedenle, kusursuz arbitrajı sınırlandıran engellerin olabileceği görüşünü destekleyen çalışmaların varlığına rağmen (Shleifer ve Vishny, 1997), arbitraj süreci, tamamen rasyonel davranış sergileyen piyasaların etkinliği için bir garanti olarak görülmüştür. Bugüne bakıldığında ise piyasalarda, zaman zaman yapılan çalışmalarla da gözlenen ve irrasyonel davranışların artması nedeniyle oluşan volatilitelerin sadece birer kısa dönemli etki olduğu görüşünün akademik çevrelerde hala geniş çapta kabul gördüğü bilinmektedir. Buna karşın, piyasalar etkin olsun ya da olmasın, arbitraj işlemlerini çeşitli nedenlerle sınırlandıran engellerin olduğu açıktır (Heaton, 2002).

Davranışsal finans, yatırımcılar ve piyasalar açısından ele alındığında uluslararası alanda çok sayıda ve önemli çalışmalar yapıldığı görülmektedir. Shefrin (2000), değer maksimizasyonu sürecinde iki önemli davranışsal engel olduğunu belirtmektedir. Bunlardan birincisi dışsal maliyetler olarak tanımladığı ve firmaya özgü değer yaratımını zayıflatma eğiliminde olan engellerdir. Bu maliyetler bilişsel kusurlar ve duygusal etkilerden dolayı meydana gelen yönetici hatalarıyla ilişkilidir. İkinci engel ise analistlerin ya da yatırımcıların davranışsal hatalarından kaynaklanmaktadır. Daniel, Hirshleifer ve Teoh (2002), piyasaların etkin olmadıkları görüşünü destekler nitelikteki çalışmalarında, yatırımcıların sahip oldukları önyargıların menkul kıymetlerin fiyatı üzerinde önemli ölçüde etkisinin olduğunu belirtmektedirler. Barberis ve Thaler (2003), özsermaye primi bilmecesi (equity premium puzzle)⁹, aşırı volatilité, aşırı alım-satım, hisse senedi getiri tahmini gibi modelleri, “Beklenti Teorisi” ve inançlar gibi kişilerin sahip olduğu psikolojik faktörler bağlamında açıklamaya çalışmaktadır. Baker ve Wurgler (2006) bilişsel önyargıların hisse senedi piyasası üzerindeki etkisini incelemişlerdir.

⁹ Bu kavram, Barberis ve Thaler’a göre hisse senetlerinin yatırımcılar için yüksek ortalama getirisi olan, tüketimdeki büyüme ile düşük kovaryansa sahip cazip birer varlık gibi görünmelerine rağmen ellerinde tutmakta isteksiz davranmalarını ifade etmektedir. Özellikle, piyasa arzını tutabilmek amacıyla ciddi bir risk primi iştahı sergilediklerini ifade eder. Öz sermaye primi bilmecesi aynı zamanda, tahvil ve hisse senetlerinin ortalama getiri oranları arasındaki aşırı fark olarak da karakterize edilir. Barberis ve Thaler davranışsal finansın bu bilmecesi iki farklı yaklaşımla ele aldığını belirtmektedirler. Bunlardan birincisi beklenti teorisi diğeri belirsizlikten kaçınmadır. Her iki yaklaşımın da popüler tercihlerin kaçırılmasına neyin neden olduğunu açıklamaya çalıştıkları belirtilir.

Black (1986), De Long ve diğeri (1990), Shleifer ve Vishny (1997), Barberis ve diğeri (2001), Hirshleifer (2001) ve Subrahmanyam (2008) yatırımcıların rasyonel olmadıklarından piyasa etkinliğinden tam olarak söz edilemeyeceğini ve bu nedenle piyasalardaki fiyatların asıl değerlerinden ayrıştığını ileri süren araştırmacılardan bir diğeri bölümüdür.

Uluslararası alanda yatırımcıların davranışsal önyargılarını konu alan çalışmalara da sıklıkla rastlamak mümkündür. Rasyonel portföy teorisi temelinde, yatırımcılar, portföylerinde yer alan her bir finansal varlığın ya da menkul kıymetin kendi değerini dikkate almak yerine, tüm portföyün getirisi üzerine odaklanmaktadır (Von Neumann ve Morgenstein, 1947; Savage, 1954). Bununla birlikte yatırımcılarda en azından, en düşük refah düzeyini garanti altına almak amacıyla, yatırımları parçalara ya da gruplara ayırma eğilimi de gözlemlenmektedir. Bu tarz eğilim sergileyen yatırımcıların çoğunlukla **mental muhasebe önyargısı** (Thaler, 1999; Barberis ve Huang, 2001) altında hareket ettikleri ifade edilmektedir. Bu durumun bazı yatırım şirketlerinin neden yatırım fonlarını ya da portföylerini çeşitlendirdiklerinin ya da bölümlendirdiklerinin bir açıklaması olarak da kabul edilebileceği belirtilmektedir (Rockenbach, 2004:514).

Benartzi ve Thaler (1995), bazı yatırımcıların belirledikleri fiyatla cari hisse senedi fiyatlarını karşılaştırmışlardır. Birçok yatırımcının bir menkul kıymetin satın alma fiyatını kendi belirledikleri fiyat düzeyinde olmasını tercih ettiklerini ifade etmektedirler. Bu fiyat seviyesi yatırımcılar için dayanak ya da referans noktasıdır. Yatırımcılar bu düşünceden hareketle çoğunlukla menkul kıymetin fiyatının kendi dayanak noktalarına gelmesini beklerler ve bu andan itibaren alım veya satım işlemini gerçekleştirirler (Lai, 2011:11). Bu tip yatırımcıların dayanak noktası önyargısı altında hareket ettikleri ifade edilmektedir (Aktaran: Lai, 2011:11).

Davranışsal finans çerçevesinde, literatürde, üzerinde en çok durulan ön yargı ise kendine aşırı güven önyargısıdır. Kendine aşırı güven önyargısının finansal piyasaların işleyişi ve yatırımcıların davranışları temelindeki öncelikli varsayımı, yatırımcıların kendi yetenek, bilgi ve tecrübelerine olan aşırı güvenleridir (Michailova, 2010:9). Bu önyargı, yatırımcıların karar verme süreçlerini etkileyen ana etkidir. Kendine aşırı

güven önyargısının kaynağı, bireylerin, kendi yeteneklerine, bilgilerine ve riski önemsememeye olan aşırı güvenleridir. Kyle ve Wang (1997), çalışmalarında kendine aşırı güvenen yatırımcıların rasyonel yatırımcılardan daha yüksek beklenen getiri ve fayda elde edebileceklerini, bunun sebebinin kendine aşırı güvenin agresif yatırıma neden olması olarak ifade etmektedirler (Baker ve Nofsinger, 2010:250). Bununla birlikte, zaman içerisinde piyasalar bu açığı kapatacaklarından, kendine aşırı güven önyargısının sağladığı bu avantaj, ilk harekete geçen kendine aşırı güven önyargısına sahip yatırımcılar için geçerlidir. Piyasadaki işlem hacmi, kendine aşırı güvenli yatırımcıların olduğu durumda oldukça yüksek düzeylerde gerçekleşebilmektedir (Lai, 2011:10).

Kendine aşırı güven önyargısına sahip yatırımcıların, finansal piyasalarda yaptıkları işlemler üzerine yapılan çalışmaların ulaştığı ortak sonuç, bu tür yatırımcıların genel olarak riskli pozisyon alarak, rasyonel yatırımcılara göre daha büyük işlem hacimlerinde ve miktarlarda alım-satım yaptıkları şeklindedir. Ayrıca kendine aşırı güven önyargısı piyasalarda, olağanüstü işlem hacimlerine (De Bondt ve Thaler, 1985; Shiller, 2000; Caballe ve Sakovics, 2003, Glaser ve Weber, 2007; Trinugroho ve Sembel, 2011) ve aşırı fiyat volatilitesine neden olmaktadır (Scheinkman ve Xiong, 2003; Benos, 1998; Daniel ve diğerleri, 1998). Odean (1998) eksik rekabet piyasalarında, kendine aşırı güven önyargısının piyasa bozulmalarına neden olabildiğini ve piyasa dengesinin mevcut olduğu koşullarda, beklenen hacim, piyasa derinliği, fiyat volatilitesi ve etkin bilgi düzeyinin içerden bilgi sağlayan kişilerin kendine aşırı güven önyargılarının etkisi ile birlikte artacağını ifade etmektedir.

Davranışsal finans disiplini ve öğretileri, uluslararası alanda yapılan çalışmaların oluşturduğu ilgi ile birlikte, Türkiye’de de üzerinde sıkça durulan ve çok sayıda akademik çalışmaya konu olan bir disiplin haline gelmiştir. Bu çalışmalardan bazılarında bundan sonraki başlık altında değinilecektir.

2.4.2. Türkiye’de Davranışsal Finans Konusunda Yapılan Çalışmalar

Türkiye’de davranışsal finans konusundaki ilk çalışmalardan biri Aktaş (2002) tarafından gerçekleştirilmiştir. Aktaş bu çalışmasında, piyasa etkinliği ve rasyonelliği konusunu, aylık verilerle, geçmişte kaybettiren ve kazandıran hisse senetlerinden oluşturulan portföylerin, takip eden dönemlerdeki performansını izeleyerek değerlendirmiştir. Aktaş, çalışmasında ayrıca, bireylerin yatırım kararlarında genel olarak, mevcut bilgileri değerlendirmek yerine, en çarpıcı, son ulaşan bilgilere göre aldıklarını belirtmektedir.

Güngör (2003) yaptığı çalışmada, piyasa anomalileri, etkin piyasalar hipotezi ve rassal yürüyüş konularına değinmiştir. Çalışma sonucunda, ortaya konan hiçbir anomalinin kesinlik içermediğini bununla birlikte hiçbir piyasanın da etkin bir piyasanın tüm özelliklerini taşıyamayacağını belirtmiştir.

Yavuz (2003), finansal kriz dönemlerinde hisse senedi piyasalarındaki işlemleri davranışsal finans açısından ele almıştır. Çalışma sonucunda kriz dönemlerinde yatırımcıların aşırı tepkisel davranışları sonucu piyasaların ve hisse senetlerinin aşırı değerlendirildiğini tespit etmiştir.

Kara (2005), davranışsal finansın ileri sürdüğü irrasyonel yatırımcı davranışları hipotezini İMKB’de test etmiş ve bu hipotezin İMKB’de de geçerli olabileceğine yönelik bulgular elde etmiştir.

Taner ve Akkaya (2005) yaptıkları çalışmada, yatırımcıların geçmiş tecrübeleri ve yaşadıkları çevrenin etkisiyle verdikleri kararların bir yandan piyasalara şekil verirken diğer yandan arbitraj olanaklarını kısıtladığını belirtmektedirler. Bu durum, piyasalar arasındaki fiyat farklılıklarının kısa vadede giderilmesinin önünde engel olmaktadır. Yazarlar aynı zamanda, davranışsal finansın, hisse senedi değerlemesinde temel ve teknik analizlerin bir rakibi olarak değil bu tekniklerin bir tamamlayıcısı olarak değerlendirilmesinin daha faydalı olacağını belirtmektedirler.

Barak (2006), hisse senedi piyasalarında gözlenen anomalileri İMKB’de test etmiştir. Elde ettiği bulgular piyasalarda anomalilerin varlığını ileri süren literatür desteklemiştir. Buna göre geçmişte kazandıran hisse senetlerinin sonraki dönemlerde ya kaybettirdiği ya da daha az kazandırdığını ortaya koymuştur. Ayrıca uzun dönem aşırı reaksiyon ve kısa dönem yetersiz reaksiyon anomalilerinin İMKB’de geçerli olduğunu tespit etmiştir.

Türkiye’de bu konuda yapılmış diğer önemli bazı çalışmalar ise aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 6: Türkiye’de Davranışsal Finans Alanında Yapılmış Başlıca Çalışmalar

YAZAR	BAŞLIK	KONU	YAYIN TÜRÜ	YILI
Döm, S.	Yatırımcı psikolojisi: İMKB üzerine ampirik bir çalışma	Finansal piyasalarda bireysel yatırımcı davranışları	Doktora Tezi	2002
Yalçın, K. C.	Behavioral finance: Investor psychology	Finansal piyasalarda bireysel yatırımcı davranışları	Doktora Tezi	2009
Şenkesen, E.	Davranışsal finans ve yatırımcı duyarlılığının tahvil verimi üzerindeki etkisi: İMKB tahvil ve bono piyasasında bir uygulama	Yatırımcı duyarlılığının Türk tahvil verimi üzerindeki etkisi	Doktora Tezi	2009
Sönmez, T.	Davranışsal finans yaklaşımı: İMKB’de aşırı tepki hipotezi üzerine bir araştırma	Aşırı Tepki Hipotezi’nin incelenmesi ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)’de var olup olmadığını tespit edilmesi.	Doktora Tezi	2010
Barak, O.	İMKB’de aşırı reaksiyon anomalisi ve davranışsal finans modelleri kapsamında değerlendirilmesi.	Aşırı reaksiyon anomalisinin Türkiye piyasasında geçerli olup olmadığının araştırılması	Makale	2008
Durukan, B.	Aşırı Tepki Hipotezi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsasından Kanıtlar	Aşırı tepki hipotezinin İMKB’de test edilmesi	Bildiri	2004
Özer, G.	Hisse Senedi Piyasalarında Uzun Süreli Getiri Zıtlıkları: Aşırı Tepki Verme (Kazandıran-Kaybettiren) Hipotezi Ve Bir Değerlendirme	Aşırı tepki hipotezinin tanıtılması ve değerlendirilmesi	Makale	2001
Taner, A.T. ve Kayalıdere, K.	1995-2000 Döneminde İMKB’de Anomali Araştırması	Anomaliler hakkında genel bilgi ve İMKB’de araştırılması	Makale	2002
İlhan, E. G. E., Topaloğlu, E. E. ve Coşkun, D.	Davranışsal finans ve anomaliler: Ocak ayı anomalisinin İMKB’de test edilmesi.	Anomaliler hakkında genel bilgi ve İMKB’de araştırılması	Makale	2012
Erdoğan, M. ve Elmas, B.	Hisse Senedi Piyasalarında Görülen Anomaliler ve Bireysel Yatırımcı Üzerine Bir Araştırma	Anomaliler hakkında genel bilgi ve İMKB’de araştırılması	Makale	2010

Tablo 6'nın devamı

YAZAR	BAŞLIK	KONU	YAYIN TÜRÜ	YILI
Abdioğlu, Z. ve Değirmenci, N.	İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Mevsimsel Anomaliler	Anomaliler hakkında genel bilgi ve İMKB'de araştırılması	Makale	2013
Aytekin, S. ve Sakarya, Ş.	Ocak Ayı Anomalisi: Borsa İstanbul Endeksleri Üzerine Bir Uygulama	Anomaliler hakkında genel bilgi ve BİST'de araştırılması	Makale	2014
Küçük, A.	Bireysel yatırımcıları finansal yatırım kararına yönlendiren faktörlerin davranışsal finans açısından ele alınması: Osmaniye örneği.	Finansal piyasalarda bireysel yatırımcı davranışları	Makale	2014

Tablo 6'da bir kısmı verilen, davranışsal finans, yatırımcı davranışları (psikolojisi) ve piyasa anomalileri konularında Türkiye'de oldukça fazla sayıda çalışma yapılmasına rağmen, uluslararası alanda örneklerine sıkça rastlanan yönetici davranışlarını ve firmalarda alınan finansal kararlar üzerinde davranışsal faktörlerin etkisini konu alan çalışmalara pek rastlanmamaktadır. Oysa insan psikolojisiyle ilgili unsurların yalnızca yatırımcı davranışları ve kararları ile sınırlandırılıp bu açıdan ele alınması yeterli bir yaklaşım olmayacaktır. İnsan faktörünün söz konusu olduğu her durumda, bilişsel, duygusal ve karakteristik özelliklerin dikkate alınması uygulanacak politikaların buna göre belirlenmesi gerekir.

Davranışsal finansın, firmaları ve yöneticileri de içine alacak şekilde genişletilmesi sonucu davranışsal işletme finansı gündeme gelmiştir. Şimdi bu konuya değinilecektir.

2.5. Davranışsal İşletme Finansı

Davranışsal finans disiplini çerçevesinde ilk zamanlar sadece yatırımcıların kararlarını etkileyen davranışsal faktörler ya da rasyonel karar verme süreçlerinden sapma nedenleri üzerinde durulmuştur. Bu kapsamda finansal piyasalardaki öngörülemeyen, etkin piyasalar hipotezi gibi geleneksel finans teorileri ile açıklanamayan ve rasyonel bir şekilde oluşmayan fiyat hareketlerinin nedenleri incelenmiştir.

Türkiye’de yapılan çalışmalara bakıldığında da aynı durum göze çarpmaktadır. Bu çalışmaların tamamına yakınının bireysel yatırımcı davranışlarını ve piyasalardaki anomalileri araştırdıklarını görmekteyiz.

Oysa davranışsal finans yalnızca yatırımcı davranışlarını inceleyen bir bilim dalı değildir. Uluslararası planda yapılan çalışmalara bakıldığında bu alanın üzerinde önemle durduğu bir diğer konu, “davranışsal işletme finansı” çerçevesinde ele alınan davranışsal önyargıların ya da rasyonaliteden sapmaların firmalar ve firmalarda karar mekanizmasında görev alan bireyler üzerinde nasıl bir etkisinin olduğudur. Bu bağlamda Shefrin (1999), davranışsal finans disiplininin işletme finansı için faydalı ve yardımcı sonuçlar ortaya koyduğunu ifade etmektedir.

“İşletme yöneticileri, firmalarını ilgilendiren ve en önemli karar aşamalarından biri olan finansal kararları nasıl alırlar? Alınan bu finansal kararlar, firmayı ve paydaşları nasıl etkiler?” gibi soruların yanıtları saf rasyonalite kavramı açısından bakıldığında oldukça basittir. Geleneksel finansın klasik varsayımları olan fayda maksimizasyonu, homo economicus varsayımı ve matematiksel modellemeler bu soruların yanıtı için yeterli görülmektedir. Fakat aynı soruların cevapları davranışsal işletme finansının baktığı çerçeveden o kadar da kolay görülmemektedir. Çünkü insan karmaşık bir varlıktır. Çok karmaşık çözümlenemeler yapan zihinsel süreçlere sahiptir. Bunun yanında duygusal ve sezgisel özellikleri, olayları değerlendirme aşamasında oldukça karmaşık hareket eder ve her olaya birbirinden farklı anlam yükleyebilir. Sahip olduğu yüksek bilişsel ve duygusal özellikleri ve yargılama özelliği insanın makinelerden ayrı olarak değerlendirilmesini gerekli kılar. Ekonomik hayat göz önüne alındığında yönetsel karar vericilerin söz konusu özelliklerini daha fazla kullandıkları öne sürülebilir.

Geleneksel ekonomik varsayımlara ve teorilere bakıldığında, optimal tercihlerin firmanın statüsü ya da karakteriyle ilişkili olduklarının ifade edildiği görülmektedir. Daha geniş bir anlamda yönetsel karar vericiler vekalet çatışmalarında kimliksiz ve homojen vekiller olarak tasvir edilmektedir (Graham, Harvey ve Puri, 2013). Bununla beraber birçok çalışma, bireysel yöneticilerin kurumsal kararları etkilediğini göstermiştir.

Geleneksel finans teorilerinin temel varsayımlarından birinin rasyonel birey olduğu daha önce de belirtilmişti. Bu kavram firma yöneticileri veya sahipleri için de geçerli bir varsayım olarak kabul görmektedir.

Davranışsal finans literatürü, yönetici ve firma karar vermeleri konusuna bu kararlar üzerinde etkisi olan önyargıların ya da hevristiklerin incelenmesi bağlamında yaklaşmaktadır. Bu çabalar davranışsal işletme finansı başlığı altında toplanmaktadır. Özet olarak, davranışsal finans, yatırımcı irrasyonelitesi/bilişsel önyargısına etkin piyasalar ya da sermaye varlıklarını fiyatlandırma modeli gibi geleneksel finans teorilerinin bir eleştirisi olarak odaklanırken, davranışsal işletme finansı firma yöneticilerinin ya da sahiplerinin irrasyonelitesi/bilişsel önyargısına firma finansal kararları bağlamında yaklaşmaktadır.

Karar verme firmaların en önemli fonksiyonlarından biridir. Firmalarda karşı karşıya kalınan en önemli karar verme durumları ise finansal kararlarla ilgilidir. İnsan faktörünün söz konusu olduğu tüm organizasyonlarda olduğu gibi firmalarda da karar verme süreçleri, ciddiye alınması ve emin adımlarla yürütülmesi gereken hayati öneme sahip bir süreçtir. Firma yöneticileri, faaliyetlerine devam ettikleri süre boyunca sürekli olarak karar verme aşamalarıyla karşı karşıya kalmaktadırlar. Bu kararlar tüm paydaşların faydasını maksimum yapacak şekilde alınmalıdır.

Baltaş (2011)'in belirttiği gibi, firmalarda alınacak kararların bireysel hedeflerden ziyade kurumsal hedeflere yönelik stratejileri yansıtması gerekir. Dolayısıyla yöneticilerin verecekleri her türlü karar, doğrudan firmayı ve paydaşlarını etkileyecektir. Bu nedenle yöneticilerin karar verme süreçleri üzerinde etkili olan faktörlerin mümkün olduğunca çok yönlü incelenmesi önemlidir. Bu bağlamda, firma yöneticilerinin ve/veya sahiplerinin karar verme süreçleri üzerinde, psikolojik ve davranışsal faktörlerin olası etkisinin göz önüne alınmasının, daha etkin sonuçlar elde edilmesine yardımcı olacak bir unsur olduğu düşünülmektedir.

Görüldüğü üzere firmalardaki karar mekanizmalarının merkezinde yer alan yöneticilerin psikolojik faktörlerinin aldıkları kararlardaki etkisi konusu, ihmal edilmiş bir durum arz

etmektedir. Yöneticilerin, karar verme süreçlerindeki davranışsal faktörlerin etkisinin dikkate alınması, aynı zamanda daha etkili firma faaliyetlerine zemin hazırlayacak ve rasyonel kararlardan sapmaların oluşturduğu olumsuz etkilerin en aza indirilmesine yardımcı olacaktır.

Bu teze konu olan yönetici önyargıları yaklaşımının varsayımına göre yöneticiler, önyargıları olan ve rasyonaliteden ya da rasyonel karar verme süreçlerinden sapmalar gösteren normal insanlardır. Yöneticiler, o an için mevcut tüm bilgileri karar verme sürecinde kullanamayacakları için içlerinden en çok ihtiyaç duyduklarına, en çok işlerine yarayacağını düşündüklerine, en çok dikkatlerini çekene ve anlaşılması en kolay olana odaklanırlar (Kardes, Cronley ve Cline, 2014).

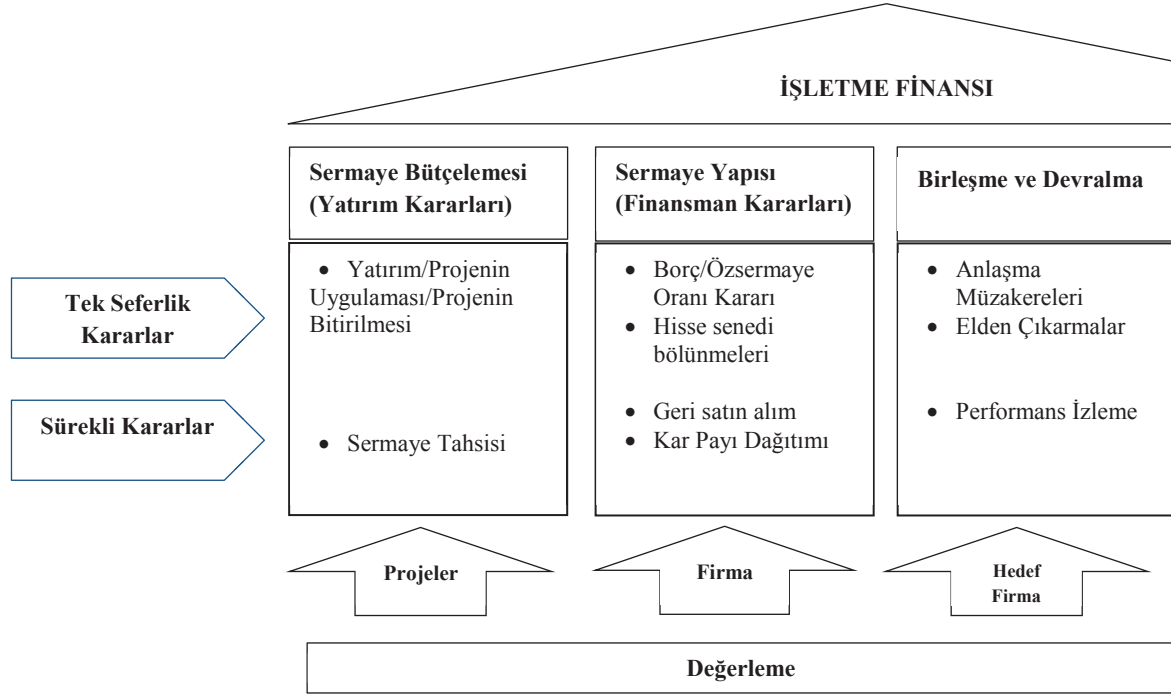
Malmendier ve Zheng'in de (2012) çalışmalarında belirttikleri gibi, uluslararası alanda yapılan çalışmalardan oluşan finans ve davranışsal işletme finansı literatürüne bakıldığında, firmaların, yatırım, satın alma-birleşme, sermaye yapısı, kar dağıtımı, sermaye bütçelemesi vb. finansal kararları üzerindeki yöneticilerin karakteristik özelliklerinin ve önyargılarının etkisini inceleyen çalışmaların sayısının her geçen gün arttığı görülmektedir. Yazarlar çalışmalarında, bu konudaki literatürün büyük bir bölümünün İngilizce'de "chief executive officers (CEO)" olarak adlandırılan üst düzey firma yöneticileri üzerine yapılmış çalışmalardan oluştuğunu (Carpenter ve Weikel, 2011) ifade etmektedirler. Literatürün diğer bölümünün ise "chief financial officers (CFO)" olarak adlandırılan finans yöneticilerinin davranışlarının ve önyargılarının analizi üzerine yoğunlaştığını (Ben-David, Graham ve Harvey, 2007; 2010) ifade etmişlerdir. Yine aynı çalışmalarında, firmaların diğer üst düzey yöneticileri ve sahipleri üzerine yapılan çalışmalara (Aggarwal ve Samwick, 1998; Datta, Iskandar-Datta ve Roman; 2003; Selody, 2010) da rastlandığını belirtmektedirler (Malmendier ve Tate, 2012:1).

Değinildiği gibi, davranışsal işletme finansı alanı, geleneksel finans teorilerinin aksine yatırımcılar gibi yöneticilerin de tam ve mükemmel olarak rasyonel olmadıkları fikri üzerine odaklanmış çalışmalardan oluşan ve gün geçtikçe büyüyen bir yapıya sahiptir (Shefrin, 2001). Bu yaklaşım, aynı zamanda, geleneksel teorinin temel dayanak

noktaları ile birlikte psikolojik olguların etkisini de dikkate alan ve henüz geleneksel finans teorisinin varsayımları ile izah edilememiş bazı önemli olguların açıklanması için kullanılmaktadır (Baker ve diğerleri, 2004).

Finans literatürü, ampirik çalışmaların bir sonucu olarak rasyonel olmayan davranış kalıplarını yapılarına dahil eden modeller geliştirme üzerine her geçen gün daha fazla odaklanmaktadır (Shefrin, 2000; Hirshleifer, 2001). Bu bağlamda yapılan çalışmalar, davranışsal önyargıların firmalarda alınan finansal kararlar üzerinde etkili olduğunu belgelemektedir (Malmendier ve Tate, 2008; Corderio, 2009; Deshmukh, Goel ve Howe, 2010; Hirshleifer, Low ve Teoh, 2010; Malmendier, Tate ve Yan, 2011).

Shefrin (2007), Baker ve Wurgler (2011), psikolojik ve davranışsal faktörlerin firmalarda etkiledikleri finansal karar alanlarını şekil 7’de görüldüğü gibi ifade etmişlerdir (Vrabel, 2015:16).



Şekil 7: Finansın Temel Karar Alanları
Kaynak: Shefrin, 2007; Baker ve Wurgler, 2011; Vraber, 2015

Şekil 8, mevcut literatürün “işletmelerde (özellikle halka açık anonim şirketlerde) alınan finansal kararlar” başlığı altında incelenmesi sonucu psikolojik ve davranışsal faktörlerin etkilediği gözlenen finansal kararları temsil etmektedir (Shefrin, 2007; Baker ve Wurgler, 2011; Vraber, 2015).

Davranışsal işletme finansının önemine binaen günlük hayattan örnek vermek gerekirse, en somut ve genel bir örnek olarak, 2008 yılında ABD’li finans devi Lehman Brothers’ın iflasını açıklamasıyla başlayan ve etkileri hala devam eden küresel ekonomik kriz güzel bir örnek olabilir. Bu dönemde de görüldüğü gibi zaman zaman büyük firmaları yöneten üst düzey yöneticilerin dahi çok basit hatalar yaparak önemli derecede olumsuz sonuçlara yol açtıkları izlenebilmektedir. Peki, nasıl oluyor da geleneksel finans teorilerinin iddia ettiği gibi sınırsız bilgi işleme kapasitesine sahip rasyonel bireyler tarafından yönetilen Lehman Brothers ve Merrill Lynch¹⁰ gibi devasa firmalar, kusursuz ekonomi modelleri ile etkin piyasaların çevrelediği mükemmel finansal ve ekonomik sistem içerisinde, büyük ekonomik felaketlere yol açabiliyorlar? (Cardes, Cronley ve Cline, 2014). Bu soru, insan unsurunun psikolojik ve davranışsal faktörlerden etkilendiğinin ve bu durumun aldıkları kararlar üzerinde etkili bir unsur olduğunun kabul edilerek gelişen olayların bu açıdan ele alınmasına bağlı olarak mümkün olduğunca tutarlı bir şekilde cevaplandırılabilir.

Davranışsal işletme finansı literatüründe, genel olarak incelenen iki temel önyargının, iyimserlik ve kendine aşırı güven önyargıları olduğu belirtilmektedir (Baker, Ruback ve Wurgler 2007; Baker, 2011). Buna karşın, psikoloji ve davranış bilimleri literatüründe, bireylerin karar verme ve yargılama süreçlerinde etkisi olduğu belirtilen oldukça fazla sayıda ve özellikle önyargı, hevristik, duygu, sezgi vb. psikolojik ve davranışsal faktör olduğu ifade edilmektedir. Bu bağlamda davranışsal finans ve davranışsal işletme finansı alanlarında son yıllarda yapılan çalışmalara bakıldığında, incelenen psikolojik faktörlerin sayısının gün geçtikçe artmakta olduğu görülmektedir.

Shefrin, 2007 yılında yaptığı çalışmada önyargıları, kurumsal karar vermeler açısından önemli gördüğü üç kategoride topladığı görülmektedir. Bunlar; hevristikler, önyargılar

¹⁰ ABD merkezli ve dünya çapından faaliyet gösteren en büyük yatırım bankalarından biridir.

ve çerçeveleme etkisidir. Tablo 7’de Shefrin tarafından yapılmış ve psikolojik önyargıların davranışsal işletme finansı alanında yapılan çalışmalarda kullanımlarını gösteren gruplandırma yer almaktadır. Bu tablo daha çok özet niteliğindedir.

Tablo7: Davranışsal İşletme Finansında İncelenen Psikolojik Önyargı Kategorileri

Önyargılar	Hevristikler	Çerçeveleme Etkisi
Aşırı İyimserlik	Temsiliyet	Kayıptan Kaçınma
Kendine Aşırı Güven	Kullanılabilirlik	Kesin Kayıptan Kaçınma
Onaylama Önyargısı	Dayanak Noktası	Beklenti Teorisi
Kontrol Yanılsaması	Etki ya da Duygu	
Kayıptan Kaçınma		

Kaynak: Shefrin, 2007

Yapılan çalışmaların ve incelenen davranışsal ve psikolojik faktörlerin sayısının gün geçtikçe artmasına karşın, davranışsal işletme finansı tarafından cevaplandırılması gereken, geleneksel finansın yetersiz kaldığı ya da beklenildiği ölçüde çözüm üretilmediği çok sayıda sorunun olduğu belirtilmektedir (Baker, Ruback ve Wurgler, 2006; Fairchild, 2009; Subrahmanyam, 2008; Slothouber, 2010). Bu durum günümüzde de devam etmektedir.

Son yıllarda ortaya atılan teoriler çeşitli davranışsal önyargıların işletmelerin finansal politikalarını nasıl etkilediğinin anlaşılmasına yönelik oldukça yararlı bilgiler sunmaktadır (Bernardo ve Welch,2011; Heaton, 2002; Goel ve Thakor, 2008). Bu çalışmaların yakın zamanda en dikkat çekenleri ise, Malmendier ve diğerleri tarafından 2007 ve 2011 yılları arasında yapılmıştır. Bu konuda yapılan diğer bir çalışmada ise,Kaplan, Klebanov ve Sorensen (2012), yöneticilerin karakteristik özelliklerinin firmaların finansal açıdan gelişmeleri üzerinde etkisi olduğunu ifade etmektedirler.

Baker, Ruback ve Wurgler (2007) ise rasyonel yatırımcı irrasyonel yönetici ve irrasyonel yatırımcı rasyonel yönetici ayrımını ilk ortaya atan bilim insanlarıdır. Yatırımcıların tam olarak rasyonel bireyler olmadıkları görüşünden hareketle yatırımcı davranışlarına tepki olarak işletmelerde yöneticiler tarafından alınan finansal kararları analiz etmişlerdir. Rasyonel yöneticiler davranışsal önyargıya sahip yatırımcılar tarafından menkul kıymetlerin eksik fiyatlanmasına bir tepki olarak karar verirler. Buna karşın, kurumsal yöneticilerin davranışsal önyargılara konu olabileceği ve firmaların taahhüt edilen bazı finansal işlemlerinin söz konusu önyargıların etkisinde kalınarak

yapıldığını da belirtmektedirler. Örneğin yöneticiler, yeteneklerine ya da firmalarının gelecekteki durumlarına aşırı güvendikleri için ya da kayıptan kaçınma önyargısına sahip olduklarından kesin ve değişmez kararlar alabilirler. Baker (2007), yanlış ya da eksik fiyatlandırmaya karşı bir tepki olarak ortaya çıkan irrasyonel yönetici yaklaşımının birinci yaklaşıma göre daha az geliştiğini ifade etmektedir (Byrne ve Brooks, 2008).

Camerer ve Malmendier (2007), davranışsal bakış açısının işletmelerde verilen finansal kararların anlaşılması bakımından iki noktada önem arz ettiğini belirtmektedirler. Bunlardan birincisi, finansal piyasaların mükemmel olmadıkları ve yöneticilerin bu zayıflıktan faydalanabildikleri varsayımını kabul etmesi; ikincisi ise yöneticilerin finansal piyasaların etkin olmamasından dolayı hatalı işlemler yaptıkları varsayımını kabul etmesidir. Yöneticiler şu üç karar durumuyla karşılaştıklarında hata yapmaktadırlar; bunlardan birincisi nadir olarak verilen ve tecrübe eksikliği olunan kararlar, ikincisi o konuda uzmanlaşmamış kararlar ve üçüncüsü de pazar baskısından ve rekabet ortamından korunmak amacıyla verilen alelade kararlardır.

Baker ve diğerleri, (2004), davranışsal işletme finansının potansiyel olarak sahip olduğu gerçekçi davranışsal varsayımlar sayesinde, geleneksel rasyonel varsayımlarının yerini almaya başladığını belirtmişlerdir. Baker ve Wurgler (2013) işletme finansı alanının artık sadece saf akademik bir uğraşı olmadığını davranışsal işletme finansı olarak ele alındığını, Damodaran (2011), Shefrin (2006), Shefrin (2008) ve Welch (2009) gibi finans alanının önde giden isimlerinin çalışmalarında bu akım üzerinden tartışma yürüttüklerini belirtmektedirler.

Bütün bu çalışmalar, çeşitli davranışsal önyargıların işletmelerin finansal politikalarını nasıl etkilediğinin anlaşılmasına önemli katkılar sağlanmıştır (Bernardo ve Welch, 2001; Heaton, 2002; Goel ve Thakor, 2008).

Bununla birlikte küçük ve orta büyüklükteki firmalar (KOBİ) davranışsal finans çalışmalarının, teorilerinin ve modellerinin dikkatini yeteri kadar çekmemiştir. Oysa KOBİ'ler, TÜİK 2014 verilerine göre toplam girişim sayısının %99,8'ini ve istihdamın

%75,8'ini oluşturmaktadır. Aynı şekilde Avrupa Komisyonu'nun yayınladığı 2014 yılı "Avrupa'daki KOBİ'ler Raporu"nda tüm girişimler içerisinde KOBİ'lerin oranı %99,8, toplam istihdam içerisindeki payı %66,8'dir. Bu açıdan bakıldığında, KOBİ'lerin, ekonomik ve toplumsal kalkınmada önemli bir rol üstlendiği açıkça görülmektedir. Bununla birlikte KOBİ'ler, sahip oldukları esnek yapıları sayesinde vazgeçilmez birer ekonomik birim olarak sayılarını arttırmaya devam ettirmektedirler.

Bunların yanında, çoğu KOBİ statüsündeki firmalarda, sermayedar ve yöneticiler aynı kişi olduğundan özel modeller oluşturulmaya ihtiyaç duyulmaktadır. Davranışsal finans alanının ilgisiz duruşuna karşın KOBİ'ler, davranışsal finans uygulamaları açısından potansiyeli oldukça fazla bir alan olarak karşımızda durmaktadır.

Davranışsal işletme finansı konusu Türkiye açısından ele alındığında, bu tür çalışmaların sayısının yok denebilecek kadar az olduğu söylenebilir. Bu nedenle söz konusu literatürdeki bu eksikliğin giderilmesine katkı sağlayacağı düşüncesinden yola çıkılarak hazırlanan bu çalışmada Türkiye'de faaliyet gösteren işletmelerin (KOBİ) sahiplerinin ya da yöneticilerinin, davranışsal önyargılarının, verdikleri finansal kararlar üzerindeki etkisi, uluslararası davranışsal finans ve davranışsal işletme finansı literatüründe yer alan çalışmalardan yola çıkılarak incelenmiştir. Çalışmanın bundan sonraki bölümünde bu çalışma kapsamında üzerinde durulan finansal karar çeşitlerine değinilecektir.

BÖLÜM 3: FİRMALARDA ALINAN FİNANSAL KARARLAR VE DAVRANIŞSAL FAKTÖRLERİN FİNANSAL KARARLARA ETKİSİ

Firmalarda, finansal kararların nasıl alındığı ve aslında nasıl alınması gerektiği sorularının cevabına yönelik yapılan çalışmalara bakıldığında daha öncede belirtildiği gibi çoğunlukla rasyonel insan ve etkin piyasa varsayımlarından hareket edildiği görülmektedir. Konuya davranışsal finans çerçevesi içerisinde, insan davranışlarından kaynaklanan faktörlerin de dikkate alınarak yaklaşılması alınan kararlarda yapılan hatalara ilişkin daha gerçekçi çözümler getirilmesine imkan tanıyacaktır.

Çalışmanın bu bölümünde öncelikle, firmalarda verilen temel finansal kararlar üzerinde durulacak devamında ise söz konusu finansal kararlar davranışsal işletme finansı literatürü kapsamında ele alınıp değerlendirilecektir.

3.1. Finansal Karar Kavramı ve Kapsamı

Finans kavramı geniş anlamıyla paranın nasıl yönetilmesi gerektiği ve ihtiyaç duyulan fonların elde edilme süreci ile ilgili çabaları kapsamaktadır. Bu çabalar bireylerin, devlet kurumlarının ya da özel teşebbüslerin faaliyetlerini kapsayabilir. Bu nedenle literatüre bakıldığında finans denilince disiplininin bireysel finans, özel işletme finansı ve kamu finansı olmak üzere üç farklı finans kavramı üzerinde durulduğu görülmektedir (Medina, 2006; Gomez, 2008; Rosen, 2013).

İşletmeler, faaliyetlerini devam ettirebilmeleri, iş hacimlerini ve firma değerlerini arttırarak büyüyebilmeleri için fona ihtiyaç duyarlar. Fon ihtiyacının en uygun şekilde karşılanması ise işletmelerdeki finans fonksiyonunun etkili bir şekilde kullanılmasına bağlıdır. Bu nedenle finans, işletmelerin en önemli fonksiyonlarından biridir. Her türlü iş faaliyetinin içerisinde önemli bir yer tutar.

Firmalarda alınan gelecekle ilgili tüm kararların her durumda finansal bir yönü söz konusudur. Tufan (2008), yukarıda ifade edilen finans kavramındaki ayrıma paralel

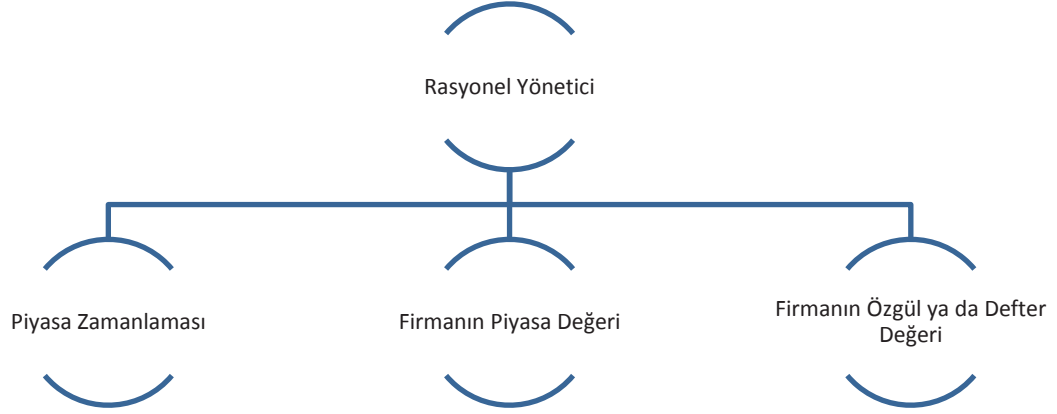
olarak finansal karar kavramının, işletmelerde alınan finansal kararlar ve bireylerin finansal kararları olmak üzere iki farklı yapıda ele alınabileceğini belirtmektedir. Bireyler açısından finansal kararlar, tasarruflarının değerlendirilmesi ya da ihtiyaç duydukları finansal desteğin sağlanması amacıyla bireylerin, finans kuruluşları ile kurdukları ilişki şeklinde tanımlanabilir. Firmalar açısından finansal kararlar ise, sahip oldukları ya da temin ettikleri kaynaklar ile bu kaynakların dönen veya duran varlıklara yatırılmasını içeren kararlardır (Tufan, 2008:9).

Finansal kararlar, firmaların faaliyetlerini devam ettirmelerine imkan tanıyan, kar hedeflerine ulaşmalarını sağlayan, paydaşlarının refahını gözetken ve ekonomik bir birim olarak sürdürülebilirliklerini devam ettirebilmelerini sağlayan ve firma değerini sürekli olarak arttırmaya yönelik alınan her türlü işletmeye özgü kararları kapsamaktadır. Bu açıdan bakıldığında, firmalarda alınan finansal kararlar karlılık ve risk olgularını birlikte taşımaktadırlar. İşletmelerde finans yöneticilerinin fonksiyonları finansal yönetim olarak ifade edilmektedir. Firmalar, farklı kaynaklardan sağladıkları fonları değişik kullanım alanlarına dağıtırlar ve ortaya çıkan nakit akımları ile mal ve hizmet üretimi, parasal açıdan verim veya döngü yaratılmış olunur (Apak ve Demirel, 2013:15).

Firmalarda finansal kararların uygulanması hedeflenen finansal amaca uygun olarak gerçekleşmelidir. Bu amaç, firmanın piyasa değerini yani firma sahiplerinin servetlerini en yüksek düzeye çıkarmaktır (Apak ve Demirel, 2013:15).

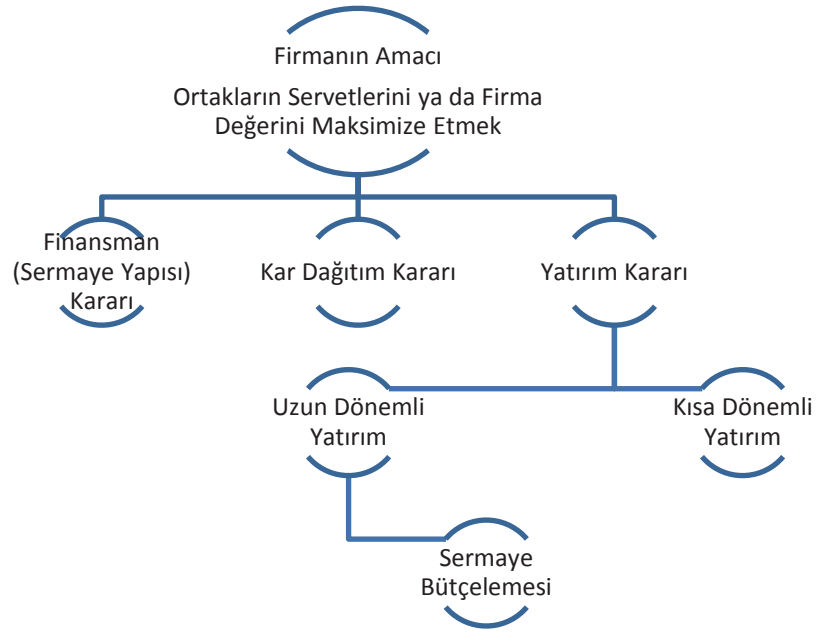
Uluslararası literatüre bakıldığında piyasaların etkin olmadığı (irrasyonel piyasa) varsayımı altında, rasyonel firma yöneticilerinin genel olarak üç finansal karar unsuru arasında denge kurmaya çalıştıkları belirtilmektedir. Şekil 8'de de görüldüğü gibi bu unsurlar, piyasa zamanlaması, piyasa değerini artırma ve defter değerini artırmadır. **Piyasa zamanlaması** geçici olarak yanlış fiyatlanan firma hisse senetleri ile ilgili kararları içerir. Örneğin piyasa şartlarına göre yüksek değerli hisse senetlerinin ihracı ya da düşük fiyatlanmış hisse senetlerinin geri satın alınması ile ilgili kararları içerir. Firmanın **piyasa değeri kararları** ise defter değerinin başka bir ifadeyle maddi varlık değerinin özsermayeye ya da hisse senedi sayısına bölünerek bulunan muhasebe değerinin arttırılmasını kısaca piyasa fiyatının defter değerinin üstüne çıkarılmasını

içeren kararlardır. Son olarak firmanın **defter değeri hedefi** ise, firmanın öz maddi varlıklarının değerinin yükseltilmesi ya da maddi varlıklara yapılacak yatırımlarla ilgili kararları içerir (Nguyen ve Schübler, 2012:190).



Şekil 8: İrrasyonel Piyasalarda Rasyonel Yöneticilerin Hedefleri
Kaynak: Nguyen ve Schübler, 2012

Temelde ise firmalarda üç önemli finansal karar durumu söz konusudur. Finansın fonksiyonları olarak da adlandırabileceğimiz bu kararlardan birincisi yatırım kararlari, ikincisi sermaye yapısı (finansman) kararlari ve üçüncüsü kar dağıtım kararlari. Özetle, ihtiyaç duyulan fon hangi kaynaklardan temin edilmeli, hangi amaçla hangi faaliyetlerde kullanılmalı ve elde edilen kar nasıl değerlendirilmeli sorularının yanıtına yönelik kararlari işletmelerin temel karar unsurlaridir. Dayananda ve diğerleri (2002) bu kararlari şekil 9’da görüldüğü gibi özetlemiştir. Buna göre firmaların amacı ortaklarının servetlerini ve firma değerlerini maksimize etmektir. Firmaların bu amaca ulaşabilmesi için temel finansal karar süreçlerini, mümkün olduğunca başarılı bir şekilde yerine getirmeli gerekir.



Şekil 9: Firmalarda Alınan Temel Finansal Kararlar
Kaynak: Dayananda ve diğerleri, 2002:2

Literatürde bu konuda yapılan çalışmalar oldukça fazla sayıda olmasına rağmen firmalarda finansal kararların nasıl alınması gerektiği ve bu kararlar üzerinde etkili olan unsurların neler olduğu konuları tam olarak netleşmiş değildir. Bu olguya dikkat çeken Briozzo ve Vigier (2007), küçük ve orta büyüklükteki işletmelerde finansal kararların nasıl alındığını inceledikleri çalışmalarında, Brealey, Myers ve Allen (2006) gibi “finansal kararlar nasıl alınır?” sorusunun hala tam olarak cevabı verilmemiş bir soru olduğunu belirtmektedirler (Briozzo ve Vigier, 2007:5). Günümüze baktığımızda da bu konuda geleneksel finansı temel alan farklı görüşlerin olduğu görülmektedir.

Geleneksel finans modelleri gerçek dünyanın basite indirgenmesi sonucu ortaya konan modellerdir. Bu modellerin olduğu gibi alınıp, gerçek dünyada karşılaşılan olaylara uygulanması, hatalı kararların alınmasına yol açabilecek ve istenmeyen sonuçlar elde edilmesine neden olabilecek bir unsurdur.

Çalışmanın bundan sonraki başlıkları altında, firma değerini ve ortakların refahını maksimize etmeye yönelik olarak alınan ve şekil 9 ile temsil edilen sermaye yapısı, yatırım ve kar dağıtım kararlarına biraz daha ayrıntılı olarak değinilecektir.

3.1.1. Sermaye Yapısı Kararları ve Önemi

Firmalar faaliyetlerini devam ettirebilmeleri için ihtiyaç duydukları kaynakları iki farklı şekilde temin edebilirler. Bunlar, öz kaynaklar ve borçlardır. Sermaye yapısı, öz kaynaklar ve borçlar arasındaki ilişkiyi ifade ederken aynı zamanda firmaların sermaye maliyetlerini etkiler ve firma ortaklarının uzun vadeli borçlarını ve öz sermaye getiri oranını temsil eder (Ata ve Ağ, 2010:46).

Her işletme piyasa değerini maksimum, sermaye maliyetini ise minimum yapacak optimum sermaye yapısını yakalamaya çalışır. Diğer bir deyişle, en az sermaye maliyeti ile en yüksek piyasa değerine ulaşmak her işletmenin hedefidir. Akkaya (2008), sermaye yapısının, firmalar açısından bir kontrol paneli görevi gördüğünü belirtmektedir. Firma yöneticileri bu panel sayesinde firmanın tüm paydaşlarının çıkarlarını dikkate alarak faaliyetlerini nasıl finanse edebileceklerini belirleyebilmektedirler.

Sermaye yapısı kavramı, işletmelerin uzun vadeli hedeflerine ulaşabilmesi için çeşitli şekillerde bir araya getirilen ve borçlanma ve özsermaye karmasından oluşan finansman kaynaklarını ifade etmek amacıyla kullanılır. Sermaye yapısı uzun ve kısa vadeli borç, imtiyazlı hisse senetleri ve adi hisse senetleri (özsermaye) karmasından oluşur. Bu karma, firma yöneticileri tarafından istedikleri şekilde değiştirilebilir, bir araya getirilebilir ya da çeşitlendirilebilir. Burada önemli olan hissedarların ya da paydaşların refahını maksimum yapacak ve firmanın sermaye maliyetini minimum kılacak sermaye yapısı karmasının oluşturulabilmesidir. Böyle bir yapı, sermaye yapısı literatüründe “optimal sermaye yapısı” olarak adlandırılmaktadır. Optimal sermaye yapısı, firmalara en yüksek düzeyde fayda sağlayan finansal kaynaklar karmasını ifade eder.

Modern sermaye yapısı teorisi, Modigliani ve Miller’ın (MM) (1958) öncü çalışmalarına dayanmaktadır. Modigliani ve Miller’ın, firmaların tercih ettiği sermaye yapısı karmasının firma değeri etkilemeyeceği sonucuna ulaştıkları ilk çalışmalarından bu yana sermaye yapılarının oluşturulma biçimleri ve sermaye yapısını etkileyen unsurların tespitine yönelik yapılan çalışmalar sayesinde geniş çapta bir literatür

meydana gelmiştir. MM, 1963 yılında ise modellerine kurumlar ve gelir vergisini dahil etmişlerdir. MM'nin geleneksel finans teorisinde ufuk açan çalışmaları sonrasında firmaların sermaye yapısı karmaları ve kararları üzerinde etkisi olan faktörler üzerine çok sayıda çalışma yapılmıştır.

1976 yılında Meckling tarafından ortaya konan temsilcilik maliyetleri ve 1977 yılında Myers tarafından ortaya konulan iflas ve finansal sıkıntı maliyetleri, sermaye yapısını konu alan önemli çalışmalardandır. Yine sermaye yapısını konu alan diğer önemli çalışmalardan bir kısmı ise Ross (1977), Myers (1984) ve Myers ve Majluf (1984)'a aittir.

Sermaye yapısı literatürünü oluşturan temel çalışmalardan bir diğeri DeAngelo ve Masulis'in¹¹ (1980) oluşturdukları modele gelir vergisini de dahil ettikleri çalışmalarıdır. Bu modele daha sonra Kraus ve Litzenberger (1973), Scott (1976), Kim (1978), Chen (1978) ve Chen ve Kim (1979) gibi araştırmacılar da katkı sağlamışlardır. Bu katkılar sonucunda bu modelden, borçlanmanın vergi avantajı ile finansal sıkıntı maliyetleri arasındaki dengenin bir sonucu olarak ortaya çıkan bir optimum borç düzeyinin olduğu hipotezine geçiş yapılmıştır. Bu yeni durum dengeleme veya denge (trade-off) teorisi olarak ifade edilmiştir. Daha sonra Myers ve Majluf (1984), finansal hiyerarşi (pecking order) teorisini geliştirmişlerdir.

Myers (2001), sermaye yapısı teorilerinin hiçbirinin finansal stratejiler için genel bir tanımlama veremediğini bunun nedeninin teorilerin geneli temsil edecek şekilde dizayn edilmediği gerçeği olduğunu belirtmiştir. Sermaye yapısı teorilerinin her biri belirli maliyetleri ve farklı finansman stratejilerinin avantajlarını vurgulamaktadır. Bu teorilerin her biri örneklemin bir parçası için geçerli olduğundan, her araştırmacı farklı sermaye yapısı teorileri ile ilgili olarak kabul edilebilir istatistikî sonuçlar elde edebilir. Damodaran (2011), firmaların sermaye yapısı kararlarının statik ya da sabit bir yapıda

¹¹ DeAngelo ve Masulis (1980), Miller'ın (1977) çalışmasına ek olarak borçlanma ve vergi ilişkisine gelir vergisini dahil etmektedir. Borcun vergi kalkını etkisi sayesinde firmalar maliyetsiz bir optimum kaldıraç imkanı elde edebilirler. DeAngelo Masulis modeli aynı zamanda, firmaların optimal sermaye yapılarının endüstriler arasındaki vergi oranlarının farklılık göstermesi nedeniyle kısmen de olsa içinde buldukları endüstrilere bağlı olarak şekilleneceğini belirtmektedir.

olmadığını ancak firmanın ekonomik ömrü boyunca dinamik bir yapıya sahip olduğunu belirtmektedir.

Firmaların firma değerlerinin artıp artmamasına, sermaye maliyetlerinin azalıp azalmamasına ve optimal sermaye politikasının belirlenmesine yönelik olarak ortaya konulmuş teoriler klasik sermaye yapısı yaklaşımlarını oluşturmaktadır. Firmaların sermaye yapılarına ilişkin olarak klasik kavramsal çerçeveyi net gelir yaklaşımı¹², net faaliyet geliri yaklaşımı,¹³ geleneksel yaklaşım¹⁴, Modigliani ve Miller yaklaşımı, MM yaklaşımının kurumlar ve gelir verileri dikkate alınarak düzeltilmiş hali ve Miller Teorisi oluşturmaktadır. Bu yaklaşımlar büyük ölçüde borç/özkaynak birleşimini değiştirmek suretiyle firma değerini değiştirmenin mümkün olup olmadığını açıklamaya çalışan yaklaşımlardır. Sermaye yapısının kavramsal çerçevesinin modern yaklaşımları ise finansal hiyerarşi teorisi, ödünleşme ya da denge teorisi, sinyal teorisi, vekalet sorunu teorisi ve piyasa zamanlaması teorileridir. Bu yaklaşımlar ise sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörlerin belirlenmesi amacıyla geliştirilmişlerdir. Sermaye yapısı teorilerinin genel amacı firmalarda borç/özsermaye birleşiminin nasıl olması gerektiğinin ve bu birleşimi etkileyen faktörlerin tespit edilmesidir (Karadeniz, 2008:15).

Sermaye yapısı teorilerinden MM teorisi net faaliyet geliri teorisiyle, sermaye maliyeti, sermaye yapısı ve piyasa değeri gibi konularda aynı varsayımlara sahiptir. Farkı ise öne sürdüğü varsayımlardır. Buna göre, firmaların piyasa değerleri ve sermaye maliyetleri, belirli varsayımlar altında sermaye yapısından etkilenmemektedir. Söz konusu varsayımlar şöyledir:

¹² Firmaların borçlanma maliyetleri özkaynaklarının maliyetinden daha azdır. Bu varsayıma göre borçlanma ve özsermaye maliyetleri (beklentiler) sabittir. Firma, yabancı kaynak ile finansman sağladığı oranda ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini düşürecek ve firma değeri yükselecektir.

¹³ Sermaye yapısında değişiklik yapılmak suretiyle firma değerini ve AOSM'ni etkilemek mümkün değildir.

¹⁴ Net gelir yaklaşımına benzemekle birlikte en önemli farkı optimal sermaye yapısını savunmasıdır. Firmalar borçlanma ile sermaye maliyetlerini düşürürken işletme değerini arttırabilirler. Yalnız, borçlanma yoluyla finansman bir noktadan sonra sermaye maliyetinin artmasına neden olacağından, firmaların bir optimal borçlanma noktasına ve sermaye yapısına sahip olmaları gerekir. Bu noktadan sonra devam edilecek borçlanma, fon sahiplerinin işletmelere fon sağlamaktan kaçınmalarına ve bu nedenle faiz oranlarını arttırmalarına neden olacak bu da beraberinde özsermaye sahiplerinin firmalarının faaliyetlerinden bekledikleri getiri oranının artmasını getirecektir. Böylece sermaye maliyeti artmış olacaktır.

- Sermaye piyasalarında tam rekabet geçerlidir ve piyasada akılcı davranışlar söz konusudur.
- Gelecek dönemlerde elde edilecek faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımı için beklenen değeri, cari faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımı ile aynıdır.
- Her risk kategorisine giren firmaların işletme riski aynıdır (İşletmeler “eş verim” kategorilerine ayrılabilirler) ve
- Gelir üzerinden vergi ödenmemektedir (Bu varsayım daha sonra kaldırılarak, kurum ve gelir vergileri de dikkate alınmıştır).

Ayrıca MM yaklaşımı firmaların optimal sermaye yapısı bileşimi olduğu yönündeki görüşü de reddetmektedir. Bunun yanında, MM yaklaşımının geçerliliği piyasalardaki arbitraj işlemlerinin yapılmasına bağlıdır. Aynı zamanda, sermaye piyasalarının mükemmelliği ve etkinliği ve piyasalardaki yatırımcıların rasyonelliği gibi varsayımlara dayanmaktadır.

Miller (1977) yayınladığı “Borç ve Vergiler” başlıklı makalesinde gelir vergilerinin etkisini ortaya koymuş ve MM’in ortaya koydukları sonuçlar değişmiştir. MM kurumlar vergisini eklemesine rağmen sermaye kazançları üzerinden alınan gelir vergisini modellerine eklememişlerdi. Bu yaklaşım, tahvillerden sağlanan gelirin genel olarak faiz geliri olduğunu ve kişisel gelir olarak vergilendirildiğini öne sürmektedir. Hisse senetlerinden elde edilen gelirin ise kar payı ve sermaye kazancı olduğunu ifade etmektedir. Yine Miller’a göre her türlü borç senedinden sağlanan gelir faiz gelirdir ve hisse senetlerinden elde edilen kazançta göre daha yüksek oranda vergilendirilir. Miller, kişisel vergilerin yatırımcılar üzerindeki etkisinin, sermaye kazançlarını tahvil getirisine tercih etmeleri yönünde olduğunu ileri sürmüştür. Faiz gelirleri ister işletmeler ister bireyler açısından olsun bir defalık verginin konusu olabilmektedir. Bu model, özet olarak işletmelerin sermaye yapılarının belirlenmesinde kurumlar vergisinin yanında yatırımcıların sermaye kazançları üzerinden ödediği gelir vergisinin de önemli olduğunu ifade etmektedir (Miller, 1977; Karadeniz, 2008; Sayman, 2012).

Literatürde MM ve Miller yaklaşımlarına yönelik birçok eleştiri yapılmıştır. Bu eleştirilerden biri, firma içerisindeki kişilerle firma dışındaki kişilerin aynı bilgiye sahip oldukları kısaca bilgi asimetrisinin bulunmadığı varsayımı üzerindedir. **Asimetrik bilgi**, finansal piyasalarda alınan kararlarda kullanılan ve karar verilecek durumla ilgili gerekli bilgilerin, taraflardan bir bölümü açısından bilinmesine karşın diğerleri açısından bilinmemesi veya eksik bilgiye sahip olunması durumunda ortaya çıkmaktadır. MM'nin bu yaklaşımına karşın Myers ve Majluf (1984) yatırımcıların firmaları yöneten kişilerden ve menkul kıymet sahiplerinden daha az bilgiye sahip olacaklarını ve sermaye piyasalarında asimetrik bilginin bulunduğunu ileri sürmüşlerdir. Majluf (1984), piyasalarda asimetrik bilginin olduğu varsayımı altında, firmalar, öncelikle dağıtılmayan karları ve yabancı kaynakları kullanmalı bu yeterli olmadığı takdirde son çare olarak yeni hisse senedi ihracı yolu ile finansman sağlamaları gerektiğini ifade etmektedirler. Firmaların izlemesi gereken bu sıra literatürde, **finansal hiyerarşi** olarak ifade edilmektedir (Sayman, 2012:19).

Finansal hiyerarşi teorisi, optimal sermaye yapısının varlığına karşı çıkar ve finansman tercihinin hiyerarşik bir sıra izlediğini savunur. Bu yaklaşım, yöneticiler ile dış yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisinden dolayı firmaların alternatif finansman kaynakları arasında bir tercih hiyerarşisine yöneleceklerini ifade etmektedir. Firmalar asimetrik bilgi maliyetleri daha düşük finansman kaynakları arama eğiliminde olacaklarından, iç kaynaklarıyla faaliyetlerini finanse etme yolunu tercih edeceklerdir. Firmalar dış kaynaklara sadece gerektiği durumlarda yönelirler.

MM ve Miller yaklaşımlarına getirilen eleştirilerden bir diğeri ise, finansal sıkıntı ve temsilcilik maliyetlerini dikkate almamasına yöneliktir. Borçlanmanın toplam kaynaklar içerisindeki payının yüksek olduğu oranda faiz giderleri ve fon sağlayıcı kuruluşların aldıkları önlemler (ör. faiz oranı) bir o kadar artmaktadır. Eğer firmanın faaliyetlerinde bir düşüş meydana gelirse bu firmanın finansal sıkıntıya girmesine neden olmaktadır (Sayman, 2012:23). Bu noktada, **denge ya da ödünleşme teorisi**, maliyetlerle (harcamalarla) kazançlar arasında firma değerini maksimize edebilmek için optimal finansal yapının oluşturulmasını amaçlar. Bu teoriye göre optimal sermaye yapısı kaldıraç oranının faiz ödemeleri nedeniyle oluşan vergi kalkamı etkisinin, finansal sıkıntı

ihtimalleri ve temsilcilik maliyetleri ile dengelemesinin sonucunda elde edilmekte olduğu ifade edilmektedir (Aktaran: Sayman, 2012:23).

MM yaklaşımına, bilgi asimetrisi bağlamında yöneltilen eleştiriler **sinyal (işaret) teorisinin** ortaya çıkmasına neden olmuştur. **Sinyal teorisi** kısaca, firma yöneticilerinin, firmalarını hakkında, firma dışındaki yatırımcılardan daha fazla bilgiye sahip olması sonucu ortaya çıkmaktadır. Firmanın sermaye yapısı seçimlerinin firma içerisindeki kişilerin sahip oldukları bilgileri kullanarak dışarıdaki yatırımcılara işaret sağlanacağı belirtilmektedir. Bu konuda ufuk açan çalışmalar, Ross (1977) ve Leland ve Pyle (1977) tarafından yapılmıştır. Ross'un modelinde yöneticiler firma kazancının nerelere dağıtılacağını bilmekte, buna karşın yatırımcılar bilmemektedirler. Yöneticiler sahip oldukları bilgileri yatırımcılara iletmek isterler fakat bunu doğrudan yapmalarını engelleyen unsurlar söz konusudur. Bu nedenle çeşitli yollara başvururlar. Bu yollardan biri sermaye yapısında yapacağı ya da yaptığı değişikliklerdir. Örneğin firmanın borçlanma miktarını arttırması kaldıraç etkisi nedeniyle gelecekte daha yüksek nakit akımları beklentisinde olduğunu bir göstergesi olarak algılanır. Özet olarak, yöneticiler firmalarının mevcut ve gelecekteki değerlerinden pay alacaklardır. Kendi alacağı payın ne olacağını bilen yönetim, kendi firmasını diğer firmalardan ayırmak için firmanın borç düzeyini değiştirerek piyasaya sinyaller gönderir, bu sinyaller yatırımcıların firma ile ilgili riski ve değerlemeyi yapmasına imkan verir (Ross, 1977; Harris ve Raviv, 1991; Barclay ve Smith, 2005:12; Karadeniz, 2008; Dinçergök, 2010; Sayman, 2012).

Bir diğer modern sermaye yapısı yaklaşımı ise **temsilcilik ya da vekalet teorisidir**. Öncüleri Jensen ve Meckling (1976)'tir. Bu teoriye göre yöneticilerin, sahiplerin ya da ortakların çıkarlarının ve önceliklerinin uyuşmazlığı sonucunda temsilcilik problemleri ortaya çıkmaktadır. Firma yönetiminin, hisse senedi sahipleri tarafından yöneticilere bırakılması, hisse senedi sahipleri ile firma yöneticileri arasında çıkar çatışmasını meydana getirir. Örneğin işletme hissedarları karlı bir yatırım projesinin işletme değerini ve temettü ödemelerini arttıracığı beklentisiyle gerçekleştirilmesini talep ederken yöneticiler, riskten ve işlerini kaybetmekten kaçındıkları için söz konusu yatırımı gerçekleştirilmeme eğiliminde olabilirler. Ayrıca türden aynı çatışma fon sağlayanlarla hisse senedi sahipleri arasında da görülebilmektedir. Vekalet teorisine

göre hisse senedi sahipleri ve yöneticiler arasındaki temsilcilik maliyetlerinin azaltılması, kaldıraç oranının arttırılmasıyla mümkündür. Yabancı kaynak kullanımının arttırılması, yeni hisse senedi ihracı yoluyla özkaynak kullanma gereksinimini azaltacak ve böylece işletme yöneticileri ile hisse senedi sahipleri arasındaki temsilcilik problemi azalacaktır. Bununla birlikte yabancı kaynak kullanımı hisse senedi sahipleri ile kreditorler arasında bir çatışma ortaya çıkmasına ve yabancı kaynağın temsilcilik maliyetlerinin doğmasına neden olacaktır (Sayman, 2012; Karadeniz, 2008; Dinçergök; 2010).

Sermaye yapısının modern yaklaşımlarından bir diğeri ise **piyasa zamanlaması teorisi**dir. Bu teori ilk olarak Baker ve Wurgler (2002) tarafından açıklanmıştır. Piyasa zamanlaması teorisi, hisse senetlerinin değerleri düşükken hisse senedi ihraç edilmesi, borçlanmanın maliyeti düşükken borçlanma ya da borç ihraç edilmesi anlamına gelmektedir (Huang ve Ritter, 2005:2). Bir başka tanıma göre ise piyasa zamanlaması, hisse senetlerinin fiyatları arttığı zaman ihraç edilip, fiyatların düşmesi durumunda geri satın alınması durumudur. Yapılan işlem ile firmalar, özkaynak maliyetlerindeki dalgalanmalardan yararlanmış olmaktadır (Baker ve Wurgler, 2002:1; Dinçergök, 2010:41).

Sermaye yapısı kararlarının nasıl alınması gerektiği ve bu kararları etkileyen faktörlerin neler olduğu soruları, finans alanındaki en karmaşık, üzerinde en çok araştırma ve çalışma yapılan problemlerdendir. Finans literatüründe, yukarıda da görüldüğü gibi sermaye yapısı teorilerini meydana getiren çeşitli yaklaşımlar ortaya konmuştur. Ancak bunlar her koşul altında geçerli değildir. Her bir yaklaşım için ortaya konulan sonuçlar genellikle birbirleriyle çelişen özelliktedir.

Sermaye yapısının oluşturulması ya da faaliyetlerin finansmanında yararlanılan kaynakların seçilmesi sırasında insan davranışlarının da dikkate alınması, ihmal edilmiş bir olgunun incelenmesini ve yöneticilerin rasyonel hareket edip etmediklerinin ortaya çıkarılmasını sağlayacaktır. Ayrıca, sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörler arasında davranışsal önyargılarında dikkate alınmasını ve karar vericilerin daha isabetli kararlar almalarını sağlayacaktır.

Sermaye yapısı teorileri konusunda buraya kadar üzerinde durulan yaklaşımlar aynı zamanda, piyasaların etkin, piyasa katılımcılarının ve firma yöneticilerinin rasyonel bireyler oldukları varsayımları altında kabul görürler. Bununla birlikte, insan psikolojisi ve davranışı üzerine yapılan çalışmalarla gün geçtikçe büyüyen literatür, bireylerin büyük çoğunluğunun (özellikle yatırımcılar ve yöneticiler) karar verme aşamalarında önemli sınırlılıklar ile hareket ettiklerini göstermektedir.

2000'li yıllarla beraber rasyonel birey yaklaşımının yumuşatılması, yapılan çalışmalarda davranışsal ve psikolojik özelliklerin dikkate alınması, bireylerin davranışsal önyargılarının aldıkları finansal kararlarda etkin birer faktör olup olmadıklarının incelenmeye başlanmasının önünü açmıştır. Söz konusu çalışmalar, çoğunlukla, firmaların finansal faaliyetleri ve yöneticilerin alacakları finansal kararlar üzerindeki psikolojik faktörlerin etkisini incelemektedir.

Psikoloji, insanların bilişsel karar verme süreçlerinde önemli sınırlara sahip olduklarını ve alacakları kararları önemli derecede etkileyen davranışsal önyargılar geliştirdiklerini vurgulamaktadır. Bu nedenle son 10-15 yıllık dönemde, finans alanında yapılmış çalışmalara bakıldığında, sermaye yapısının belirlenmesinde etkili olan gerçek faktörlerin ne olduğunu araştıran çalışmaların, söz konusu faktörleri psikolojinin argümanları ile açıklamaya çalıştığı sıklıkla karşılaşılan bir durumdur.

3.1.2. Yatırım Kararları ve Önemi

Yatırım, kelime anlamı itibariyle bir varlık ya da nesnenin gelecekte gelir getireceği ya da değerlendirileceği beklentisiyle satın alınmasını ifade etmektedir. Ekonomik açıdan ise yatırım, bugün satın alınan malların gelecekte refah imkanı sağlaması amacıyla bugün tüketilmeyerek gelecekte tüketilmesidir. Yatırımın finans alanındaki tanımı ise; gelecekte gelir getireceği ya da değerinin artacağı ve yüksek fiyattan satılabileceği beklentisi ile parasal bir varlığın satın alınmasıdır. Firma açısından bakıldığında ise yatırım; firmaların amaçları doğrultusunda uzun süreli nakit akımları elde etmeleri için gerçekleştirdikleri her türlü harcamadır (Bezirci, 2003:5).

Yatırım, orta ve uzun vadeli fonların yatırıldığı ve kullanıldığı varlıklar olarak da tanımlanabilir. Diğer bir deyişle, işletme bilançosunun aktifinde sabit ya da duran varlıklar kalemi içerisinde yer alan varlıklara yönelik yapılan harcamalar yatırım olarak adlandırılmaktadır. Akgüç (1998), işletmelerin, gelir getireceği beklentisiyle kaynaklarını sabit varlıklara bağlamasını yatırım olarak tanımlamaktadır.

Literatüre bakıldığında, firmaların yatırım kararları üzerine yapılan çalışmaların ilkinin John Meyer ve Edwin Kuh'a (1957) ait olduğu görülmektedir. Bu araştırmacılar "The Investment Decision: An Empirical Study¹⁵" başlıklı kitaplarında, işletme yatırımlarındaki finansal konular üzerinde durmuşlardır.

Yatırım kararları, firmaların gelecekteki durumlarıyla ilgili fikir verir. Yatırımların zamanında ve doğru yatırım araçlarına yapılması, işletmelerin gelirlerini ve değerlerini arttırıcı bir unsurdur. Buna karşın, her türlü karar durumunda gözlemlendiği gibi yatırım kararlarının da en önemli özelliği belirsizlik içermesidir. Hatalı olarak verilecek bir yatırım kararı, firmanın büyük çapta zarar görmesine ve iflas etmesine neden olabilecek bir unsurdur.

Firmalar faaliyette buldukları iş kolunun özelliklerine göre farklı şekillerde ve sık sık, kısa ve uzun vadeli olmak üzere sabit varlık ve finansal varlık yatırımları yapmaktadırlar. Bunun temel sebebi, gelecekte işletmenin daha fazla gelir sağlaması ve büyüme fırsatlarını değerlendirme isteğidir. Bununla birlikte yatırım kararları her koşulda içerdiği risk göz önünde bulundurularak verilmelidir. Çünkü gelecek belirsizdir. Uzun vadeli yatırımlardan elde edilmesi beklenen getiriler belirsizlik oranında risk içerirler. Örneğin, ileride kar etme beklentisine sahip firmalar açısından bakıldığında, sabit varlıklara bağlanan kaynaklar nedeniyle yatırım kararları, firmaların değerini, karlılıklarını ve sürdürülebilirliklerini etkileyen önemli firma içi faktörlerden biridir. Bu gibi nedenlerle, verilecek her türlü yatırım kararında o yatırımın içerdiği risk göz önünde bulundurulmalıdır.

¹⁵ Hurwicz (1959) bu kitabın özetini bir makale olarak yayınlamıştır.

Firmalar, yatırım ve proje kararlarının değerlendirmesinde çeşitli yöntemler kullanmaktadırlar. Bu yöntemler genel olarak risk ve belirsizlik olguları ile beraber, paranın zaman değerine endeksli olarak değişiklik göstermektedirler. Paranın zaman değerini dikkate alarak hesaplama yapılmak istendiğinde, net bugünkü değer (NBD), iç karlılık (verim) oranı (İKO), karlılık endeksi ve duyarlılık analizi yöntemlerinden biri kullanılmak durumundadır. Bu yöntemlerden en çok kullanılanlar NBD ve İKO yöntemleridir¹⁶.

MM (1958, 1961), firmaların yatırım kararları ile finansman kararlarının, vergi hukuku, bilgi asimetrisi ve vekalet maliyetleri gibi nedenlerden dolayı birbirlerini etkilediklerini ifade etmektedirler. Bu durum firma değerleri üzerinde de bir etki oluşturmaktadır. Bu nedenle yöneticilerin bu etkileri göz önünde tutarak olumsuz etkileri azaltacak kararlar almaları gerekir (Wu ve Xu, 2005).

Yatırım kararlarının zamanında verilebilmesi de firma değeri açısından ve yatırımın başarıya ulaşmasında oldukça önemlidir. Bu noktada firmalar, piyasalarda ortaya çıkabilecek talep değişimleriyle ilgili tahminlere göre yatırım kararı alarak gelecekteki talebi karşılamak isterler.

Yatırımlar ekonomik büyüme perspektifinden değerlendirildiğinde ise ekonomiye “çarpan” ve “hızlandırıcı” etkileri söz konusu olmaktadır. Çarpan etkisi, bağımsız yatırımlarda meydana gelen bir değişikliğin ülkenin milli gelirinde meydana getirdiği değişimi ifade etmektedir. Eğer yatırımlarda bir artış söz konusu ise milli gelirde daha yüksek oranda bir artış gerçekleşecektir (1/s oranında). Gelirin iki fonksiyonu söz konusudur. Bunlar harcama ve tasarruftur. Gelir elde edenlerin gerçekleştirdikleri harcamalar başkaları için bir gelir elde edilmesi anlamına gelecektir. Bu durum sürekli olarak devam ederek bir gelir transferine neden olacaktır. Bu nedenle ilk aşamada yapılan yatırımın tutarı aşılmış olunacaktır. Hızlandırıcı etki ise yatırım harcamalarının dolaylı yoldan yeni yatırımları hızlandırmasını ve milli gelir üzerindeki etkisini ifade eder. Bazı türden yatırımlar (uyarılmış yatırımlar) tüketim harcamaları değişimlerine bağlı olarak değişir. Yatırım harcamaları, ekonomide, gelirin artmasını ve tüketimi

¹⁶ NBD, İKO ve diğer yöntemlerle ilgili olarak daha detaylı bilgiye ve uygulama örneğine Gedik, Akyüz ve Akyüz (2005) tarafından yapılan çalışmada ve Chambers'ın (2009) kitabında ulaşılabilir.

hızlandıracak ve bu durum beraberinde yeni yatırımların da hızlanmasını getirecektir (Sariaslan, 2014).

Bertrand ve Schoar (2002), yöneticilerin profesyonellik tecrübelerinin de yatırım kararları üzerinde etkili olduğunu ifade etmektedir. Bu nedenle işletme yöneticilerinin tecrübelerinin ve karakter yapılarının işletmelerin kararlarında etkisinin olduğu belirtilmektedir.

Diğer yandan, büyük ölçekli işletmelerle kıyaslandığında, varlıklarını devam ettirebilmeleri ve büyümeleri açısından yapmaları gereken yatırımlar ile bu yatırımlara ilişkin kararlar KOBİ'ler için, ekonomik ve sosyal sisteme katkıları göz önüne alındığında, daha büyük anlam ifade ettiğine değinilmeden geçilemeyecektir (Alpugan, 1988).

Özetle, firma yöneticisi ya da sahipleri tarafından alınacak yatırım kararları, kaynakların hangi projelere tahsis edilmesi gerektiğini, faaliyetlerine devam edebilmesi için ne tür varlıklardan ne kadar satın alınması gerektiğini, eldeki kaynakların nasıl daha etkin kullanılıp denetleneceğini bünyesinde barındıran finansal karar unsurudur. Ayrıca, başka bir firmayla birleşme veya başka bir firmayı devralma ile araştırma-geliştirme ve inovasyon yatırımları da firmaların diğer yatırım kararı unsurlarını oluşturmaktadır.

3.1.2.1. Birleşme ve Devralma Kararları

Birleşmeler ve devralmalar firmaların dış kaynaklı büyüme alternatiflerinden biridir. Birleşmeler iki ve daha fazla firmanın, eski tüzel kişiliklerini ortadan kaldırarak bir araya gelmesi ve yeni bir işletme oluşturması sürecidir. Devralma ise bir firmanın diğer firma ya da firmaları varlıklarının ve kaynaklarının toplam değeri ile olduğu gibi devralması ve devri gerçekleşen işletmelerin tüzel kişiliklerinin ortadan kalkması sürecidir (Sayman, 2012:156). Birleşmeler iki şekilde gerçekleşirler. Bunlardan birincisi, bir ticaret şirketinin diğerini devralması, “devralma şeklinde birleşme”, ikincisi ise ticaret şirketlerinin yeni bir şirket içinde bir araya gelmeleri “yeni kuruluş şeklinde birleşme”dir.

Aynı amaca hizmet eden işletmelerin, daha güçlü bir yapıya ulaşabilmek için, küresel ekonomik sistem şemsiyesi altında faaliyetlerini devam ettirebilmeleri adına bir araya gelmeleri sıkça başvurdukları bir yöntemdir. Birleşme ve devralma uygulamalarının özellikle 1980 ve 90'lı yıllarda artış gösterdiği ve bu şekilde günümüze kadar devam ettiği belirtilmektedir.

Ekonominin global bir hale dönüşmesi, sıkı rekabet ortamı, durgunluk dönemlerinin yoğunluğu, ölçek ekonomisinden yararlanma ihtiyacı gibi nedenlerle firmalar büyüme yolları aramakta ve bu arayış onları birleşme ve devralma alternatifine yöneltmektedir (Yurttadur, 2009:114).

Birleşme ve devralma yatırımlarına davranışsal işletme finansı bağlamında yaklaşan Vrabel (2015), bu tür kararların, gözlenen sübjektif değerlendirme sinerjisi göz önüne alındığında davranışsal önyarguların potansiyel etkisinin söz konusu olduğu bir başka finansal karar çeşidi olduğunu belirtmektedir.

3.1.2.2. Ar-Ge ve İnovasyon Kararları

OECD' nin Oslo Kılavuzu (2005), Ar-Ge'yi "bilgi dağarcığını artırmak amacıyla sistematik olarak sürdürülen yaratıcı çalışma ve bu bilginin yeni uygulamalar yaratmak için kullanılması" şeklinde tanımlamaktadır. Bir başka tanıma göre ise firmanın bilgi birikimi ve tecrübesinin gelişmesi için sistematik olarak yapılan çalışmalardır (Demir, 2014:7).

İnovasyon ise, yeni veya önemli ölçüde değiştirilmiş ürün (mal ya da hizmet) veya sürecin; yeni bir pazarlama yönteminin; ya da iş uygulamalarında, işyeri organizasyonunda veya dış ilişkilerde yeni bir organizasyonel yöntemin uygulanması şeklinde tanımlanmaktadır (OSLO Kılavuzu, 2005). Keith ve Theodore (1984)'ye göre inovasyon, yeni bir buluşun ortaya konması ile başlar, ikinci aşamada bu buluş geliştirilir ve pazara yeni ürün ya da hizmet olarak girmesiyle süreç son bulur.

Ar-ge ve İnovasyon terimleri sıklıkla birbirlerinin yerine kullanılmaktadırlar. Halbuki yukarıda yer verilen tanımlardan da anlaşılacağı üzere bu kavramlar temelde birbirlerinden farklı anlamlar içermektedirler. Ar- Ge ve İnovasyon faaliyetlerine girişilebilmesi ve bu faaliyetlerden istenilen sonuçların alınabilmesi bu tanımların net olarak anlaşılmasına bağlıdır.

Diğer yandan Ar-Ge faaliyetlerinin, teknolojik inovasyon başta olmak üzere inovasyon için gereken en önemli faaliyetlerden biri olduğu belirtilmektedir (Tsai, 2005:796). Ar-Ge faaliyetleri sonucu ortaya çıkan teknolojik ve yenilikçi yaklaşımlar, girişimcilik bakış açısıyla ele alınıp, ticarileştirilerek inovasyon meydana getirilir (Demir, 2014:8).

Ar-Ge ve inovasyon kararları konusunda, davranışsal işletme finansı ya da yönetici davranışları bağlamında yapılan çalışmalara bakıldığında ise diğer finansal kararlara nispeten sayıca daha az olduğu görülmektedir. Davranışsal işletme finansı literatüründe yer alan bu çalışmalardan en çok bilinenleri Galasso ve Simcoe (2011) ile Hirshleifer, Low ve Teoh (2012) tarafından yapılan çalışmalardır. Her iki çalışmada da söz konusu araştırmacılar, yönetici kendine aşırı güveni ile firmalardaki Ar-Ge ve inovasyon çalışmaları arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmaların sonuçları da benzerdir. Buna göre kendine aşırı güvenen yöneticiler tarafından yönetilen firmaların Ar-Ge ve inovasyon başarıları da yüksektir. Bu çalışmalarda, ayrıca, kendine aşırı güven ile patent atf sayısı arasındaki ilişki de incelenmiştir. Sonuç olarak kendine aşırı güvenen yöneticilerin diğerlerine nispeten daha fazla patent ve patent atf sayısı elde ettikleri ortaya konulmuştur.

Malmendier ve Zheng (2012) kendine aşırı güven önyargısına sahip yöneticilerin daha fazla Ar-Ge harcaması yaptıklarını tespit etmişlerdir. Aynı zamanda bu tür yöneticilerin yatırım kompozisyonlarının daha yenilikçi bir yelpazeden oluştuğunu belirtmektedirler. Bu konuda diğer bir çalışma ise Chen, Ho ve Ho (2014) tarafından yapılmıştır. Bu çalışmanın diğer iki çalışmadan farkı öncelikle yöneticilerin kendine aşırı güven önyargıları ile bu önyargının Ar-Ge harcamalarına olan etkisini incelemesi ikinci olarak da Ar-Ge harcamalarında ki artışa bağlı olarak yönetici kendine aşırı güven önyargısı açısından uzun dönemli anormal hisse senedi getirisini ve işletme performansını

incelemişlerdir. Çalışmalarının sonucuna göre kendine aşırı güven önyargısı Ar-Ge yatırımı harcamalarını arttırmaktadır. Bununla birlikte anormal hisse senedi getirileri de aynı şekilde kendine aşırı güvenen yöneticilerin yönettikleri firmalarda daha yüksektir.

3.1.3. Kar Dağıtım Kararları ve Önemi

Firmalar açısından önemli finansal karar unsurlarından bir diğeri kar dağıtım kararlarıdır. Bu kararlar, firmaların olağan faaliyetlerinden sağladıkları karlarının ne kadarının işletme üzerinde hak sahibi olanlara ya da ortaklara dağıtılacağını ve ne kadarının firmada tutulacağını tespit etmeye yönelik kararlardır. Bu yapılırken, karın firmada tutulması düşünülen miktarı ile ortaklara dağıtılması düşünülen miktarı, firma karlılığı ve ortakların tatmin düzeyleri karşılaştırılır. Ayrıca kar dağıtım sonucu firmadan çıkan nakitin yerine ihtiyaç duyulan fonun nereden, nasıl ve hangi maliyet oranında temin edileceğinin de belirlenmesi gerekir.

Firmalar farklı dönemlerde, hissedarlarına nakit ödeme yapıp yapmayacaklarını, eğer yapacaklarsa ne kadarının kar payı ödemesi şeklinde olacağını kararını vermek zorundadırlar. Kar payı dağıtım politikası bir hesap dönemi sonunda firmanın elde ettiği karlarının ortaklara dağıtılması ya da firma içerisinde yatırıma dönüştürülmesiyle ilgili kararları içerir. Halka açık olmayan anonim ya da limited şirketlerde de kar payı dağıtım söz konusudur.

Firmaların, faaliyetleri sonucu elde ettikleri karlarını nasıl değerlendirmeleri gerektiği konusu, finansın diğeri önemli ilgi alanını oluşturmaktadır. Örneğin karın ortaklara dağıtılması kararı alındığı bir durumda bu dağıtımın nasıl ve hangi kriterler baz alınarak yapılacağı sorusu ortaya çıkmaktadır. Bu dağıtımın firmalar ve ortaklar açısından faydayı optimal yapacak şekilde yapılması beklenir.

Kar dağıtım sonucunda firmanın yatırım fırsatlarını kaçırmaması ve ortakların tatmin edilmesi gerekir. Ayrıca tercih edilen kar dağıtım yöntemi de önemli bir diğeri unsurdur. Örneğin, nakit olarak dağıtılan kar payları firmaların hesaplarında ya da kasalarında bulundurdukları nakit tutarın azalmasına neden olacağından, sermaye yapılarını ve bütçelerini etkileyecektir. Diğeri yandan düşük oranda ya da miktarda yapılan bir

dağıtım, firmaların piyasa değerleri üzerinde olumsuz bir etki oluşturabilmektedir. Buradan hareketle firmaların kar dağıtım kararlarının, piyasa değerleri, ortakların çıkarları ya da servetleri, yatırımcı tercihleri ve firmanın bütçe ve finansal politikaları üzerinde etkisi olduğu ve bu nedenlerle dikkatle yürütülmesinin gerektiği unutulmamalıdır.

Literatürde yapılan çalışmalara bakıldığında araştırmacıların kar payı dağıtımı konusu üzerine, II. Dünya Savaşı yıllarını takiben daha fazla eğilmeye başladıkları görülmektedir. Modern anlamda temettü politikasının temellerini atan kişi 1956 yılında yaptığı çalışma ile “John Lintner” olmuştur. Lintner (1956), kar payı ödemelerinin, uzun dönemli sürdürülebilir kazançların bir fonksiyonu olduğunu belirterek, “hedef dağıtım oranı hipotezi”ni¹⁷ öne sürmüştür (Brav, Harvey ve Micheley, 2005; Amel ve Abdelfettah, 2013:45).

Modigliani ve Miller’ın, 1958 ve 1961 (temettü ilişkisizliği teorisi¹⁸) yıllarında yaptıkları çalışmalardan sonra, yarım yüzyıldır sermaye yapısı ile birlikte kar dağıtım politikaları da akademik literatürde en çok ilgi çeken ve üzerine çalışılan konulardan biri haline gelmiştir.

Bu konuda ilk çalışmalardan bir diğeri Black (1976) tarafından yapılmıştır. Black, çalışmasında **temettü bilmecesi ya da yapbozu (dividend puzzle)**¹⁹ terimini kullanmıştır. Bu gibi nedenlerle, kar payı ödemeleri konusu, günümüze kadar finans alanının en tartışmalı konularından biri olarak kalmıştır. Bu duruma bağlı olarak,

¹⁷ Firmaların elde ettikleri karın ne kadarının sabit olarak kar payı olarak dağıtılacağıdır. Bu hipoteze göre kar dağıtım politikasının iki ayağı hedef dağıtım oranı ve güncel kar paylarının hedef orana göre düzenlenme hızıdır.

¹⁸ Temettü ilişkisizliği modelinin varsayımına göre vergi oranı sıfırdır. Bu modele göre, yatırımcıların bir firmaya yatırım yaparken o firmanın kar dağıtım politikasına dikkat etmediklerini ileri sürülmektedir. Bu nedenle, firma yöneticilerinin ya da sahiplerinin, yatırımcıları, kendi firmalarına yatırım yapmaya teşvik eden temettü politikaları geliştirme peşinde koşmaları anlamsızdır.

¹⁹ Bu terim ile temettü dağıtımının karmaşık bir konu olduğu ve tam olarak anlaşılmasının zorluğu ifade edilmektedir. Buna göre, nasıl ki bir yapbozda birbirine uymayan parçalar bizi zorluyorsa aynı şekilde temettü konusuna baktığımızda da birbirine uymayan parçalar görürüz.

firmalardaki kar payı dağıtımını konusunda yapılan çalışmaların sayısı da oldukça fazladır.

Kar dağıtımını konusunu inceleyen çalışmalardan biri de Modigliani ve Miller'a (1961) aittir. Miller ve Modigliani (1961) kar payı dağıtım politikasının hisse fiyatları üzerine etkisini incelemişlerdir. Allen ve Michalely (2003), Frankfurter ve Wood (2006), Baker (2009) ve De Angelo, De Angelo ve Skinner (2008) kar payı dağıtım politikası konusunu ciddi bir şekilde inceleyen ve ampirik bulgular ortaya koyan diğer önemli araştırmacılarıdır. Allen ve Michalely (2003) ve Frankfurter ve Wood (2003) vekalet ve sinyal teorisi temelli teorilerin ampirik bulgularla tutarlı olmadığını ve firmaların neden kar payı dağıttıkları sorusunun bir bilmece olarak kalmaya devam ettiğini belirtmektedirler. Bununla birlikte, De Angelo ve diğerleri (2009) asimetrik bilgi olgusunun, kar payı dağıtımını kararları için bir açıklama getirebileceğini belirtmektedirler (Ben-David, 2010:435).

Bu teorilerin çoğu, işletmeleri yönetenlerin rasyonel oldukları ve vekalet problemlerinin ya da bilgi asimetrisi problemlerinin azaltılması için en iyi çözüm yolunun kar payı dağıtımını olduğu varsayımı altında kabul görmüştür (Ben-David, 2010).

Baskin (1988) tarafından da belirtildiği gibi, firmaların yaklaşık dört yüzyıldan beri kar payı ödemesi yapmasına ve bu konu üzerine yapılan çalışma sayısının oldukça fazla olmasına rağmen, rasyonel teorilerin kar dağıtımını politikasını açıklayıp açıklayamadığı konusu hala tartışmalı bir konudur. Allen ve Michalely (2003) rasyonel teorilerin bu olguyu açıklama gücünün düşük olduğunu ifade etmektedirler. Buna karşın DeAngelo ve diğerleri (2009) kar dağıtımını politikalarının asimetrik bilgi problemlerini azaltan etkili bir cihaz olduğunu belirtmektedirler. Benartzi, Michalely ve Thaler (1997), Grullon, Michalely ve Swaminathan (2002) ve Grullon, Michalely, Benartzi ve Thaler (2003) temettü değişimlerinden yola çıkılarak, gelecekteki kazanç büyümelerinin ya da faaliyet performansındaki gelişmelerin tahmin edilemeyeceğini belirtmişler ve sinyal teorisi ile çelişmişlerdir (Ben-David, 2010:437).

Frankfurter ve McGoun (2000) temettü kararları konusunda rasyonel açıklama arayışının ekonomi alanında görülen bir “salgın” olarak tarif etmektedirler. Bu araştırmacılar aynı zamanda, temettü ödemelerinin, yatırımcıların hisse senetlerini değerleyebilmesi amacıyla kullanıldığına yönelik az da olsa şüphe olduğunu belirtmektedirler.

Allen ve Michaely (2003) rasyonel yöneticiler için kar payı ödemelerinin ekonomik faktörlerini özetlemektedirler. Buna göre, vergiler, asimetrik bilginin azaltılmasına yönelik sinyaller, tamamlanmamış yönetici sözleşmeleri, işlem maliyetleri ve kurumsal yatırımcılar, söz konusu faktörleri oluşturmaktadır. Vergi faktörüne göre firmalar kar payı ödemelerini minimize etmelidirler. Bunun sebebi yüksek vergi ödemelerinin yatırımcılar üzerinde bir yük olmasıdır. Sinyal teorisine göre yöneticiler, temettüleri, kendilerine ait özel bilgileri için maliyetli bir sinyal olarak kullanmaktadırlar (Bhattacharya, 1979). Vekalet teorisine göre, sürekli olarak nakit dağıtım yapılması vekalet maliyetlerinin boyutunu azaltır (Easterbrook, 1984). Temettüler aynı zamanda hissedarların fonlarını yönetirken, katlandıkları işlem maliyetlerinin düşürülmesi açısından da bir seçenek olarak görülebilir. Firmalar aynı zamanda, kurumsal yatırımcıları çekmek amacıyla da kar payı dağıtım tercihinde bulunabilmektedirler.

Değindiği gibi, son 40 yıl içerisinde, ekonomistler ve finansçılar, temettü kararlarını, matematiksel ekonomi ve rasyonel davranış doktrini bağlamında ortaya çıkan baskın ve modern paradigmanın içerisine dahil ederek açıklamaya çalışmışlardır (Ben-David, 2010:437). Geleneksel yaklaşımların, temettü politikaları konusunda, beklenen ya da istenen sonuçları vermemesi, kar payı dağıtım kararları üzerinde etkisi olan olası diğer faktörlerin araştırılmasını zorunlu bir hale getirmiştir.

Literatürde, ilk defa Shefrin ve Statman (1984) tarafından farklı bir yaklaşım getirilen kar dağıtım politikaları meselesini, davranışsal açıdan inceleyen çalışmalar konusunda eksiklik olduğu görülmektedir. Bu problemin temel nedeni, rasyonel ve matematiksel modellemelerin bu gibi olguları açıklamada yeterli görülmesidir.

3.2. Davranışsal Önyargıların Firmaların Finansal Kararlarına Etkisi

Davranışsal önyargılar, bireylerin karar verme süreçlerine yardımcı olarak kullandıkları karar verme yöntemlerini, bilişsel mekanizmaları ve kendi kişisel görüşlerini içerirler. Önyargıların kullanımı bireylerin karşılaştıkları problemlerin çözümünde etkili sonuçların alınmasına yardımcı olur. Bu çalışmada, önyargı kavramı, bireylerin karar verme süreçlerinde özellikle belirsiz ve karmaşık durumlarda kullandıkları basitleştirilmiş stratejilerini ifade etmek amacıyla kullanılmaktadır (Busenitz and Barley, 1977).

Firmaların finansal karar verme mekanizmaları, davranışsal finans öğretileri dikkate alınarak oluşturulduğunda irrasyonel davranış kalıplarının buna dahil edilmesi bir zorunluluk haline gelmektedir. Bu noktada yöneticilerin, firma faaliyetleri ile ilgili finansal karar verme süreçlerini ya da verdikleri/verecekleri kararları etkileyen davranışsal önyargıları önemli kılan unsurların neler olduğunun tespit edilerek ortaya konulması, firmalarda daha etkin kararların alınmasına yardımcı olacaktır.

Firmaların finansal kararları üzerinde etkili olan faktörlere, gelişmekte olan davranışsal finans alanının varsayımlarından ve hipotezlerinden yola çıkılarak farklı perspektiflerden yaklaşılması, mevcut yaklaşımlara katkı sağlayacak, zenginleştirecek ve problemlerin daha etkin ve gerçekçi çözümüne yardımcı olacaktır. Karar verme süreçlerinde etkisi olduğu geniş çapta yapılan akademik ve bilimsel çalışmalarla ortaya konan davranışsal önyargıların firma sahipleri ve yöneticileri tarafından tam olarak anlaşılması, olası olumsuz etkilerin ortaya çıkmasının önlenmesi için gerekli tedbirlerin alınmasına imkan verecektir.

Davranışsal işletme finansı yaklaşımında, klasik işletme finansı literatürünün iddia ettiğinin aksine firmalarda alınan kararlardan sorumlu yöneticiler tamamen rasyonel değildirler. Kendine aşırı güven, iyimserlik, kayıptan kaçınma, kontrol yanılması, mental muhasebe, dayanak noktası vb. bilişsel önyargılar ve hevristiklerin etkisi altında kalarak hareket ederler (Heaton, 2002; Malmendier ve Tate 2005a, 2005b). Bu davranışsal faktörler, yöneticilerin ya da firma sahiplerinin sermaye yapısı, yatırım, kar

dağıtımı, devralma-birleşme, Ar-Ge ve İnovasyon vb. finansal kararlarını belli düzeyde açıklayabilmektedir.

Geleneksel işletme yönetimi literatüründe, işletme yönetimi mekanizmasının rolü, yönetim ve yönetici maliyetleri, asimetrik bilgi teorisi ve bunların firma kararları üzerindeki etkisinden yola çıkılarak türetilmiştir. Bununla birlikte geleneksel finans teorisinin gelişimi, kurumsal yönetimin farklı boyutlarda ele alınmasını gerektirmektedir. Bu boyutlardan biri de psikolojik faktörleri dikkate alan davranışsal finans çalışmalarından oluşan literatürdür. Bu literatürde üzerinde durulan davranışsal önyargılar, firmaların farklı düzeylerdeki finansal kararlarındaki bozulmaların açıklanması amacıyla kullanılmaktadır. Özetle, psikolojik etmenlerin firmalardaki finansal karar verme süreçlerine entegre edilmesini içerir (Paredes, 2004; Ben Mohamed, Baccar, Fairchild ve Bouri, 2012).

Baker ve Wurgler (2013) finans literatürünü, rasyonel yönetici ve yatırımcı davranışları ile daha az rasyonaliteye sahip yönetici ve yatırımcı davranışları olarak ikiye ayırmışlardır. Yönetici davranışlarının etkisini “yönetimsel önyargılar” olarak isimlendirmektedirler.

Yöneticilerin ve yönetici konumundaki firma sahiplerinin asli görevlerinden biri firmalarının büyümesine en fazla katkıyı sağlayacak finansal kararlara yön verebilmektir. Söz konusu yöneticiler, her ne kadar karar verme konusunda eğitimli, tecrübeli ve uzman kişiler olsalar da çoğunlukla, insan doğasının gereği ve bilişsel olarak, davranışsal özelliklerinin ve önyargılarının etkisi altında kalarak hareket ederler.

Günümüz rekabet ortamı, yönetici ya da firma sahiplerini verdikleri doğru kararlar sonrasında ödüllendirirken, hatalı kararlar vermeleri durumunda onları cezalandırmakta tereddüt duymamaktadır. Simon (1955) tarafından yapılan ilk çalışmadan bu yana, Haley ve Stumpf’ın (1989) çalışmalarında da görüldüğü gibi, örgütler üzerine çalışan bilim insanları yönetimsel karar vermenin saf rasyonel bir model olduğunu kabul etmişler ve çalışmalarını bu doğrultuda yürütmüşlerdir. Bununla birlikte zaman içerisinde, saf rasyonel karar vermeyi engelleyen çeşitli faktörlerin olduğu ortaya çıkmaya başlamıştır.

Bu faktörler, rasyonel karar vermenin doğurduğu yüksek maliyetler (Simon 1979), karar vericilerin bilgi işleme sınırlılıkları (Abelson ve Levi 1985), yöneticiler tarafından benimsenen karar verme süreçlerindeki farklılıklar (Shafer 1986) ve karar vericilerin değer yargıları arasındaki farklılıklardır (Payne ve diğerleri, 1992). Rasyonel karar verme sürecinden sapmaları açıklayan en önemli modeller ise önyargılara ve hevristiklere odaklanmaktadır (Kahneman ve diğerleri, 1982; Schwenk 1988; Stevenson ve diğerleri, 1990).

Firmalarda alınan finansal kararların ve davranışsal önyargıların türüne göre literatürde yapılan çalışmaların bir özeti ise tablo 8’de verilmiştir.

Tablo 8: Firmalarda Alınan Finansal Kararlar Üzerinde Davranışsal Önyargıların Etkisini Konu Olan Çalışmalar

Davranışsal Önyargı	Finansal Karar Türü	Araştırmacılar	Araştırma Yöntemi
Kendine Aşırı Güven ve İyimserlik	Sermaye Yapısı Kararları	Oliver (2005)	Ampirik
		Barros ve Silveria (2007)	Ampirik
		Ben-David ve diğerleri (2013)	Ampirik
		Cronqvist ve diğerleri (2012)	Ampirik
		Fairchild (2010)	Teorik/Literatür
		Graham ve diğerleri (2013)	Ampirik
		Hackbarth (2007)	Teorik
		Mefteh ve Oliver (2007)	Ampirik
		Harckbarth (2008)	Teorik/Ampirik
		Hackbarth (2009)	Teorik
		Malmendier ve diğerleri, (2011)	Ampirik
		Fairchild (2009)	Teorik/Senaryo Bazlı
		Vasiliou ve Daskalakis (2009)	Ampirik
		Yazdipour (2010)	Teorik
Uckar (2012)	Teorik/Literatür		
Shao ve Wang (2013)	Ampirik		

Tablo 8'in devamı

Kendine Aşırı Güven ve İyimserlik	Yatırım Kararları (Sermaye Bütçeleme, Birleşme ve Devralma, Ar-Ge ve İnovasyon)	Ben-David ve diğerleri, (2013)	Ampirik
		Fairchild (2010)	Teorik/Literatür
		Gervais ve diğerleri, (2011)	Teorik
		Glaser ve diğerleri, (2008)	Ampirik
		Billett ve Qian (2008)	Ampirik
		Heaton (2002)	Teorik
		Malmendier ve Tate (2005)	Teorik
		Kolasinski ve Li (2013)	Ampirik
	Kar Payı Dağıtım Kararları	Mueller ve Brettel (2012)	Ampirik
		Mohamed ve diğerleri, (2013)	Teorik/Literatür
		Mohamed ve diğerleri, (2014)	Ampirik
		Croci ve diğerleri, (2010)	Ampirik
		Doukas ve Petmezas (2007)	Ampirik
		Ferris ve diğerleri, (2013)	Ampirik
		Malmendier ve Tate (2005)	Teorik
		Malmendier ve Tate (2008)	Ampirik
		Hirshleifer ve diğerleri (2012)	Ampirik
		Ben-David ve diğerleri, (2007)	Ampirik
		Wu ve Liu (2011)	Ampirik
		Deshmukh ve diğerleri (2010)	Ampirik
Azouzi ve Jarboui (2012)	Ampirik		
Kayıptan Kaçınma	Sermaye Yapısı Kararları	Helliar ve diğerleri, (2005)	Ampirik
		Hutchinson (1995)	Ampirik
		Mueller (2008)	Ampirik
		Graham ve diğerleri (2013)	Ampirik
		Kisgen (2006)	Ampirik
	Yatırım Kararları	Easterbrook (1984)	Ampirik
		Nakara (2007)	Ampirik
		Azouzi ve Jarboui (2013)	Ampirik

Tablo 8'in devamı

Kayıptan Kaçınma	Yatırım Kararları	Bertrand ve Mullainathan (2003)	Ampirik
		Zellweger ve diğerleri, (2005)	Ampirik
		Bloom ve Van Reenen (2006)	Ampirik
		Shavit ve Adam (2011)	Teorik
		Le Breton-Miller ve diğerleri (2011)	Ampirik
	Kar Dağıtım Kararları	Redding (1998)	Ampirik
		Breur, Rieger ve Soypak (2012)	Ampirik
		Li ve Yang (2010)	Ampirik
		Ali (2012)	Ampirik
		Kisgen (2006)	Ampirik
		Bertrand ve Mullainathan (2003)	Ampirik
		Chang ve diğerleri (2009)	Ampirik
	Dayanak Noktası	Sermaye Yapısı Kararları	Kara (2011)	Ampirik
Soufani ve diğerleri (2012)			Ampirik
Welsh ve Zellweger (2010)			Ampirik
Yatırım Kararları		Huang ve diğ (2013)	Ampirik
		Zellweger ve diğ (2005)	Ampirik
		Welsh ve Zelweger (2010)	Ampirik

Çalışmanın bir sonraki başlığı altında uluslararası alanda yapılmış çalışmalar sonucu oluşan literatürden hareketle firmalarda alınan finansal kararlarda etkisi olan davranışsal önyargılar üzerinde durulacaktır. Bu bağlamda, literatürde üzerinde en çok durulan dört davranışsal önyargı çeşidi (kendine aşırı güven, kayıptan kaçınma, dayanak noktası ve iyimserlik), ölçme yöntemleri ve finansal kararlar üzerindeki etkileri yine literatürde yer alan temel çalışmalardan hareketle açıklanmaya çalışılacaktır.

3.2.1. Kendine Aşırı Güven

Belirsizliklerle dolu insan hayatında verilen kararların çoğu inançlara dayanmaktadır (Tversky ve Kahneman, 1974). Söz konusu inançlar sübjektif olasılıklar olarak sayısal formda ifade edilebilirler. Bu olasılıkların nasıl üretildiği konusu bilişsel psikoloji alanındaki en önemli başlıklardan biridir (Bar-Hillel, 2001). Michailova (2010), insanların sübjektif olasılık üretebilmek amacıyla, olasılık değerleri atama ve yargısal faaliyetleri basitleştirici değerleri tahmin etme gibi karmaşık işlerin yerine az sayıdaki psikolojik prensiplere (önyargılar, sezgiler, duygular vb.) güvendiklerini belirtmektedir. Bu prensiplerin genelde faydalı oldukları fakat bazen yanlış değerlendirmeden kaynaklanan sistematik hatalara da neden olabileceği belirtilmektedir (Tversky ve Kahneman, 1974). Söz konusu prensiplerin sübjektif olasılık oluşturma amacıyla kullanılması kendine aşırı güven önyargısının ortaya çıkmasının bilişsel sebebidir (Michailova, 2010:5).

İlk olarak Oskamp (1965) tarafından tanımlanan kendine aşırı güven önyargısının, hayatın çeşitli karar anlarında karar verme süreçlerine etki ettiği Lichtenstein ve Fischhoff (1977), Alpert ve Raiffa (1982) ve Bazerman (1990) gibi önemli araştırmacılar tarafından da belirtilmiştir.

Kendine aşırı güven, psikoloji literatüründe, kişilerin kendi yetenek ve bilgilerine olan gereğinden fazla güvenlerini ifade etmektedir (Odean, 1998:1888). Kendine aşırı güven, bir kişinin sahip olduğu yeteneklerini, başarı beklentilerini, olayların pozitif çıktılarını ya da sahip olduğu bilginin doğruluğunu abartması eğilimi ve kişilerin sahip oldukları bilgilerinin sınırlarını bilmemeleri sonucu ortaya çıkmaktadır (Conger ve Wolstein, 2004).

Bir başka görüşe göre kendine aşırı güven önyargısı, karar vericilerin, ilk değerlendirme aşamalarında aşırı iyimser olmaları sonucu ortaya çıkmaktadır. Bu durum, bireylerin daha sonra olayın içerisine edindikleri ek bilgileri dahil etmelerini zorlaştırır çünkü kendine aşırı güvenleri buna izin vermez (Fischhoff ve diğerleri, 1977; Alpert ve Raiffa 1982).

3.2.1.1. Kendine Aşırı Güven Önyargısının Karar Verme Süreçlerine Etkisi

Kendine aşırı güven önyargısının farklı insan grupları arasında yaygın olarak gözlemlendiği görülmektedir. Michailova'nın (2010:5) çalışmasında belirttiği toplum kesimleri ve meslek grupları özetle şu şekildedir;

- Yatırımcılar (Kyle ve Wang, 1997),
- Yöneticiler (Hackbarth, 2008; Malmendier ve Tate,2005,2008),
- Öğrenciler (Fischhoff, Slovic ve Lichtenstein, 1977; Koriat ve diğerleri, 1980),
- Hane halkları (Barber ve Odean, 2001),
- Fon ve portföy yöneticileri (Menkhoff, Schmidt ve Brozynski, 2006; Eshraghi, 2011).
- Finansal kurumlar (Gort, 2007; Pütz ve Ruenzi, 2008; Choi ve Lou, 2008; Palomino ve Sadrieh, 2011:2),
- Klinik psikologlar (Oskamp, 1962),
- Silahlı kuvvet mensupları (Hazard ve Peterson, 1973),
- İstihbarat kurumu çalışanları (Cambridge ve Shreckengost, 1978),
- Aracılar (Neale ve Bazerman, 1991),
- Hukukçular (Wagenaar ve Keren, 1986),
- Mühendisler (Hynes ve Vanmarcke, 1976)
- Bankacılar (Stael von Holstein, 1972)

Bununla birlikte Glaser ve Weber (2007), kendine aşırı güven önyargısının karar verme süreçleri üzerindeki etkisini inceleyen çalışma sayısının yeterli olmadığını ifade etmişlerdir. Bu durumun günümüz için de geçerli olduğu düşünülmektedir.

Ekonomik sistem içerisinde ve finansal piyasalarda yer alan aktörlerin bütünüyle rasyonel hareket edemeyecekleri görüşü, akademik çevrelerde, gün geçtikçe daha fazla kabul görmektedir. Bu nedenle kendine aşırı güven önyargısının etkisinin araştırıldığı bir başka alan ekonomik ve finansal çevrelerdir. Finansal piyasalar ve finansal piyasalarda yer alan aktörlerin irrasyonel finansal kararlarına yönelik olarak yapılan çalışmaların sayısı da her geçen gün artmaktadır. Palomino ve Sadrieh (2011), bu

çalışmaların çoğunlukla kendine aşırı güven davranışsal önyargısı üzerine odaklandığını belirtmektedirler (Kyle ve Wang, 1997; Benos, 1998; Odean, 1998; Wang, 1998, 2001; Daniel ve diğerleri, 1998, 2001; Caballe ve Sakaovics, 2003; Palomino ve Sadrieh; 2011:1).

Yapılan çalışmalara bakıldığında, kendine aşırı güven önyargısı ile bağlantılı ve bu önyargının daha iyi anlaşılmasını sağlayan, **eksik kalibrasyon (miscalibration)**, **ortalamadan daha iyi olma etkisi (better than average effect)**, **kontrol yanılması (Langer, 1975)** ve **iyimserlik (Weinstein, 1980)** ya da **gerçekçi olmayan (aşırı) iyimserlik** gibi çeşitli bulguların mevcut olduğu görülmektedir. Şimdi kısaca bu kavramlara değinilecektir.

Kalibrasyon ve Eksik Kalibrasyon

Kendine aşırı güven ile birlikte kullanılan **eksik kalibrasyon**, kendine aşırı güven önyargısını konu alan çalışmalarda en çok dikkati çeken kavramdır. Eksik kalibrasyon, kendine aşırı güven ile aynı tanıma sahiptir. Kalibrasyon üzerine yapılan çalışmalarda, katılımcılar bir seri genel bilgi sorusuna cevap verirler ve verdikleri her cevaba duydukları doğruluk güvenini belirtmeleri şart koşulur. Kalibrasyon, doğru cevap verilen soruların yüzdesi ile katılımcıların verdikleri cevaplara duydukları güvenin ortalamalarının karşılaştırılması ile test edilir. Bu karşılaştırma sonucunda %P güven düzeyinde verilmiş cevapların yaklaşık doğruluk oranı %P olmalıdır. Eğer böyle bir durum ölçülmemişse cevaplayıcının **eksik kalibre** olduğu söylenir. Bu konuda ileriki başlıklar altında daha detaylı bilgiler verilmiştir. Bununla birlikte yapılan analizler göstermiştir ki insanların büyük çoğunluğu karşılaştıkları olaylar ya da karar durumlarında eksik kalibre olmakta, dolayısıyla kendine aşırı güven önyargısı sergilemektedirler (Lichtenstein, Fischhoff ve Philips, 1977).

Ortalamadan Daha İyi Olma Etkisi

Svenson (1981), kişinin kendisini yetenekli gördüğü herhangi bir konuda ve her koşulda ortalama bir bireyden daha iyi olduğuna inanmasını, kendine aşırı güven ön yargısının kaynağını oluşturduğunu belirtmektedir. Benzer şekilde, Taylor ve Brown (1988),

insanların kendileriyle ilgili olarak gerçekçi olmaktan uzak bir takım pozitif inançlara sahip olduklarını (örneğin kendilerini diğer insanlarla kıyasladıklarında ortalamadan daha iyi yeteneklere sahip olduklarına inanmaları gibi) ifade etmektedir. Kişilerin sergiledikleri bu davranışa **better than average (ortalamadan daha iyi etkisi)** adı verilmiştir. Svenson'un (1981) bu konuda yaptığı çalışmada, öğrencilerin %82'si, %30'luk sürücü popülasyonu arasında kendilerinin en güvenli sürücü olduklarını iddia etmişlerdir.

Kontrol Yanılsaması

Kontrol yanılsaması ise bireylerin olayların sonuçlarına müdahale edebileceklerine ve onların, istedikleri takdirde, farklı şekillenmelerini sağlayabileceklerine olan inançlarını ifade etmektedir. Bir başka deyişle, bir kişinin kendisinin veya bir başkasının kaderini etkileyebileceğine olan olağandışı inancıdır. Kontrol yanılsamasını ilk araştıran ve tanımlayan araştırmacılardan biri Langer'dır (1975).

Kontrol yanılsaması aynı zamanda bir sonuç üzerindeki kontrolün olduğundan daha yüksek olarak algılanması şeklinde de tanımlanmaktadır (Aktaran: Aypay, 2008:27).

Dobelli (2013) "Hatasız Düşünme Sanatı: Yapmamanız gereken 52 düşünce hatası" adlı kitabında kontrol yanılsamasını, "objektif bakıldığında üzerinde herhangi bir gücümüz olmayan şeyleri kontrol etmeyi ya da etkilemeyi başarabildiğimize inanma eğilimidir" şeklinde tanımlamaktadır. Yine aynı çalışmasında kontrol yanılsamasının temelini Jenkins ve Ward tarafından 1965 yılında gerçekleştirilen **ışık deneyine** (Ek 11) dayandığını belirtmektedir.

İyimserlik

Çeşitli çalışmalarda iyimserlik önyargısının kendine aşırı güven önyargısının bir bileşeni olduğu ileri sürülmektedir. Örneğin Malmendier ve Tate (2007), kendine aşırı güven önyargısını kişinin kendi yeteneklerini ve olayların sonuçlarını abartması ve genel anlamda beklentilerinde aşırı iyimserlik göstermesi şeklinde tanımlamaktadırlar. Bununla birlikte Weinstein (1980)'nin de çalışmasında değindiği gibi iyimserlik

kavramı aslında kendine aşırı güvenden farklı bir bilişsel önyargı çeşidi olarak değerlendirilmektedir. Bu nedenle bu çalışma kapsamında da ayrı bir başlık altında ele alınmıştır. **İyimserlik**, ileride de değinileceği üzere, bireylerin gelecekle ilgili olarak sahip oldukları beklentilerinin gerçekçilikten uzak, ütopyik beklentiler olmasını ifade eder. Kontrol yanılmasıyla yakından ilişkili olduğu belirtilir (Weinstein, 1980).

Kendine aşırı güven düzeyinin farklı toplum kesimlerinin, insan gruplarının ve bireylerin aldıkları kararlar üzerindeki etkisini konu alan psikolojik araştırmaları takiben, ekonomik ve finansal sistemin en önemli öğelerinden biri olan işletmelerde alınan finansal kararlar üzerine etkisi de merak edilmeye ve araştırılmaya başlanmıştır.

3.2.1.2. Kendine Aşırı Güven Önyargısının Ölçülmesi

Ekonomik araştırmalarda, katılımcıların doğuştan gelen kendine aşırı güvenlerini ölçen hiçbir geleneksel metot bulunmamaktadır. Bu nedenle çeşitli araçlar ve testler kullanılmaktadır. Fakat her türlü ampirik ve teorik araştırma için geçerli olan durum, bu yöntemlerde tamamen tatmin edici ve kesin sonuçlar alınamadığıdır.

Kendine aşırı güven önyargısının ölçülmesini gerektiren durumlarda ve çalışmalarda, çalışmanın araştırdığı konuya ve katılımcıların yapısına göre değişik şekillerde ölçme yapılmaktadır. Kimi çalışmalarda katılımcılara sorulan sorulara verilen cevaplar ve güven aralıklı ölçeklerle ölçülürken (kalibrasyon), kimi çalışmalarda deney grupları ile kimi çalışmalarda da bireylerin basın yayın kuruluşlarındaki portföylerinin gözlemlenmesi suretiyle ölçüldüğü görülmektedir.

Çalışmanın bundan sonraki başlığı altında bu yöntemler üzerinde durulacaktır. Bu yapılırken özellikle, bu çalışmada da kullanılan, kalibrasyon yöntemine geniş bir şekilde yer verilecektir. Yine kendine aşırı güven önyargısının ölçülmesi ile ilgili olarak bilinmesi gereken bazı temel kavramlara yer verilecektir.

Kendine Aşırı Güven Önyargısının Ölçülmesinde Kullanılan Yöntemler

Literatüre bakıldığında, kendine aşırı güven önyargısının ölçümünün diğer davranışsal önyargılarda da görüldüğü gibi ampirik araştırmalar için de önemli bir zorluk olduğu görülmektedir. Bununla beraber literatürde genel olarak, bu önyargının ölçümüne yönelik 3 farklı ölçüm yönteminin kullanıldığı görülmektedir. Bunlardan birincisi opsiyon temelli yaklaşım (Malmendier ve Tate, 2005, 2008; Billet ve Qian, 2008; Liu ve Taffler, 2008; Campbell ve diğerleri, 2011; Malmendier, Tate ve Yan, 2011; Sen ve Tumarkin, 2015), ikincisi anket temelli yaklaşım (Ben-David, Graham ve Harvey, 2007; Fischhoff ve diğerleri, 1977; Fischhoff ve Lichtenstein, 1977) ve üçüncüsü basın portföyü temelli yaklaşımdır (Malmendier ve Tate, 2005; Hirshleifer, Low ve Teoh, 2012). Bu yaklaşımlardan opsiyon ve basın portföyü temelli yaklaşımlar özellikle büyük ölçekli firmaların CEO ve CFO statüsünde görev yapan yöneticilerinin kendine aşırı güven önyargısının ortaya konulmasını amaçlamaktadır. Bu yaklaşımların öncüleri Ulrike Malmendier ve Geoffrey Tate'dir.

Psikolojik araştırmalar, anket yönteminin uygulanarak kendine aşırı güven önyargısının ölçüldüğü araştırmalarda ve sorulan soru niteliğinin genel olarak zor sorulardan oluştuğu anketler kullanıldığında, kendine aşırı güven önyargısının daha belirgin olarak ölçüldüğünü göstermiştir (Michailova, 2010:15).

Psikolojik araştırmaların bulguları, verilen yargılarda gözlenen önyargıların içinde bulunulan duruma göre farklılaştığını göstermektedir. Örneğin, cinsiyet açısından bakıldığında, bir gruba sorulan sorular diğer grup için de aynı şekilde sorulduğunda, gruplardan biri cevap vermede daha fazla zorlanabilmektedir. Ya da araştırmaya katılım noktasında gruplardan birinin yeteri kadar motive olamaması bir etken olabilir. Başka bir ifadeyle yöneltilen soru ya da yapılan deney, gruplardan birinin diğeri kadar ilgi alanına girmiyor olabilir. Kendine aşırı güveni farklı birey toplulukları üzerinde araştıran araştırmacılar, Russo ve Schoemaker (1992)'in çalışmalarını takiben kendine aşırı güvenin değerlendirilmesinde aralıklı eleme sorularını kullanmışlardır. Bununla birlikte, bu tür soru kalıplarının olağanüstü düzeyde kendine aşırı güven üretme eğilimi gösterdiği belirtilmektedir (Klayman ve diğerleri, 1999).

Güven Aralıklı Anket ve Kalibrasyon Skoru Yöntemiyle Kendine Aşırı Güvenin Ölçülmesi

Pulford (1996) kendine aşırı güven önyargısının ölçülebilmesi için öncelikle, sorulan önyargı sorusuna verilen cevabın doğru ya da yanlış olduğunu onaylayan bir yargı ve bu yargının da güven derecesinin bir ölçeği olması gerektiğini belirtmektedir. Dolayısıyla katılımcılara sorulacak her bir sorunun karşısında bir genel kabul gören doğru ve yanlış cevap yargısı ve cevaplayıcının verdiği cevaba duyduğu güveni ifade eden bir ölçek olmalıdır.

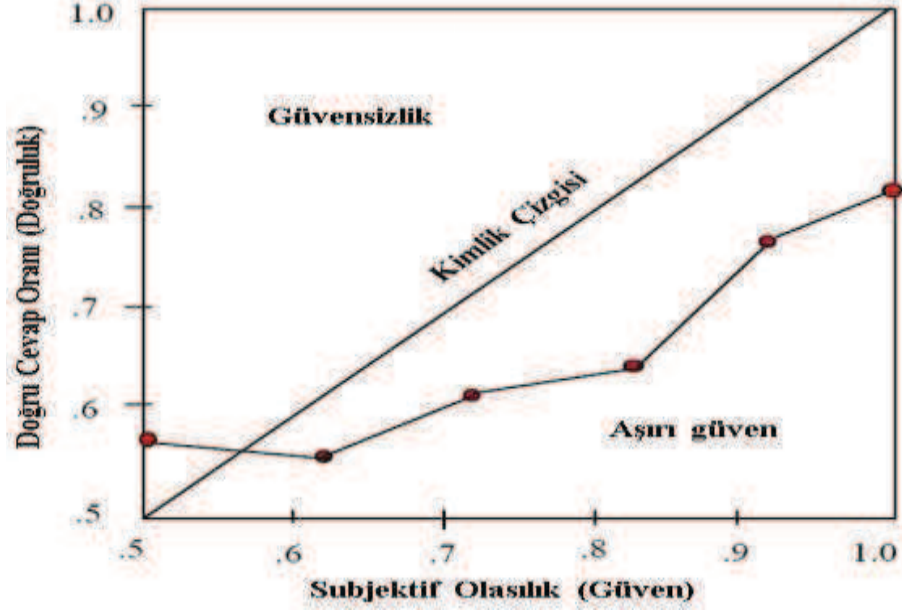
Bir yargı ya da karar durumunda güven, açıklayıcı terimler ile ölçülebileceği gibi daha niceliksel yollarla da (örneğin, inanç ya da kesinlik durumunun kuvvet derecesinin varılan yargının doğruluğunun değerlendirilmesinde subjektif olasılık tahminine dönüştürülmesi) ölçülebilir. Güven genel olarak, belirtilen bir yargının doğruluğuna ilişkin subjektif olasılık tahmini olarak ölçülür (Pulford, 1996). Yani cevaplayıcının verdiği cevabın doğru olduğuna olan güveninin subjektif olasılık tahminidir. Subjektif olasılık tahmini, istatistiki verileri kullanma olasılığı olmadığı durumlarda (örneğin, üretilecek bir ürüne karşı oluşacak talep hakkında fikir sahibi olunabilir ancak hesaplanamaz) yapılan tahminlerdir. Subjektif tahminlerin meydana getirdiği olasılık dağılımına ise “subjektif olasılık dağılımı” denir (Var, 1970).

Bir bireyin yargısının doğru olması ihtimalinin tahmininin subjektif olasılığı, günlük hayattaki terminolojide kullanılan “verilen cevabın doğruluğundan emin olma duygusu” ile ifade edilebilir. Örneğin, “Bu sorunun doğru cevabı %95 olasılıkla A şıkkıdır”, şeklindeki bir ifade “Bu sorunun doğru cevabının A şıkkı olduğundan neredeyse tamamen eminim” şeklindeki ifadeyle, sorunun cevabına yönelik, paralel bir inanç düzeyine işaret etmektedir. Her iki ifadede de küçük bir miktar hata payının bırakıldığı görülmektedir. Bununla birlikte “Bu sorunun cevabının A şıkkı olduğuna %100 eminim.” ya da “ A şıkkı kesinlikle doğru şıktır.” şeklindeki ifadeler ise hiçbir şüpheye yer bırakmayan ifadelerdir.

Tam Aralıklı, Yarı Aralıklı ve Kesikli Aralıklı Ölçekler

Verilen cevaba duyulan güvenin ölçümünde üç çeşit ölçekten yararlanılmaktadır. Bunlar, tam aralıklı, yarı aralıklı ve kesikli aralıklı ölçeklerdir. Bir sorunun yargılanması sürecinde kişilerin kendi cevaplarını üretmesi gerekiyorsa ve sonra verilen cevabın doğru olduğuna duyulan güvenin değerlendirilmesi isteniyorsa ya da yöneltilen sorunun cevabı olarak geniş bir cevap yelpazesi olan durumlarda %0-100 tam aralık ölçeğinin kullanılması tavsiye edilir. Bu ölçek kullanıldığında, örneğin, A şıkkına olan %55 güven aynı zamanda B şıkkına duyulan %45 güveni ifade eder. Bu prensip şu şekilde genelleştirilmektedir; T tercih edilebilecek cevap ya da seçenek sayısı olduğunda güven ölçüm ölçeği $100/T$ den %100' e kadar genişletilebilmelidir (Adams ve Adams, 1961). Tam aralık ölçeği, aynı zamanda, deneklerin ya da cevaplayıcıların verdikleri cevaplarına duydukları güvenin derecesi cevabın doğru olduğu yönünde olduğu durumlarda sınırlı tercihler ya da alternatifler için de kullanılabilir (Pulford, 1996:17).

Yarı aralıklı ve kesikli aralıklı ölçeklerde ise subjektif güven sürekli değişkeni kesikli aralıklar içerisinde ayrılabilir ve doğru cevapların objektif oranı her aralık için ortalama güvene karşı bir grafik üzerinde görülebilir. Bu durum, *kalibrasyon eğrisi* olarak adlandırılmaktadır. Şekilde yarı aralıklı ölçeğin (0.5'ten 1.0'a) kullanıldığı kalibrasyon eğrisi görülmektedir. Konuya ait sadece iki cevap mevcuttur. Grafikte, güvenin tamamen kesinlik durumuna eşit olduğu, mükemmel kalibrasyonun oluştuğu ve herhangi bir şekilde kendine aşırı güven ya da güvensizlik durumlarının söz konusu olmadığı "kimlik çizgisi" görülmektedir. Eğer doğruluk oranı, subjektif olasılıktan (güven) küçük ise kendine aşırı güvenin ortaya çıktığı söylenir. Tersine durumda ise güvensizlik söz konusudur (Murphy, 1973).



Şekil 10: Yarı Aralıklı Ölçeklerde Kalibrasyon Eğrisi

Kaynak: Murphy, 1973

Örneğin, ortalama güvenin %70'e eşit olduğu durumda görece doğruluğun yaklaşık %70 olması gerekir ve güven ve doğruluk arasındaki farklılık istatistiksel olarak hesaplanabilir. Bu tür tutarsızlığın ölçüldüğü yöntemlerden biri kalibrasyon skorudur.

Kalibrasyon Skorunun Hesaplanması

Kalibrasyon skoru hesaplanırken, ilk olarak güven değişkeni kesikli aralık ya da kategorilere (örneğin 0.6-0.69 Aralığına) bölünür. Daha sonra güven ve doğru cevap oranı arasındaki tutarsızlık tüm kategoriler için hesaplanır. Koriat, Lichtenstein ve Fischhoff (1980) kalibrasyon skorunun, yukarıdaki şekil 10'da görülen veri noktaları ile kimlik doğrusu arasındaki karesel farkların ağırlıklı ortalamaları olduğunu belirtmektedirler (Koriat, Lichtenstein ve Fischhoff, 1980:110). Bu ölçeğe göre kusursuz bir şekilde kalibre olmuş bir kişinin skoru "sıfır"dır. Sonuç olarak kalibrasyon (K), güven düzeylerine (r_i) yaklaşık olarak karşılık gelen, gözlenen doğru cevap oranlarının varyansı c_i , güven kategorisindeki (t) cevapların sayısı n_i , T kullanılan cevap kategorilerinin toplamı ve N toplam cevaplar ise aşağıdaki formül ile hesaplanır (Murphy, 1973; Jonsson ve Allwood, 2003);

$$K = \frac{1}{N} \sum_{t=1}^T n_t (r_t - c_t)^2 \quad (8)$$

Bununla birlikte kendine aşırı güven önyargısının ölçeği, doğruluk ve tutarsızlık ölçeğinden biraz daha farklıdır. Kendine aşırı güven önyargısının ölçeğinde, önyargının, aşırı güvenin mi yoksa güvensizliğin mi göstergesi olduğunu belirtmek için, pozitif ve negatif işaretler muhafaza edilir. Kendine aşırı güven önyargısı aşağıdaki formül ile hesaplanır (Murphy, 1973; Jonsson ve Allwood, 2003),

$$\text{Kendine Aşırı Güven/Güvensizlik} = \frac{1}{N} \sum_{t=1}^T n_t (r_t - c_t) \quad (9)$$

Bu formül biraz daha basit bir şekilde ifade edilirse, kendine aşırı güven, ortalama güven skoru x ile ortalama doğru cevap oranı c (doğruluk) arasındaki farka eşit olacaktır.

$$\text{Kendine Aşırı Güven/Güvensizlik} = x - c \quad (10)$$

Çalışmada Kullanılan Kendine Aşırı Güven Önyargısı Ölçeği

Farklı alanlarda araştırma yapan bilim insanları (meteoroloji uzmanları, istatistikçiler ve psikologlar), güven yargısının ve bunun doğruluk ile ilişkisinin incelenmesine ayrı bir önem vermektedirler (Budescu, Erev, Wallstein ve Yates, 1997; Gigerenzer ve diğerleri, 1991; Harvey, 1997; Lichtenstein ve diğerleri, 1982; McClelland ve Bolger, 1994; Klayman, Soll, Gonzales-Vallejo ve Barlas, 1999). Belirsizlik altında yargıya varma ya da karar verme konusu bağlamında yapılan çalışmaların belirttiği üzere bireyler çoğunlukla kendine aşırı güvene sahiptirler. Kahneman ve Tversky (1973), bu olguyu birbiriyle ilişkisi olmayan tahminler şeklinde ölçerken; Alpert ve Raiffa (1982), geniş ve dar güven aralıkları bağlamında ele almışlardır. Ancak bu önyargının çoğunlukla kalibrasyon çalışmaları ile ortaya çıkarıldığı ya da ölçüldüğu görülmektedir (Brenner, Koehler, Liberman ve Tversky, 1996:212).

Bununla birlikte kalibrasyon çalışmaları, bireylerin verdikleri cevaplara ya da vardıkları yargılara olan güvenlerinin çoğunlukla doğru cevap ya da yargı oranından çok daha yüksek olduğunu ortaya koymaktadır (Keren 1997; Lichtenstein ve diğerleri, 1982; McClelland ve Bolger, 1994; Yates, 1990; Brenner ve diğerleri, 1996).

Brenner ve diğeri (1996) kendine aşırı güvenin, ortalama güven ile genel doğru arasındaki fark olarak ifade edildiğini belirtmektedirler. Aynı zamanda, kendine aşırı güven ile doğruluk arasında negatif bir korelasyonun varlığından söz etmektedirler.

Kişilerin kendine aşırı güvenlerinin belirleyicisi, soruların nasıl seçildiğinden çok, seçilen soruların zorluk seviyeleridir. Soruların zorluk seviyeleri arttıkça kendine aşırı güven düzeyi de artmaktadır (Brenner ve diğeri,1996:213, Klayman ve diğeri, 1999:217). Zorluk ise doğru cevapların yüzdesi olarak ölçülür (Gigerenzer ve diğeri, 1991:506).

Klayman ve diğeri (1999), %90 güven aralıklı ölçek kullandığı çalışmada sorduğu sorulara ya da yargı durumlarına verilen yanıtların doğruluk oranını %43 olarak bulmuşlardır. Jonsson ve Allwood (2003), güven aralığının %90 - %99 olduğu durumlarda doğruluk oranının %30 - %39 aralığında olacağını belirtmektedir.

Lichtenstein ve diğeri (1982) tarafından yapılan çalışmada ise katılımcılar verdikleri cevabın doğruluğuna %70 oranında güvendiklerini belirttiklerinde doğru cevap oranının %60, %90 oranında güvendiklerini belirttiklerinde ise %75 oranında doğru cevap verdiklerini ifade etmektedir. Klayman ve diğeri (1999), kendine aşırı güven önyargısı güven aralıklı yargı durumlarını içeren anketler kullanıldığında daha güçlü ölçüldüğünü ifade etmektedir. Bir başka çalışmada ise Russo ve Schoemaker (1992), işletme yöneticilerinin %90 güven aralığında sorulan sorulara verdikleri cevabın doğruluk oranının %42 ile %62 arasında değiştiğini belirtmektedirler.

Klayman ve diğeri (1999), kendine aşırı güvenin ölçülmesinde kullanılan kalibrasyon yöntemlerinin daha doğru ve güvenilir sonuçlar verdiğini belirtmektedir. Bunun nedenini, kendine aşırı güvenin bu yöntemle daha açık bir şekilde ortaya çıkması, etki alanlarının (sorular ya da yargı durumları) ve bireyler arasındaki farklılıkların güçlü bir şekilde ortaya konulması olarak açıklamaktadır.

Bu çalışmada, kendine aşırı güven önyargısının ölçülmesi amacıyla, daha önceki çalışmalarda (Lichtenstein, Fischhoff ve Phillips, 1982; Alpert ve Raiffa, 1982;

Klayman, Soll, Gonzales-Vallejo ve Barlas, 1999; Johnson ve Allwood, 2003; Biais, Hilton, Mazurier ve Pouget, 2005; Parker ve Fischhoff, 2005; Russo ve Schoemaker, 1992; Keh ve diğerleri, 2002; Michailova, 2010) da kullanıldığı gözlenen ve diğer yöntemlere göre daha güvenilir sonuçlar verdiği ifade edilen güven aralıklı anket ve kalibrasyon skoru (KALSKO) kullanılacaktır.

Anket 10 sorudan oluşmaktadır ve katılımcıların KALSKO'su bu 10 soruya verdikleri cevap aralıklarının doğru cevabı kapsama sayısına göre hesaplanacaktır (EK 2 ve 3). KALSKO'nun hesabında güven aralığı, soruların zorluğu göz önüne alınarak %70 olarak belirlenmiştir. KALSKO aşağıdaki formül ile hesaplanmıştır (Klauss, 2006; Glaser ve Weber, 2007);

$$\text{Kalibrasyon} = 1 - \frac{10 - \text{doğru cevabı kapsamayan cevap aralığı sayısı}}{7} \quad (11)$$

İyi kalibre olmuş bir katılımcı sadece “3” hata yapacağı için KALSKO “0” olacak ve bu katılımcı “rasyonelite” sergileyecektir. Eğer katılımcının tüm sorular için verdiği cevap aralığı doğru cevabı kapsayacak şekilde verilmiş ise bu katılımcı “güçlü kendine aşırı güven” sergileyecektir. Bunun tersi olarak tüm cevaplar doğru cevabı kapsayacak şekilde verilmiş ise bu katılımcı “düşük güvene sahip” katılımcı olarak karakterize edilecektir (Russo ve Schoemaker, 1992; Simon, Houghton ve Aquino, 2000; Fitzsimmos ve Douglas, 2005; Klauss, 2006).

Keasey ve Watson (1989), doğruluk ve güven ilişkisi üzerinde etkisi olan dört faktörden söz etmektedir. Bunlar, görevin karmaşıklığı, verilen geri bildirim miktarı, örneklemin motivasyon düzeyi ve örneklemin yeteneğidir. Görev karmaşıklığı ya da zor-kolay etkisi olarak adlandırılan durum, kendine aşırı güvenin soruların zorluk derecesiyle beraber artması neticesinde ortaya çıkmaktadır. Zorluk, doğru cevapların yüzdesi ile ölçülür (Gigerenzer, Hoffrage ve Kleinbölting, 1991:506). Diğer faktörlerle ilgili detaylı bilgilere Pulford (1996)'un çalışmasında ulaşılabilir.

Çalışmanın bundan sonraki bölümlerinde kendine aşırı güven önyargısının firmaların finansal kararları üzerindeki etkisi, literatürden yola çıkılarak açıklanacaktır.

3.2.1.3. Kendine Aşırı Güven Önyargısının Firmalarda Karar Verme Süreçlerine Etkisi

Literatürde bu konuda yapılan çalışmalara bakıldığında, yöneticilerin kendi yeteneklerini ve işletme faaliyetlerinin olası sonuçlarını abarttıklarının ortaya konduğu görülmektedir. Langer (1975) ile March ve Shapira (1987), yöneticilerin faaliyetlerinin çıktılarını üzerinde tamamen kontrol sahibi olduklarına inandıklarını ve bu nedenle kendilerine olan güvenleri olası kötü senaryoları görmezden gelmelerine neden olduğunu belirtmektedirler. Alicke ve diğerleri (1995) kendine aşırı güven önyargısının, bireyler genelinde performans karşılaştırmasının güç olduğu durumlarda daha güçlü gözlendiğini belirtmektedirler. Camerer ve Malmendier (2007), yöneticilerin aldıkları kararlarda kendine aşırı güven önyargısından etkilendiklerini ortaya koyan çalışmaların, ortalamadan daha iyi olma ve düşük firma riski algısı (Larwood ve Whittaker, 1977; Moore, 1977) bağlamlarında daha anlaşılır olduğunu ifade etmektedirler.

Kendine aşırı güveninin firmalarda alınan finansal kararlar üzerindeki etkisini konu alan ilk çalışmalardan biri Roll (1986)'a aittir. Roll, çalışmasında, kendine aşırı güvenin birleşme kararları üzerindeki etkisini incelemiş ve “kibir” hipotezini ileri sürmüştür. Buna göre, kurumsal devralmalar sırasında, bireysel karar vericilerin kendilerine olan aşırı güvenleri, gereğinden fazla fiyat biçmelerine ve ödeme yapmalarına neden olmaktadır.

Yöneticilerin karar verme süreçleri davranışsal önyargularından her koşulda etkilenmektedir. Malmendier ve Tate (2002) Forbes 500 listesindeki firma yöneticilerinin kendine aşırı güvenlerini test ettikleri çalışmalarında, inceledikleri firma yöneticilerinin büyük çoğunluğunun kendine aşırı güven önyargısını sergilediklerini ortaya koymuşlardır. Bu etki aynı zamanda firmaların yatırım kararlarını da önemli derecede etkilemektedir. Malmendier ve Tate, çalışmalarında yatırım düzeyi ile nakit akımları düzeyini yöneticilerin kendine aşırı güvenleri ve piyasa fiyatı bağlamında değerlendirmektedirler. Yaptıkları analizlerin sonucunda, kendine aşırı güven önyargısının, yatırımın nakit akımlarına karşı duyarlılığının açıklanmasında güçlü bir faktör olduğunu ortaya koymaktadırlar (Lai, 2011).

Heaton (2002), kendine aşırı güvenin finansal kararlar üzerindeki etkisini incelediği çalışmasında, bireylerin aşırı güvenli (March ve Shapira, 1987) ya da iyimser (Weinstein, 1980) oldukları görüşünü destekleyen psikolojik araştırmalara değinmektedir. Heaton, yöneticilerin kontrol edebileceklerine inandıkları ve taahhüt ettikleri faaliyet sonuçları ile ilgili konularda çok daha fazla iyimser olduklarını belirtmektedir. Bunlar, yöneticilerin firmalarının faaliyetleriyle ilgili verdikleri kararların başarısında, kendilerine aşırı güvenlerinin etkisinin olabileceği görüşünü desteklemektedir. Yöneticiler kendine aşırı güvene sahip olduklarından, firmalarının hisse senedi değerlerinin düşük değerlendirildiğine inandıklarını belirtmektedir. Bu da Myers ve Majluf tarafından ortaya konan eksik fiyatlama probleminin varlığına işaret etmektedir. Yöneticiler, serbest nakit akışlarının (tamamen özsermaye ile finanse edilen bir firmanın vergi sonrası nakit akışları) yararlı olduğu durumlarda pozitif net bugünkü değerli projeleri gözden kaçırabilmekte ya da dikkate almama eğilimi gösterebilmektedirler.

Malmendier ve Tate (2005) tarafından yapılan bir başka çalışmada da, yine yönetsel kendine aşırı güvenin, yatırımlardan elde edilmesi beklenen nakit akışlarına olan duyarlılığı arttırdığı ifade edilmektedir. Kendine aşırı güvenen yöneticilerin yaptıkları yatırımların getirisini abarttıklarını ve yatırım düzeylerinin nakit akışlarına bağlı olarak gerçekleştiğini ve iç kaynaklarla finansmana yatkın olduklarını ifade etmektedirler.

Malmendier ve Tate (2008), bir başka çalışmada, firmaların kendi kaynakları bakımından zengin oldukları durumlarda yüksek düzeylerde satın alma yatırımları yaptıklarını, bununla birlikte, kendine aşırı güvenen yöneticilerin getiri elde etme konusunda yeteneklerini abarttıkları ve birleşme ve satın almalar konusunda daha fazla risk altında buldukları sonucuna ulaşmışlardır. Malmendier, Tate ve Yan (2011) kendine aşırı güvenen işletme yöneticilerinin sermaye yapısı teorilerinden finansal hiyerarşi teorisine uygun hareket ettiklerini ve borçlanmanın özsermaye ile finansmandan daha yüksek olmasını tercih ettiklerini ifade etmektedirler. Aynı çalışma, kendine aşırı güvenen yöneticilerin yatırım projelerinin nakit akışlarına olan yüksek duyarlılıklarını ortaya koymaktadır.

Galasso ve Simcoe (2011), yönetici kendine aşırı güveninin inovasyon yatırımlarını arttırdığını ortaya koymuşlardır. Ayrıca, yöneticilerin, kendilerine aşırı güven önyargıları ile yenilikçiliğe açıklık davranışları arasında pozitif bir ilişki bulmuşlardır.

Schrand ve Zechman (2012), kendine aşırı güvenen yöneticilerin geleceğe yönelik iyimser tahminler yaptıklarını ve bu tahminlerini tutturmak için yüksek düzeyde yanıltıcı ve gerçek dışı işlemlere ve kazanç yönetimlerine yöneldiklerini ortaya koymuşlardır.

Davranışsal önyargıların yöneticilerin kararlarına etkisini ele alan çalışmalardan biri de Shefrin (2001) tarafından yapılmıştır. Shefrin bu çalışmasında, kendine aşırı güven ve kayıptan kaçınma önyargılarını, Sony ve Syntex şirketleri üzerinden verdiği iş hayatından örnekler ile açıklamaktadır. Sonuç olarak, kendine aşırı güven ve kayıptan kaçınma önyargılarının yöneticilerin karar verme süreçleri üzerinde önemli bir rol oynadığını ifade etmektedir.

Çalışma kapsamında üzerinde durulacak ve davranışsal işletme finansı literatüründe incelenen başlıca finansal kararlar, firmaların sermaye yapısı, yatırım ve kar dağıtım kararlarını içermektedir. Bunlara ilave olarak, çalışmada birleşme ve devralmalar ile Ar-Ge ve inovasyon kararları üzerindeki davranışsal önyargıların etkisi de incelenmiştir.

Çalışmanın bundan sonraki başlıkları altında, kendine aşırı güven önyargısının firmalarda alınan temel finansal kararlar üzerindeki etkisini içeren literatür özetlenmiştir.

3.2.1.4. Kendine Aşırı Güven ve Sermaye Yapısı Kararları

Literatüre bakıldığında, kendine aşırı güven önyargısının sermaye yapısı kararları üzerindeki etkisini inceleyen çok sayıda çalışmanın mevcut olduğu görülmektedir (Statman ve Caldwell, 1987; Kahneman ve Lovallo, 1993; Stein, 1996; Shefrin, 1999; Malmendier ve diğerleri, 2005a, 2005b, 2008, 2011; Gervais ve diğerleri, 2002, 2003; Hackbarth, 2002; Oliver, 2005; Ben-David ve diğerleri, 2006; Barros ve Silveria, 2007; Fairchild 2007; Goel ve Thakor, 2008; Fairchild, 2009).

Shefrin, 1999 yılında yaptığı çalışmada, kendine aşırı güvenen yöneticilerin aşırı derecede borç yüklü ve optimal olmayan bir sermaye yapısını benimseme eğilimi sergileyebileceklerini belirtmektedir (Fairchild, 2007:4). Shefrin gibi yönetsel kendine aşırı güvenin sermaye yapısı kararları üzerindeki etkisini inceleyen bir başka araştırmacı Hackbarth (2002)'dir. Hackbarth (2002), kendine aşırı güven önyargısının, yöneticilerde yüksek düzeylerde borçlanma eğilimini beraberinde getirdiğini belirtmektedir. Hackbarth, çalışmasında geliştirdiği modelinin iki versiyonundan bahsetmektedir. Bunlardan birincisinde, yöneticilerden hisse senedi sahiplerine yönelik faaliyetler dikkate alınmaktadır. Amaç, algılanan firma değerini maksimize etmektir (borcun iflas maliyetlerine karşı işlem dışı vergi avantajları). Kendine aşırı güvenen yöneticilerin borcu öz sermayeye göre daha düşük değerlemeleri, rasyonel yöneticilere oranla daha fazla borçlanma düzeyine ulaşmaları sonucunu doğurmaktadır. Hackbarth'ın modelinin ikinci versiyonuna göre serbest nakit akışlarında vekalet problemi söz konusudur (Jensen, 1986). Kendine aşırı güvenen yöneticiler, rasyonel yöneticilere göre yüksek düzeylerde borçlanma yolunu tercih etmektedirler. Bu durum, yönetici ve hissedar hedeflerini aynı noktaya çekerek serbest nakit akışı probleminin azaltılmasına hizmet etmektedir (Fairchild, 2007:5).

Hackbarth (2004a) bir başka çalışmasında, yönetsel kendine aşırı güvenin etkisini geniş bir çerçevede ele almaktadır. Kendine aşırı güvenen yöneticilerin yüksek düzeylerde borçlandıklarını, çok sık olarak yeni borç kullandıklarını, finansal hiyerarşi teorisinin varsayımlarını takip etme ihtiyacı hissetmediklerini ve zamanında sermaye yapısı kararları eğilimi gösterdiklerini ifade etmektedir. Hackbarth (2004b), tahvil sahibi/hissedar çatışmasında yönetsel kendine aşırı güvenin etkisini dikkate alarak, kendine aşırı güvenin yetersiz yatırım sorunlarının etkisini azaltabileceğini buna karşın risk kayması sorunlarını ise derinleştirebileceğini belirtmektedir (Fairchild, 2007:5).

Kendine aşırı güven önyargısının firma ve yönetici kararlarına etkisini inceleyen bir diğer çalışma ise Fairchild (2009) tarafından yapılmıştır. Fairchild bu çalışmasında geliştirdiği finansal model ile yönetsel kendine aşırı güveni ve vekalet problemlerini birlikte alarak, bunların yöneticinin borçlanma kararlarına ve firma değerine etkisini incelemektedir. Çalışmada, kendine aşırı güvenen yöneticilerin sahip oldukları

yeteneklerini abartma ve finansal sıkıntı maliyetlerini hafife alma eğilimi sergilediklerini belirtmektedir. Bu noktadan hareketle oluşturduğu ilk model, kendine aşırı güven ile borçlanma arasında pozitif bir ilişki olduğunu öngörmektedir. Bununla birlikte, Fairchild kendine aşırı güvenin firma değeri üstündeki etkisinin belirsiz olduğunu ve hangi hakim faktöre bağlı olduğunun bilinmediğini belirtmektedir. Yüksek düzeyde faaliyet hacminin pozitif etkisi mi, yoksa yüksek düzeyde borçlanma ve beklenen finansal sıkıntının negatif etkisi mi etkiler bu net değildir. İkinci modelde, yönetici serbest nakit akımları kullanmaya ve firmaya özgü bir yatırım yapmaya yönelik bir teşvike sahiptir. Bu durum değer düşüklüğü yaratabilecek bir unsurdur. Birinci modelin aksine kendine aşırı güven, borçlanma düzeyinde bir azalışa neden olabilir²⁰ (Fairchild, 2009).

Malmendier ve diğerleri (2011), kendine aşırı güvenen yöneticilerin, dış kaynaklarla finansmanın çok daha maliyetli olduğuna olan inançlarından dolayı iç kaynaklarla finansmanı tercih ettiklerini belirtmektedir. Bununla birlikte, aynı yöneticilerin, özel hayatlarında yüksek miktarlarda borçlanabildiklerini ortaya koymuşlardır (örneğin bir ev satın almak için yapacakları harcamalarında).

Fairchild (2007), gözlemlenebilir yönetsel önyargı ölçekleri bulmanın zorluğuna rağmen yönetsel kendine aşırı güven ile sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalara sıklıkla rastlanıldığını belirtmektedir. Örneğin, Malmendier ve Tate (2005b, 2005c) yönetsel kendine aşırı güven göstergesi olarak hisse senedi opsiyonu kullanım kararlarını kullanmışlardır. Yine aynı araştırmacıların kullandığı bir başka gösterge ise basında çıkan yöneticilerle ilgili haberlerin içerik analizi yoluyla incelenmesidir. Oliver (2005), Michigan Üniversitesi Tüketici Güven Endeksi'ni kullanmıştır. Barros ve Silveira (2007), kendine aşırı güvenin ölçümünde girişimci/girişimci olmayan sınıflandırmasını kullanmaktadır. Barros ve Silveira (2007), kendine aşırı güven göstergesi olarak girişimci ve girişimci olmayan sınıflandırmasını kullanmışlardır. Kullanılan ölçeklerin farklılık arz etmelerine rağmen yapılan çalışmalarda kendine aşırı

²⁰ Rasyonel yönetici yeni bir projenin değer düşüklüğü yaratabileceğini bilir, yüksek düzeyde borçlanmayı tercih eder ve yatırım yapmayı düşünmez. Kendine aşırı güvenen yönetici ise yeni yatırımların değer artırıcı olduğu algısına sahiptir ve yatırım amacıyla borç miktarını azaltır (Fairchild, 2009).

güven ile borçlanma arasında pozitif bir ilişki bulunduğu görülmektedir. (Fairchild, 2007:5).

3.2.1.5. Kendine Aşırı Güven ve Yatırım Kararları

Malmendier ve Tate (2004) çalışmalarında, Forbes 500 listesinde yer alan CEO'ların yatırım kararlarını ve kişisel portföylerini incelemiştir. Kendine aşırı güvenen yöneticilerin, özellikle özsermayeye bağımlı firmalarda, yaptıkları yüksek düzeyde firma yatırımlarına karşı duyarlılık sergilediklerini belirlemiştir. Kendine aşırı güvenen yöneticileri, firma spesifik risklerini azaltmada başarısız olan yöneticiler olarak tanımlamaktadırlar.

Bununla birlikte, yönetsel kendine aşırı güven nedeniyle yöneticilerin, negatif net bugünkü değerli projeleri pozitif getirili proje olarak algılama eğilimi de gösterebildikleri ifade edilmektedir (Heaton, 2002). Serbest nakit akışları, firmalar için karlı projeleri gözden kaçırma riski içerdiğinden Jensen (1986)'nin de belirttiği üzere olumsuz sonuçlar doğurabilmektedir. Bu nedenle Heaton, yönetsel kendine aşırı güvenin optimal bir serbest nakit akımları düzeyini teşvik ettiğini ve Myers ve Majluf ile Jensen'in ortaya koyduğu problemi ortadan kaldırdığını öne sürmektedir.

Yatırımlardaki hataları ya da bozulmaları açıklama yönünden iki geleneksel yaklaşım söz konusudur. Bunlardan birincisi, yöneticiler ve hissedarlar arasındaki çıkar çatışmalarıdır (Jensen ve Meckling, 1976; Jensen, 1986). Diğeri ise firma içinkilerle sermaye piyasası arasındaki asimetrik bilgidir (Myers ve Majluf, 1984). Her iki durumun ortaya çıkmasının nedeni, yatırımların nakit akımlarına duyarlı olmasıdır.

Malmendier ve Tate (2004), kendine aşırı güvenen yöneticilerin sistematik bir şekilde yaptıkları yatırım projelerinin getirilerini abarttıklarını ifade etmektedirler. Yatırım projeleri için yeterli iç kaynağa sahip iseler ve sermaye piyasası ya da firma yönetim mekanizması tarafından belli kurallara bağımlı değillerse, bu durumda mümkün olan en yüksek düzeyde yatırım yaparlar. Eğer iç kaynaklar yeterli değilse bununla birlikte yeni

hisse senedi ihracına hisse senetlerinin piyasada düşük değeriendiğini düşünmelerinden dolayı isteksiz iseler sonuç olarak yatırımı durdururlar.

Kendine aşırı güvenen yöneticilerin büyük riskler aldıkları, yatırım projelerine yüksek miktarlarda paralar bağladıkları ve önemli yeniliklere imza attıkları belirtilmektedir. Proje tercihinde kendine aşırı güven önyargısı, beklenen nakit akımlarının abartılı tahmin edilmesi ve risk unsurunun düşük tahmin edilmesi şeklinde kendini göstermektedir (Hirshleifer, Low ve Teoh, 2012:1458). Yan-xi ve Min (2012), kendine aşırı güvenen yöneticiler tarafından yönetilen firmalarda gerçekleşen yatırım harcaması miktarının, aynı sektördeki diğer firmalarda görev yapan rasyonel yöneticiler tarafından yapılan yatırım harcamalarının miktarına göre belirgin şekilde daha fazla olduğunu ifade etmektedirler. Aynı zamanda, devralma kararları üzerinde kendine aşırı güvenin bir etkisinin olmadığını belirtmektedirler. Bununla birlikte kendine aşırı güvenen yöneticilerin, yatırımlardan beklenen nakit akımlarına karşı oldukça duyarlı olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Roll (1986), kendine aşırı güven önyargısının devralma yatırımlarını teşvik ettiğini belirtmektedir. Malmendier ve Tate (2003;2005), kendine aşırı güvenen yöneticilerin genel olarak, kendi kaynakları el verdiği takdirde, birleşme ve devralma işlemlerini gerçekleştirmeye daha yatkın oldukları sonucuna ulaşmışlardır (Malmendier ve Tate, 2005:655). Kendine aşırı güvenin devralma ve birleşmeler üzerindeki etkisini araştıran çalışmaların diğer bir bölümü, Liu ve Taffler (2008), Billett ve Qian (2008), Bressane ve Maia (2010), Malmendier, Tate ve Yan (2011) tarafından yapılmıştır.

Doukas ve Petmezas (2007), kendine aşırı güvenen ve rasyonel yöneticilerin gerçekleştirdikleri devralma işlemlerini karşılaştırmışlardır. Buna göre, devralma işlemlerinde, üzerinde anlaşılan maddelerin getirileri ve devralınan firmaların uzun vadeli performanslarının, rasyonel yöneticilere göre önemli derecede düşük olduğunu belirtmektedirler.

Konuya farklı bir açıdan yaklaşarak yapılan bir başka çalışma Ferris ve diğerleri (2013)'ne aittir. Yazarlar bu çalışmada, yönetici kendine aşırı güveninin uluslararası

devralma ve birleşme faaliyetlerini açıklamadaki rolünü incelemişlerdir. Bu çalışmanın bulgularına göre kendine aşırı güven önyargısının, yöneticiler tarafından yapılan devralma ve birleşme tekliflerinin sayısının, çeşitlendirilmiş ve çeşitlendirilmemiş devralmaların frekanslarının ve birleşme faaliyetinin finansmanı için kullanılan nakitin açıklanmasına yardımcı olduğu belirtilmektedir. Çalışmalarında ayrıca, ülkeler arası karşılaştırma yapıldığında, regülasyonlar, sermaye piyasaları ve toplumların kültürlerinde gözlenen farklılıklardan dolayı kendine aşırı güven önyargısı ve etkisinin, tek bir homojen çevrede ölçümlenenden farklı olabileceğini öne sürmektedirler. Araştırmacılar aynı zamanda, kendine aşırı güven önyargısı sahibi yöneticilerin, iç kaynaklarla finansmanı, dış kaynaklarla finansmana tercih ettiklerini ve devralma ya da birleşmeleri, aynı endüstri veya sanayi kolunda yer alan firmalar ile yapmayı tercih ettiklerini belirtmektedirler.

Genel olarak, bu konu üzerine yapılan çalışmaların ulaştıkları ortak sonuç, kendine aşırı güven önyargısının devralma ve birleşmelerin performansları üzerinde olumsuz etkiler bıraktığı ve devralan firmanın ortaklarının refahını olumsuz etkilediği şeklindedir (Vrabel, 2015:24).

3.2.1.6. Kendine Aşırı Güven ve Kar Dağıtım Kararları

Davranışsal işletme finansı literatüründe, firmaların, yatırım, sermaye yapısı satın alma ve birleşme kararlarının sıklıkla incelendiği görülmekle beraber firmaların en önemli karar verme aşamalarından biri olan kar dağıtım kararları üzerinde nispeten daha az durulduğu dikkati çekmektedir. Bununla birlikte kar dağıtım politikalarını davranışsal açıdan ele alan ilk çalışmalardan biri Sheffrin ve Statman (1984)'nın, "Explaining Investor Preference for Cash Dividends" başlıklı eserleridir. Yazarlar bu çalışmalarında, yatırımcıların nakit kar paylarını tercih etmeleri altında yatan nedeni, karar verme davranışının iki teorisi ile açıklamaktadır. Bunlardan biri Thaler ve Shefrin (1981) tarafından ortaya konan, "kendi kendine kontrol (self-control)" diğeri ise "beklenti teorisi (Kahneman ve Tversky, 1979)"dir. Bu konuda yapılan ve ilklerden biri sayılabilecek bir başka çalışma ise Baker ve Wurgler (2004) tarafından yapılan, "A Catering Theory of Dividend" adlı eserdir. Bu çalışmada, kar payı ödeme kararlarının

firma üzerinde geniş hakimiyeti bulunan yatırımcılar tarafından yönlendirildiğini ileri sürmektedirler. Buna göre yatırımcılar, kar payı ödemesi yapanlar üzerine hisse senedi primi koyduklarında, yöneticiler ya da mükellefler kar payı ödemesi yaparak ve yatırımcıların kar payı ödemesi yapmayanları tercih etmeleri durumunda ise ödeme yapmayarak bu tür yatırımcıların talebini karşılama arzusu taşımaktadırlar. Çalışmalarında geliştirdikleri modelin öngörüsüne göre temettü ödemesi, hisse senedinin temettü primine (bazen de iskonto oranına göre) bağlı olarak şekillenmektedir. Özet olarak, yatırımcıların irrasyonel davranışları rasyonel yöneticilerin kar dağıtım politikalarını belirlemektedir.

Kar dağıtım politikası ile kendine aşırı güven önyargısı arasındaki ilişkiyi doğrudan inceleyen ilk çalışma ise Deshmukh, Goel ve Howe (2009) tarafından yapılmıştır. Araştırmacılar bu çalışmalarında, yönetici kendine aşırı güveninin kar payı ödemeleri üzerindeki etkisini konu alan bir model geliştirerek bu modeli ampirik olarak incelemişlerdir. Çalışmanın bulgularına göre kar payı ödeme oranı, kendine aşırı güvenen yöneticiler tarafından yönetilen firmalarda daha düşüktür. Bu azalma büyüme fırsatları sınırlı olan, düşük nakit akımlarına sahip ve asimetric bilginin yoğun olarak gözlemlendiği firmalarda yönetimsel kendine aşırı güven ile bağlantılı olarak ortaya çıkmaktadır. Aynı araştırmacıların 2013 yılında yaptıkları bir başka çalışmada ise kendine aşırı güvenen yöneticilerin, dış borçlanma alternatifini iç kaynaklarla finansmana göre daha maliyetli gördüklerinden, mevcut kar paylarını düşük tutarak gelecekte yapılması planlanan yatırımlar için finansman olanağı sağlamak istedikleri belirtilmektedir (Deshmukh, Goel ve Howe, 2013:441). Özet olarak, yönetici kendine aşırı güveninin, kar payı ödemeleri ile negatif ilişkili olduğunu yapılan çalışmalarda da görmekteyiz.

Yine aynı araştırmacıların belirttiği gibi, kar dağıtım politikaları üzerine mevcut literatür, sadece yatırım ve finansman kararlarının, kar payı dağıtım politikalarını belirleyemeyeceğini göstermektedir. Bu noktadan hareketle kendine aşırı güvenen bir firma yöneticisi yüksek düzeyde yatırım yapma ihtiyacı hissettiği durumlarda kar payı ödemelerini kısabilir (Ben-David ve diğerleri 2007) ya da mevcut yatırımlarından elde edeceği nakit akımları beklentisi yüksek ise kar payı ödemelerini daha yüksek

düzeylede yapmayı tercih edebilir (Wu ve Liu, 2011). Bu gibi nedenlerle kendine aşırı güvenin, yöneticilerin kar dağıtım politikaları üzerinde nasıl bir etkisinin olduğu henüz yeteri kadar araştırmaya konu olmamış ucu açık bir sorudur (Deshmukh, Goel ve Howe, 2010:441).

Kendine aşırı güvenen yöneticilerin firmaları ile ilgili olarak gelecekteki beklentilerinin güçlü olması, rasyonel yöneticilerin alamayacakları kararları almalarına zemin hazırlamaktadır. Örneğin, kendine aşırı güvenen yöneticilerin firmalarının değerinin olması gerekenden düşük değerlendirildiğine olan inançları nedeniyle hisse senedi ihracından kaçındıkları belirtilir. Bu tarz yöneticiler aynı zamanda, her ne kadar gerçek ekonomik çevre aksini gösterse de, firmalarının çok sayıda ve iyi nitelikte yatırım fırsatlarına sahip olduklarına inanırlar. Cordeiro (2009) böyle bir senaryo altında likidite kavramının, kendine aşırı güvenen yöneticiler için en son dikkate alacakları bir olgu olabileceğini ifade etmektedir. Corderio yaptığı çalışmada, kendine aşırı güvenen yöneticilerin kar payı ödemesi yapma noktasında isteksiz olacaklarını belirtmektedir. Bununla birlikte, kar payı dağıtımını yapsalar dahi aynı sektörde ve iş kolunda faaliyet gösterdikleri diğer firmalardan daha düşük oran ve miktarlarda yapacaklardır (Cordeiro, 2009:3). Toshio ve Peng (2012) ise kendine aşırı güvenen yöneticilerin daha fazla kar payı ödemesi yaptıklarını ileri sürmektedirler.

Anouar ve Juhel (2014), kendine aşırı güven önyargısı ile kar payı ödemeleri arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmalarının bulgularına göre kar payı ödemeleri kendine aşırı güven önyargısından etkilenmektedir. Rasheed, Sadaqat ve Chughtai (2012), Pakistan'da, Pakistan Borsasında işlem gören 62 firma üzerine yaptıkları araştırmada kendine aşırı güven önyargısı ile kar payı ödemeleri arasında zayıf bir ilişki bulduklarını belirtmektedirler. Hu, Lv ve Hu (2013), Çin Borsası'nda işlem gören firmalar üzerine yaptıkları çalışma sonucunda yönetimsel kendine aşırı güven ile kar payı ödemeleri arasında negatif bir ilişki tespit etmişlerdir.

3.2.2. Kayıptan Kaçınma

Kayıptan kaçınma, bireylerin, kayıplara karşı kazançlara oranla daha duyarlı olmalarını ifade etmektedir. Kahneman ve Tversky (1979) ve Tversky ve Kahneman (1991, 1992) bireylerin genel olarak kayıptan kaçınan kişiler olduğunu belirtmektedirler. Söz konusu araştırmacılar, çalışmalarında dayandıkları deneysel bulgulardan hareketle, risk altında karar verme durumunda insanların farklı davranışsal özellikler sergileyebildiklerini ifade ederler. Yargılama ve karar verme süreçlerinde bireylerin maruz kaldıkları en yaygın önyargılar, olumsuzluk tanımı kapsamında değerlendirilir (Baumeister, Bratslavsky, Finkenauer ve Vohs, 2001; Rozin ve Royzman, 2001) ve içerisine geniş anlamda kayıptan kaçınma önyargısı dahil edilerek tanımlanır. Negatif olaylar, onların nesnel büyüklükleri ile ilgili olarak kişiler üzerinde pozitif olaylardan daha büyük bir etki bırakmaktadır (Tversky ve Kahneman, 1991). Bu noktadan hareketle kayıptan kaçınma, referans noktasına göre değerlendirilen kayıplardan duyulan üzüntünün, aynı miktarda kazançlardan duyulan mutluluktan daha fazla olduğunu ifade eder (Dittmann, Maug ve Spalt, 2008). Bu noktada Thaler'ın 1999 yılında yaptığı çalışma, tipik bir kayıptan kaçınan birey davranışının göstergesidir. Çalışmada bireylerden, 100 Dolar kazanmaları ve kaybetmeleri durumunda hissettikleri duyguları belirtmeleri istenmiştir. Sonuç olarak 100 Dolar kaybetme, çoğu durumda kişiler üzerinde 100 Dolar kazanmanın yaşattığı mutluluktan daha büyük bir üzüntü yaşatmıştır (Polman, 2012).

Gazel (2014), alınan iyi kararların insanların gurur duymalarına yol açtıkları gibi kötü kararlarında pişmanlık duymalarına neden olduğunu belirtmektedir. Kahneman ve Tversky (1979), "Beklenti Teorisi"ni ortaya koyarken kuramsal değer fonksiyonu ile kayıp ve kazançlara karşı tutumları anlatmış ve kayıpların verdiği acının kazançların verdiği sevinçten çok daha fazla hissedildiğini vurgulamıştır. Kuramsal değer fonksiyonunun bir sonucu olan kayıptan kaçınma, kaybetme ihtimalinin kazanma ihtimalinden daha güçlü bir motivasyon kaynağı olduğunu anlatmaktadır.

3.2.2.1. Kayıptan Kaçınma Önyargısının Karar Verme Süreçlerine Etkisi

Kayıptan kaçınma bilişsel önyargısının karar verme süreçlerine etkisini farklı açılardan inceleyen çalışmaların sayısı sadece “Web of Science” dikkate alındığında ve “loss aversion” terimi ile arama yapıldığında, 267 civarında olduğu görülmektedir. Bu çalışmalar, 1980 ile 2015 yılları arasını kapsamaktadır. Bu çalışmalardan en çok atıf alanların başında Kahneman ve Tversky tarafından 1991 yılında yapılan, “Loss Aversion in Riskless Choice-A Reference-Dependent Model” isimli çalışma geldiği görülmektedir (1345 atıf). Bu çalışmayı Kahneman, Knetsch ve Thaler (1991) tarafından yapılan, “Anomalies-The Endowment Effect, Loss Aversion and Status-Quo Bias” adlı çalışma takip etmektedir (957 atıf). Üçüncü olarak ise Tom, Sabrina, Fox ve Craig (2007) tarafından yapılan, “The Neural Basis of Loss Aversion in Decision-Making Under Risk” isimli çalışma gelmektedir (509).

Görüldüğü gibi literatürde kayıptan kaçınma önyargısını farklı açılardan ele alan çok sayıda çalışma yer almaktadır. Bunlardan, ticari işlemler, emek piyasası ve makroekonomideki uygulamalarını içeren çalışmalardan bazıları, Dunn (1996), Bhaskar (1990), McDonald ve Sibly (2001), Shea (1995) ve Bowman, Minehart ve Rabin (1999), Tovar (2009) tarafından yapılan çalışmalardır (Tovar, 2009:7). Polman (2012) bireylerin kendileri için seçim yapmaları durumu ile başkaları adına seçim yapmaları durumunda sergiledikleri kayıptan kaçınma önyargısını incelemiştir. Massa ve Simonov’un (2005) bireysel yatırımcı davranışını inceledikleri çalışmaları, kayıptan kaçınma önyargısının etkisinin olmadığını öne süren tek çalışma olarak görülmektedir (Dittmann, Maug ve Spalt, 2008:2018).

Kayıptan kaçınmanın finans alanındaki uygulamalarına da sıklıkla rastlanmaktadır. Örneğin Benartzi ve Thaler (1993, 1995, 1999), miyopik kayıptan kaçınma kavramını geliştirmişler ve hisse senedi primi karmaşasını açıklamak için kullanmışlardır. Yine Gomes (2005) ve Berkelaar, Kouwenberg ve Post (2004) çalışmalarında portföy tercihlerinde kayıptan kaçınmanın etkisini incelemişlerdir. Barberis ve Huang (2001) ve Barberis, Huang ve Santos (2001) kayıptan kaçınmayı değer priminin açıklanması amacıyla kullanmışlardır. Coval ve Shumway (2005), hisse senedi alımlarında risk alma

kalıplarının açıklanması amacıyla kayıptan kaçınma önyargısının etkisini incelemişlerdir. Genesove ve Mayer (2001), konut piyasasında satıcıların kayıptan kaçınma önyargısı sergilediklerini ortaya koymuşlardır. Kouwenberg ve Ziemba (2007), hedge fon yöneticilerinin teşvik ve yatırım kararlarını kayıptan kaçınma önyargısı bağlamında incelemişlerdir. Loughran ve Ritter (2002) ve Ljungqvist ve Wilhelm (2005) ilk halka arzlardaki kayıptan kaçınma önyargısının olası etkisini kendi geliştirdikleri ihraççı memnuniyet ölçüsünü baz alarak açıklamaya çalışmışlardır. Fielding ve Stracca (2007), hisse senedi primi bilmeceğine kayıptan ve hayal kırıklığından kaçınma bağlamında yaklaştıkları çalışmalarında, tarihsel hisse senedi priminin kayıptan kaçınma ile açıklanabilmesinin bir kısa görüşlü yatırım ufkunu gerektirdiğini belirtmektedirler.

3.2.2.2. Kayıptan Kaçınmanın Ölçülmesi

Kendine aşırı güven ile karşılaştırıldığında, literatürde kayıptan kaçınmanın ölçülmesine yönelik yol gösterici çalışmaların sayısının oldukça az olduğu dikkati çekmektedir. Literatürde yapılan çalışmalara bakıldığında, kayıptan kaçınma önyargısının ölçümünde genel olarak nitel gözlemlere yer verildiği görülmektedir. Kantitatif tekniklere yer veren çalışmaların sayısı ise nispeten daha azdır. Kayıptan kaçınmanın ölçülebilmesi için kazanç ve kayıplar aynı anda ardı ardına ölçülebilmelidir (örneğin aynı ankette arka arkaya kayba ve kazanca karşı tutum sorularının sorulması gibi). Bunların yanında kayıptan kaçınmanın ölçülmesi konusunda üzerinde görüş birliğine varılmış herhangi bir yöntem henüz mevcut değildir.

Kahneman ve Tversky (1979) kayıptan kaçınmayı, $-U(-x) > U(x)$, $x > 0$ için, şeklinde tanımlamaktadırlar. Burada kayıptan kaçınma katsayısı x değişkeninin üzerindeki ortalama veya Ortanca (Medyan) olarak $-\frac{U(-x)}{U(x)}$ şeklinde tanımlanmaktadır. Bu ifadelerde U : Fayda Fonksiyonunu, x : birim değişkeni (kazanç ya da kayıp) ifade etmektedir. Tversky ve Kahneman (1992), kayıptan kaçınma göstergesi olarak $-\frac{U(-1\$)}{U(1\$)}$ indeksini kullanmaktadırlar (Abdellaoui, Bleichrodt ve L'Haridon, 2008:249). Burada

her bir dolarlık kaybın bireyler üzerinde yaşattığı üzüntünün, her bir dolarlık kazancın yaşattığı mutluluktan daha büyük bir etki oluşturduğu belirtilmektedir.

Wakker ve Tversky (1993), kayıptan kaçınma için daha güçlü bir tanımlama yaparak $U'(-x) \geq U'(x) \quad x > 0$ için, koşulunun sağlanmasının gerekli olduğunu belirtmektedirler. Yani her kayıp için fayda fonksiyonunun eğiminin genişliği, en az, kayıp ile tamamen orantılı her kazanç için fayda fonksiyonunda gerçekleşen eğim kadar olmalıdır. Benzer bir tanımlama Benartzi ve Thaler (1995) tarafından yapılmıştır. Kayıptan kaçınma katsayısının ölçümüne yönelik olarak yapılan diğer bir çalışma ise Bowman, Minehart ve Rabin (1999) tarafından yapılmıştır ancak ampirik olarak uygulamasının zor olduğu belirtilmektedir. Yine kayıptan kaçınmanın tanımlanmasına yönelik olarak Schmidt ve Zank (2005), Bleichrodt, Pinto ve Wakker (2001), Bleichrodt ve diğerleri, (2007), Booij ve van de Kuilen (2006) tarafından yapılan çalışmalar mevcuttur. Bu çalışmaların genelinde fayda ve olasılık ağırlığıyla ilgili olarak parametrik varsayımlardan hareket edildiği görülmektedir. Fakat bu varsayımların çalışmadan çalışmaya farklılık gösterdiğine değinmektedirler (Abdellaoui ve diğerleri 2008:249).

Barberis ve Huang (2001), kayıptan kaçınmanın basit fonksiyonel formunu aşağıda görüldüğü şekilde ifade etmektedirler (Barberis ve Huang, 2001:1252);

$$w(X) = \begin{cases} X & X \geq 0 \text{ için} \\ 2X & X < 0 \text{ için} \end{cases} \quad (12)$$

Burada X , bireylerin kazanç veya kayıplarını ifade ederken, $w(X)$ kazanç ya da kaybın faydasını belirtmektedir.

Kahneman ve Tversky (1979) kayıptan kaçınmayı, insanların neden küçük ölçekli şans oyunlarını (aşağıdaki şekilde formülize edilen) oynamayı tercih etmediklerini açıklamanın bir yolu olarak tanıtmaktadır. Aşağıdaki şekilde ifade edilebilecek söz konusu oyunda, %50 olasılıkla 110 TL kazanma ya da %50 olasılıkla 100 TL kaybetme olmak üzere iki alternatif tercih söz konusudur.

$$G = \left(\mathbf{110}, \frac{1}{2}; -\mathbf{100}, \frac{1}{2} \right) \quad (13)$$

Tversky ve Kahneman (1979) kayıptan kaçınma önyargısının, risksiz ve riskli tercih durumlarında ortaya çıktığını belirtmektedirler. Bu anlayış daha sonra yine aynı araştırmacılar tarafından, belirsizlik altında karar vermeye uyarlanarak genişletilmiştir (Tversky ve Kahneman, 1990, 1991; Kahneman, Knetsch ve Thaler, 1990). Kahneman ve Tversky aynı zamanda azalan duyarlılığa ilişkin kanıtlarda elde etmişlerdir. Azalan duyarlılık; kazanç ve kayıpların miktarları düştükçe marjinal değerlerinin de azaldığını ifade etmektedir. Ancak bu durum, kayıplara karşı azalan bir duyarlılığı ifade eden “konkav fayda fonksiyonu” altında geçerli olmamaktadır (Tovar, 2009:7).

Kayıptan kaçınmanın en önemli noktası, kazanç ve kayıpların karşılaştırılmasıdır (Ariely ve diğerleri, 2005; Brenner ve diğerleri, 1999; Carmon ve Ariely, 2000; Kahneman ve diğerleri, 1991; Kahneman ve Tversky, 1984). Bu karşılaştırma yapıldığında kayıpların kazançlardan daha belirgin olarak ortaya çıktığı görülmektedir. Eğer kazançlar ve kayıplar aynı bağlamda değerlendirilirse bir asimetri oluşmaktadır. Kazanç ve kayıplar, cevaplayıcı tarafından, ayrı fakat aynı ölçekte değerlendirildiklerinde ise dolaylı olarak aynı bağlamda yer alırlar ve kayıptan kaçınma zayıf ama belirgin olarak ölçülmektedir. Kazanç ve kayıplar birbirine bağlı olmadığı ve cevaplayıcıların böyle bir karşılaştırma yapmaktan sakındıkları durumlarda asimetri durumu ortaya çıkmaz. Özetle, verilen yargı veya kararlarda kayıptan kaçınma önyargısının etkisi, kazanç ve kayıpların ortak bir ölçek ile karşılaştırıldığı ve değerlendirildiği zaman daha açık izlenebilmektedir (McGraw ve diğerleri, 2010:1444). Kayıptan kaçınmanın ve kayıptan kaçınma katsayısının ölçümüne yönelik çalışmalarda kullanılan yöntemlerin farklı olmasıyla beraber kayıptan kaçınma kavramının da her çalışmada farklı tanımlar ve varsayımlar içerdiği dikkati çekmektedir. Bu nedenle bu çalışmalarda ölçme metotlarının ve sonuçların karşılaştırılması da zordur. Ayrıca çalışmaların bir bölümü “medyan değerlerini” baz alırken, diğer bir bölümü “ortalama değerleri” gösterge olarak kabul etmektedir (Abdellaoui ve diğerleri 2008:250).

Bu çalışmada, katılımcılara kazanç ve kayıplara ilişkin tercih temelli sorular, ortak bir ölçekte yöneltilmiştir. Bunun nedeni, daha önce yapılan çalışmalarda bir dizi seçenek

arasında kayıtsız kalarak çıkarsama yapmanın, deneklere kayıtsızlık değerlerinin direk olarak sorulmasından daha düşük düzeyde tutarsızlıklara yol açtığına ortaya konulmuş olmasıdır (Bostic, Herstein ve Luce, 1990). Bu çalışmada kayıptan kaçınma dört soru ile ölçülmektedir. Her soruda katılımcılar iki alternatife sahiptirler ve birinci alternatif her zaman garanti (garanti kazanç ya da kayıp) seçenektir (Dimmock, 2005:10; Bodnaruk ve Simonov, 2014:7).

3.2.2.3. Kayıptan Kaçınma Önyargısının Firmalarda Karar Verme Süreçlerine Etkisi

Davranışsal finans ve davranışsal işletme finansı literatüründe yer alan çalışmalar incelendiğinde, kayıptan kaçınma önyargısının yöneticilerin finansman kararları üzerindeki etkisinin sıklıkla ele alındığı görülmektedir. Psikolojik çalışmalar, kayıptan kaçınma önyargısının yöneticilerin firma riskini abartmalarına yol açtığını, yaptıkları tahminlerden emin olamamalarına neden olduğunu ve kaybetme risklerini sınırlamaya yönelik kararlar verdiklerini ortaya koymaktadır.

Dittmann, Maug ve Spalt (2008), yöneticilerin kayıptan kaçınan davranış sergiledikleri durumda optimal yönetici tazminat sözleşmelerini incelemişlerdir. Gomez-Mejia ve diğerleri (2007) ile Hiebl (2012) tarafından yapılan çalışmalarda belirtildiği gibi aile firması yöneticilerinin aile şirketi olmayan firmaların yöneticilerine göre daha fazla riskten ve kayıptan kaçınma önyargısına sahip oldukları geniş anlamda kabul gören bir olgu olmuştur.

Yukarıda bir bölümüne yer verilen literatürden anlaşıldığı gibi, psikoloji ve davranışsal finans alanında yapılan çalışmalar, kayıptan kaçınmanın, yöneticilerin finansal kararları üzerinde belirli bir etkisinin olduğunu göstermiştir. Bu çalışmaların ulaştıkları ortak sonuca bakılacak olursa, kayıptan kaçınma önyargısının, yöneticilerin, firma riskini abartmalarına ve karlı yatırım fırsatlarını gözden kaçırmalarına neden olduğunu ve yaptıkları tahminlerin daha fazla belirsizlik içerdiğini ortaya koymaktadır. Özetle kayıptan kaçınma önyargısı, firmalarda yöneticiler ya da firma sahipleri tarafından alınan finansal kararları (sermaye yapısı, yatırım ve kar dağıtım kararlarını)ve firma

politikalarını etkilemektedir. Bu konudaki literatüre bundan sonraki başlıklar altında daha kapsamlı yer verilecektir.

3.2.2.4. Kayıptan Kaçınma ve Sermaye Yapısı Kararları

Berger ve Udell (1998), Harvey ve Evans (1995) ve Barton (1989), firmalardaki kontrol ve kayıptan kaçınma ile ilgili sorunların sermaye yapısını etkilediğini ortaya koymuşlardır. Bu çalışma aynı zamanda Hutchinson (1995) tarafından yapılan çalışmayı destekler niteliktedir. Hutchinson, çalışmasında, firmaların aynı zamanda sahibi olan yöneticilerinin, firmaları üzerindeki kontrollerini devam ettirmek üzerine aşırı bir istek duyduklarını (firma üzerindeki kontrollerini kaybetmekten kaçınırlar) ve bu durumun özsermaye ile finansmanı ve özsermayenin büyütülmesini engellediğini belirtmektedir (Romano, Tanewski ve Smyrnios, 2001:293).

Mueller (2008), kayıptan kaçınan firma sahibi ya da yöneticilerinin kuruluş ve kuruluşu izleyen kısa süreli faaliyet dönemlerinde, firmalarının borçlanma düzeyinin, optimal seviyenin çok altında gerçekleşeceğini belirtmektedir. Bununla birlikte, bu tarz yöneticilerin zaman içerisinde, kayıptan kaçınma önyargısının etkisini üzerlerinden atarak daha fazla borç kullanmaya ve firmalarını büyütmeye başlayacaklarını ifade etmektedir.

Helliar ve diğerleri (2005), kayıptan kaçınan yöneticilerin en kötü durum senaryolarından sakındıklarını ortaya koymuşlardır. Bu yöneticiler nakit akımlarının varyansını düşürmek amacıyla risk yönetimi enstrümanlarını kullanmalarının yanı sıra iflas ya da karlı bir yatırım fırsatının kaybedilmesi gibi en kötü durum senaryolarını da önlemeye çalışırlar. Aynı zamanda, borçlanma ile finansman yerine iç finansmanı tercih ederler.

Graham, Harvey ve Puri (2013) yaptıkları çalışmada, yönetimsel kayıptan (riskten) kaçınma, zaman tercihi ve iyimserlik gibi psikolojik tehditlerin, firmaların finansal politikalarına etkisi olduğu yönünde güçlü bulgular elde ettiklerini belirtmektedirler. Aynı çalışmada kayıptan kaçınmanın kısa dönemli borçlanma üzerinde bir etkisinin

olup olmadığını tartışmışlardır. Çalışmalarında, kayıptan kaçınan yöneticilerin kısa dönemli borçlanmayı tercih edecekleri ya da buna yönelik bir politika gerçekleştireceklerine dönük olarak kesin bir çıkarımda bulunamayacaklarını belirtmişlerdir.

Kisgen (2006), borçlanma düzeyinin kredi notunu olumsuz etkilediğini göstermiştir. Bu nedenle kayıptan kaçınan yöneticiler, firmalarının finansal piyasalardaki çıkarlarını ve avantajlarını korumak amacıyla kredi kaybetme ya da kredi maliyetlerinin yükselmesi olasılığını en aza indirmeyi hedefler. Bu bağlamda Kisgen, kayıptan kaçınan yöneticilerin kredi derecelerini yükseltmek ve firmalarının performansını arttırmak amacıyla borçlanma ile finansmandan kaçınacaklarını belirtmektedir.

3.2.2.5. Kayıptan Kaçınma ve Yatırım Kararları

Literatüre bakıldığında, yatırım tercihleri noktasında bir diğer önemli önyargı faktörünün kayıptan kaçınma önyargısı olduğu görülmektedir (Helliart ve diğerleri, 2005).

Easterbrook (1984), kayıptan (riskten) kaçınan yöneticilerin, düşük risk ve getiriye sahip yatırım alternatiflerini riskli yatırımlara tercih edebileceklerini belirtmiştir.

Azouzi ve Jarboui (2013), yöneticilerin alternatif yatırım seçenekleri arasından zarar etme ya da kaybetme riskini en aza indirecek şekilde bir tercih yapma isteğinde olduklarını belirtmektedir. Bu tip yöneticiler, kaybetme olasılığından kaçınmak amacıyla risk alırlar. Nakara (2007), yöneticilerin araştırma ve geliştirme yatırımları yapmasını kendilerine ayrıcalık sağlaması ve iptal edilme riskini önleme düşüncelerine bağladıkları belirtilmektedir. Bu tip yöneticilerin eğilimi, karşılaştırmalı olarak avantaj sağlayan, yeni varlıklara ya da faaliyetlere yatırım yapma yönündedir. Baker ve diğerleri (2006), kayıptan kaçınma önyargısının yöneticilerin firmalarının riskini abartmalarına yol açtığını göstermiştir (Azouzi ve Jarboui, 2013:332).

Bertrand ve Mullainathan (2003), yöneticilerin sahip buldukları sakin hayatlarından feragat etmemeleri için çok fazla yatırım yapmamaya teşvik edilebileceklerini belirtmişlerdir. Bu muhafazakarlık şekli, kontrolü kaybetme riskine karşı önleyici bir yoldur. Böylece, devralma girişimlerine karşı yöneticinin sahip olduğu kayıptan kaçınma önyargısı, onu pozitif getirili yatırım projelerine yönlendirecektir.

Zelweger, Frey ve Halter (2005) kayıptan kaçınma önyargısının aile şirketi yöneticileri üzerindeki etkisini incelemiştir. Buna göre bu tür bir etki altında olan yöneticiler, firmalarının bağımsızlığını, kar elde etmekten daha öncelikli bir konu olarak görmektedirler. Dolayısıyla firmalarının bağımsızlığının kaybedilmesine karşı gösterdikleri hassasiyet, kar hedeflerine karşı gösterdikleri hassasiyetten daha fazladır. Yine bu durumun bir sonucu olarak, yatırım projelerinin finansmanını kendi kaynakları ile finanse etmeyi tercih etmektedirler.

Bloom ve Van Reenen (2006), kayıptan kaçınan firma sahipleri ya da yöneticilerinin ürün, süreç, fiziksel tesis ya da kapasitelerinin yenilenmesi gibi yatırımları yeterli düzeyde yapmadıklarını belirtmektedirler.

Le Breton-Miller, Miller ve Lester (2011), kayıptan kaçınma ve kaynak talebinin firma içi yatırımları sınırlandırdığını belirtmektedir.

3.2.2.6. Kayıptan Kaçınma ve Kar Dağıtım Kararları

Literatürde kayıptan kaçınma ile temettü ödemeleri arasındaki ilişkinin incelenmesine yönelik çalışmalara bakıldığında farklı sonuçlara ulaşıldığı görülmektedir. Bunlardan bir bölümü yatırımcılar açısından ele alınırken, bir kısmı firmalar ve yöneticiler temelinde yapılmış çalışmalardır.

Breuer, Rieger ve Soypak (2012), açıklayıcı karar teorisi tarafından belirlenen davranışsal kalıpların, firmaların temettü politikalarının ana unsurlarından biri olabileceğinin son zamanlarda sıklıkla tartışıldığını belirtmektedirler.

Redding (1998), makul düzeylerdeki kayıptan (riskten) kaçınmanın temettü talebini açıklayıp açıklayamayacağını araştırmıştır. Çalışma sonucunda kayıptan kaçınmanın temettü talebini önemli bir düzeyde açıklayabileceği sonucuna ulaştığını belirtmektedir.

Li ve Yang (2010) kar payı volatilitésinin, son yıllarda, davranışsal finans literatüründeki kayıptan kaçınma önyargısı yaklaşımı ile vurgulanmaya başladığını belirtmektedirler. Aynı çalışmada kayıptan kaçınma ve dar çerçeveleme önyargıları yaklaşımı altında hisse senedi getirilerinin nihai olarak temettü haberleri ile tahrik edildiğini ifade etmektedir. Çalışmalarında oluşturdukları modelin dalgalı hisse senedi fiyatları oluşturduğu göz önüne alındığında kayıptan kaçınmanın, yüksek düzeylerde hisse senedi primi oluşmasından sorumlu olduğunu belirtmektedirler.

Bu konuda yapılan bir başka çalışmada Breuer, Rieger ve Soypak (2014), kar payı dağıtım politikalarının davranışsal temellerini çapraz ülke analizi ile incelemiştirler. Çalışmalarının bulgularına göre analitik ve ampirik olarak kayıptan ve belirsizlikten kaçınma davranışsal önyargıları, kar payı ödemeleri ile pozitif bir ilişkiye sahiptir.

Ali (2012), yaptığı çalışmada rasyonel yöneticilerin kayıptan kaçınan yöneticilere göre verdikleri temettü miktarının çok daha büyük miktarlarda gerçekleştiğini ifade etmektedir. Bunun nedeni saldırgan devralma girişimlerinden sakınmaktır. Aynı şekilde Kisgen (2006), yöneticilerin negatif kredi derecelendirmesinden kaçındıkları için, iç kaynaklarla finansmanın borçlanma ile finansmandan daha yüksek olmasını istediklerini belirtmektedir. Bu nedenle bu tür yöneticiler, temettü ödemelerini sınırlayarak elde ettikleri dönem karlarını, finansman kaynağı olarak değerlendirmektedirler.

Bertrand ve Mullainathan (2003), yöneticilerin saldırgan devralmaları önlemek için yatırım yapmaktan çekindiklerini belirtmektedir. Bu durum nakit akışlarının ve dağıtılan temettü miktarlarının yüksek düzeyde gerçekleşmesine neden olmaktadır. Chang ve diğ (2009), kayıptan kaçınmanın sabit temettü ödemesine yol açtığını belirtmektedirler.

3.2.3. Dayanak Noktası (Çıpalama)

Türkçe'deki bazı kaynaklarda çıpalama olarak da adlandırılan dayanak noktası, insanların, ilk değerden başlayarak ve sonra bu değer üzerinde düzeltmelere giderek son kararlarını vermelerini ifade etmektedir (Pech ve Milan, 2009:895). Karar vericiler, kararlarına yön verirken, sabit bir dayanak noktasına göre işlem yaparlar. Dayanak noktası, daha önce verdikleri ya da edindikleri tecrübe ve bilgi birikiminden kaynaklanan bir değer olabilir. Ekonomik sistem ve finansal piyasalar açısından bakıldığında bu değer, enflasyon, faiz oranları, ekonomik büyüme, büyüme hedefleri, kar dağıtım oranları vb. faktörler olabilir. Dayanak noktasının belirginliği arttıkça verilecek kararlarda kullanılma olasılığı aynı derecede artar (Montier, 2002).

Kahneman ve Tversky (1974), dayanak noktası önyargısının, bireylerin tahminler yapma ihtiyacı hissettikleri ya da belli bir miktar kazanca ya da faydaya karar vermeleri gereken durumlarda ortaya çıkan bilişsel kısa yollar ile bazı başlangıç değerlerini temel alarak cevaplarını ya da hesaplamalarını daha sonra düzeltmelerini içeren süreçten oluştuğunu belirtmişlerdir.

3.2.3.1. Dayanak Noktası Önyargısının Karar Verme Süreçlerine Etkisi

Birçok araştırma, dayanak noktası ön yargısının, bireylerin karar verme süreçleri üzerinde oldukça geniş bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Bu etki alanı o kadar geniştir ki, olasılık hesaplamaları, yatırım alternatifi seçimi, yasal yargılamalar, varlık değerlemesi ve satın alma kararı gibi birçok karar aşamasını etkisi altına alır. Örneğin, McElory ve Dowd (2007), Mississippi Nehri' nin uzunluğunun tahmini üzerine ve Plous (1989)'un nükleer savaş tahmini üzerine yaptıkları çalışmalar, dayanak noktası önyargısının etkisinin, bireyler üzerinde oldukça kuvvetli olarak izlendiğini ortaya koymaktadır.

Dayanak noktası önyargısı, çeşitli karar verme senaryolarında farklı açılardan ele alınarak analiz edilmiş ve bireyler üzerinde böyle bir etkinin varlığı izlenmiştir. Furnham ve Boo (2011) ve Terry (2014), dayanak noktası çalışmalarının çoğunun genel

bir bilgi vermeye yönelik olarak yapıldığını ifade etmektedirler (Blankenship ve diğerleri, 2008; Wegener ve diğerleri, 2001; Epley ve Gilovich, 2001; McElroy ve Dowd, 2007; Mussweiler ve Strack, 1999; Tversky ve Kahneman, 1974). Bu tür çalışmalarda katılımcılara, örneğin, “Mehmet Akif Ersoy kaç yaşında ölmüştür?” veya “Everest dağının zirvesinde suyun kaynama derecesi kaçtır?” gibi katılımcıların büyük çoğunluğunun net olarak bir bilgisinin olmadığı bir soru sorulur.

Terry (2014), bu konuda yapılan diğer bir kısım çalışmalarda ise araştırma örneklemelerini alanlarında uzman kişilerin oluşturduğunu belirtmektedir. Bu çalışmalardan bazıları; hukuki kararlar (English ve Mussweiler, 2001; English, Mussweiler ve Strack, 2006), tahminleme (Cricher ve Gilovich, 2008), değerlendirme ve satın alma kararları (Ariely ve diğerleri, 2003) ve müzakerelerdir (Galinsky ve Mussweiler, 2001).

Literatüre bakıldığında, belli bir tecrübeye sahip profesyonel yatırımcıların, hisse senedi getirilerini tahmin etme süreçlerinde, dayanak noktası önyargısı sergilediklerinin istatistiksel olarak belgelendiği görülmektedir (Kaustia, Alho ve Puttonen, 2008).

3.2.3.2. Dayanak Noktası Önyargısının Ölçülmesi

Kahneman ve Tversky (1974) bilinmeyen bir durumun tahmin edilmesini, öncelikle bilinen bir bilgiden hareket edilerek, kabul edilebilir bir değere ulaşıncaya kadar bu bilginin düzeltilmesine bağlı olduğunu belirtmektedirler. Bu durumu, dayanak noktası (anchoring) ve düzeltme (adjustment) olarak adlandırmaktadırlar (Epley ve Gilovich, 2006:311).

Dayanak noktasının ölçülmesi aşamasında oldukça sık kullanılan yöntemlere göre dayanak noktası ya da başlangıç bilgisi sonraki düzeltme sürecine, son tahminlerden ayrılarak dahil edilir. Buna göre, katılımcılara öncelikle karşılaştırmalı bir değerlendirme sorusu sorulur (Örneğin, “Orta Afrika Cumhuriyeti’nin nüfusu 20 milyondan az mıdır fazla mıdır?”) ve daha sonra mutlak bir tahmin yapmaları istenir (örneğin, “Orta Afrika Cumhuriyeti’nin nüfusu kaçtır?”). Bu ölçüm yöntemiyle dayanak noktasının ölçüldüğü

sayısız çalışma ve deney yapılmıştır. Bu çalışmaların bir sonucu olarak, bireylerin mutlak tahminlerinin karşılaştırma yaparken dikkate aldıkları değerden etkilendikleri ileri sürülmektedir. Dolayısıyla, bireylere, Orta Afrika Cumhuriyeti'nin nüfusunun yukarıda ilk ifade edildiği şekilde sorulması, bireyleri, ülke nüfusunun olduğundan çok daha yoğun bir nüfusa sahip olduğunu düşünmeye sevk etmektedir (Jakowitz ve Kahneman, 1995:1165). Bu düşünce, cevaplayıcıyı, sorulan ikinci soruya birinci soruda verilen rakamın etkisinde kalarak cevap vermeye sevk etmektedir. Bu nedenle literatürde, dayanak noktası ve düzeltme, olgu (son tahminlerin, bir başlangıç ya da dayanak değer yönünde asimile olması) ve süreç (başlangıç değerine göre düzeltme) kavramlarını her ikisiyle beraber tanımlanmaktadır (Epley ve Gilovich, 2006:311).

Dayanak noktası önyargısı, laboratuvar ortamlarında (Jacowitz ve Kahneman, 1995), sahada (Mussweiler ve Strack, 2004) ve sınıflarda (Plous, 1989) yapılan deneysel çalışmalarla gözlenmiştir. Yapılan bu çalışmalarda ele alınan dayanak noktası, yargıların neden aşırı derecede ilk izlenim, perspektif veya değerden etkilendiklerinin ortaya konulması amacıyla kullanılmıştır (Epley ve Gilovich, 2006:311). Dayanak noktası ve düzeltmenin bir süreç olarak ele alınıp incelendiği çalışmalar ise daha düzensiz ve belirsizdir. Süreç takip prosedürleri yardımıyla düzeltmenin mekanizmasının belirlenmesi çabaları standart dayanak noktası paradigmasında düzeltmenin varlığına dair bir kanıt ortaya koymamıştır. Bununla birlikte verilen cevaplarda, soru sorulurken yapılan manipülasyonların, ya sınırlı bir etkisinin varlığından ya da herhangi bir etkisinin olmadığından bahsedilmektedir (Epley ve Gilovich, 2006; Chapman ve Johnson, 2002; Tversky ve Kahneman, 1974; Wilson, Houston, Etlings ve Brekke, 1996; Wright ve Anderson, 1989; Schkade ve Johnson, 1989).

Dayanak noktası önyargısının etkilerinin genel olarak geniş çapta ve güvenilir olduğuna inanılmaktadır. Fakat bu geniş etki ne ifade etmektedir ve genişliğin boyutu nedir? Jakowitz ve Kahneman (1995), bu sorunun yanıtına yönelik ve dayanak noktasının ölçümüne ilişkin ortaya bir kıstas koymaktadırlar. Söz konusu kıstasa göre dayanak noktasının ölçülmesine yönelik prosedür aynı popülasyondan seçilmek kaydıyla “3 grup insan topluluğu” gerektirmektedir. Bunlardan birincisi “kalibrasyon grubu” adı verilen

ve herhangi bir dayanak ya da başlangıç noktası belirtilmeyen belli sayıda belirsiz duruma ilişkin olarak, katılımcılardan tahmin yürütmeleri istenen gruptur. Diğer iki grupta yer alan katılımcılar ise bir dayanak noktası belirtilen sorularla ilgili tahminlerini ifade eden bireylerden oluşmaktadır. Bu dayanak noktaları, kalibrasyon grubunda yer alan bireylerin tahminlerinin dağılımındaki pozisyonlarından seçilen noktalardan oluşur. Seçilen bu noktalardan biri **düşük dayanağı (low anchor)** ifade ederken, diğeri **yüksek dayanağı (high anchor)** ifade etmektedir. Dayanak noktası etkisinin betimleyici analizi için **dayanak noktası indeksi (anchoring index)** kullanılmaktadır. Bu indeks, dayanak noktası etkisinde olan bir bireyin, dayanak olarak aldığı noktaya ya da değere göre medyan tahmininin hareketini ölçmek için kullanılır. Belirli bir tahmin problemi için dayanak noktası indeksi (DNİ) aşağıdaki formül ile hesaplanır (Jakowitz ve Kahneman, 1995:1162);

$$DNİ = \frac{\text{Medyan (Yüksek Dayanak)} - \text{Medyan (Düşük Dayanak)}}{\text{Yüksek Dayanak} - \text{Düşük Dayanak}} \quad (14)$$

DNİ'nin makul değer aralığı 0 ile 1 arasındır. "0", dayanak noktası etkisinin olmadığını, "1" ise dayanak noktası etkisinde olan bireylerin medyan tahminlerinin, dayanak olarak aldıkları (kendilerine gösterilen) değer ile örtüşüğünü ifade eder. DNİ'nin, kolayca yorumlanabilir bir özelliğe sahip olması, betimleyici istatistik olarak oldukça kullanışlı bir değeri ifade eder. Daha detaylı ve kapsamlı analiz için ise diğer ölçme metodlarının kullanılması tavsiye edilmektedir. Bu nedenle Jakowitz ve Kahneman (1995) bütün tahminleri, kalibrasyon grubundaki karşılık gelen yüzdelere dönüştürmüşlerdir. Örneğin, kalibrasyon grubunun medyanına eşit bir önyargılı tahminin dönüştürme puanı 50 olarak ifade edilir. Kalibrasyon grubunun cevap aralığının dışında önyargılı (dayanak) tahminlere 100 ile 0 arasında değer atanır. Bu sayede, dayanak noktası etkisi, iki önyargılı gruptaki bu dönüştürülmüş puanların karşılaştırılması ile ölçülebilmektedir. Yine burada Mann-Whitney ya da Student t testinin yapılabileceği ifade edilmektedir (Jakowitz ve Kahneman, 1995: 1163).

Grau ve Bohner (2014), dayanak noktası önyargısını ortaya çıkartan ya da çıkartılmasında etkisi olan dört önemli faktör üzerinde durmaktadırlar. Bunlardan birincisi, dayanak noktasının, başlangıç noktasından yetersiz düzeltmenin bir sonucu

olarak ortaya çıkmasıdır. Katılımcılar bir dayanak değer ile tahmin sürecine başlarlar ve tahminlerini makul bir değere varıncaya kadar düzeltirler. Söz konusu düzeltme genelde yetersiz kaldığından, yapılan tahmin önyargılı olarak şekillenmektedir. İkinci faktör, konuşma ya da görüşme esnasında araştırmacıların katılımcılara sordukları soruları ya da durumları sunum tarzlarıyla ilgilidir. Katılımcılar, araştırmayı yapan kişinin sunduğu dayanak değere göre kendi tahminlerini asimile ederler. Bunun nedeni, katılımcıların, araştırmacının doğru cevaba yakın bir değeri dayanak değer olarak sunacağını düşünmeleridir. Üçüncü olarak sayısal değerlerin sunum tarzı ifade edilmektedir. Büyük/küçük rakamlarda sunulan dayanak değerleri, hafızada büyük/küçük sayıları daha erişilebilir kılmaktadır.

Dördüncü faktör **seçici erişebilirlik modelidir** (Mussweiler ve Strack, 1999; Strack ve Mussweiler, 1997). Bu model, mevcut literatürün genelinde dayanak noktasının etkisinin açıklanması için yeterli görülmektedir. Strack ve Mussleiwier, çalışmalarında, iki süreci birbirinden ayırmaktadırlar. Bunlar, hipotezin tutarlılık testi ile anlamsal hazırlıktır. Buna göre katılımcılar, kritik değer (doğru cevabın) dayanak değere eşit olduğu hipotezini test ederler (Klayman ve Ha, 1987). Örneğin bir karşılaştırmalı soru, “Türkiye’nin yıllık sıcaklık ortalaması 20°C’den fazla mıdır, az mıdır?” şeklinde verilmişse bu soruyla aslında sıcaklığın 20°C olup olmadığı testinin yapıldığı söylenir. Bu test boyunca katılımcıların, dayanak değer (doğru değer) olduğu yönündeki düşünceleriyle uyumlu olarak bilgi ürettikleri varsayılır. Bu bilgi böylece, seçici olarak daha erişilebilir olacak ve mutlak değer tahmin edilmesi amacıyla kullanılacaktır (Grau ve Bohner, 2014:1).

Seçici erişebilirlik modeli, dayanak değer kendisine ek olarak, karşılaştırmalı sorunun ifade ediliş şeklini de dikkate almaktadır. Strack ve Mussleiwier, eğer ki karşılaştırmalı soru “Tuna Nehri’nin uzunluğu 2000 km’den fazla mıdır?” şeklinde sorulursa, katılımcıların Tuna’nın 2000 km’den uzun olduğu düşünceleriyle uyumlu olarak bilgi üretecekleri bir pozitif test stratejisine yol açacağını belirtmektedirler. Yapılan çalışmalara bakıldığında da bu durum gözlenmektedir. Söz konusu araştırmacılar, aynı zamanda, yönsüz karşılaştırmalı soru durumlarında (Tuna Nehri’nin uzunluğu 2000

km'den fazla mıdır az mıdır?) katılımcıların, doğru cevabın dayanak değere eşit olduğunu tahmin ettiklerini varsaymaktadırlar (Grau ve Bohner, 2014:1).

Bu çalışmadaki dayanak noktası önyargısının ölçülmesi aşamasında, belirli bir popülasyonun ölçümünden ziyade bireysel olarak dayanak noktası etkisinin ölçümü yapılması gerektiğinden tek bir örneklem (firma yönetici ya da sahipleri) üzerinden ölçüm gerçekleştirilecektir. Bu nedenle birçok araştırmada kullanılan ikili soru dizisi kullanılacaktır. Buna göre, öncelikle dayanak olarak alınacak değer karşılaştırmalı bir soru, "... az mıdır fazla mıdır?" ya da "... yüksek midir düşük müdür?" şeklinde karşılaştırmalı ve ikili soru olarak sorulacaktır. Devamında gelecek olan soru ise mutlak değer tahmini sorusu olacaktır (örneğin "Fırat Nehri'nin uzunluğu 3000 km'den fazla mıdır az mıdır?"). Bu ölçüm yöntemine göre, örneğin, katılımcılara bildirilen dayanak noktası verilen örnekte olduğu gibi 3000 km ise ortalama olarak verilen cevaplar 5000-3000 ya da 1000-3000 aralığında gerçekleşmesi beklenir. Eğer 1000 km olarak bildirilir ya da ifade edilirse bu durumda verilen cevapların ortalamaları, 3000-1000 veya 0-1000 aralığında gerçekleşmesi beklenir (Grau ve Bohner, 2014:1).

Dayanak noktasının bu yöntemle ölçüldüğü çalışmaların sonuçlarına göre, katılımcılara bu tip sorular yöneltildiğinde, mutlak tahminleri, dayanak olarak alınan değer yönüne kaymaktadır (Grau ve Bohner, 2014:1). Burada katılımcılar öncelikle soruda belirtilen dayanak noktasının hedef değere eşit olup olmadığını test ederler. Daha sonra başlangıç noktası olarak aldıkları bu değerden hareketle bir karar verirler ve bu karar çoğunlukla sorunun doğru cevabından uzak ve/fakat dayanak noktasına yakındır. Bu durum, alınan kararlarda dayanak noktasının etkisinin varlığını ortaya koymaktadır.

3.2.3.3. Dayanak Noktası Önyargısının Firmalardaki Etkisinin Araştırılması

Dayanak noktası, firma yöneticileri açısından ele alındığında yöneticilerin, subjektif başlangıç öngörülerinden hareketle geliştirdikleri sayısal değerlere aşırı ağırlık vermeleri, buna karşın karar verme sürecinde asıl dikkate almaları gereken faktörleri yeteri kadar önemsememeleri eğilimini ifade etmektedir (Chia-Hsing, Padmanabhan ve Zhang, 2013:8). Dayanak noktası önyargısı sergileyen yöneticiler, kendi tecrübeleri ve

inançlarını içeren çeşitli kaynaklardan hareketle başlangıç öngörülerini geliştirirler (Tversky ve Kahneman, 1974; Uecker, 1978; Sterman, 1989).

Yöneticiler kendi tecrübe ve inançlarına güvenerek geliştirdikleri tahminlerin objektif veya nesnel tahminlerden daha üstün olduğu düşüncesine sahip olabilmektedirler. Bu durum objektif tahminler ile yöneticilerin kendi tahminlerinin tamamen çakışması durumunda dahi izlenilebilmektedir (Huang ve diğerleri, 2013:9). Ayrıca dayanak noktası etkisi altında yapılan tahminlerde aşırı ve düşük tepki eğilimi izlenebilmektedir (Amir ve Ganzach, 1998:335).

Davranışsal karar verme literatüründeki çalışmalara bakıldığında, dayanak noktası önyargısının yöneticilerin belirsizlik altında aldıkları yatırım kararları üzerinde potansiyel bir etkisinin olabileceği belirtilmektedir. Yatırım maliyetlerinin yüksek olduğu durumlarda firmalar yöneticilerin eldeki verileri doğru ve objektif bir şekilde değerlendirerek, isabetli kararlar almasına yönelik, gerekli adımları atmalıdırlar. Yönetimsel dayanak noktası önyargısı, çetin rekabet ve yasal koşulların hüküm sürdüğü global ekonomi bağlamında, büyük çaptaki yatırım harcamaları ile birleştiğinde firmalar için ciddiye alınması gereken tehlikeli bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır (Huang ve diğerleri, 2013:9).

Huang ve diğerleri (2013), yönetimsel dayanak noktasını, yöneticilerin karar verme aşamalarında, belirli sayısal referans noktalarına gereğinden fazla ağırlık vermeleri (objektif bir veriden ziyade) olarak ifade etmektedirler. Yöneticiler, objektif bir şekilde diğer bilgi kaynaklarından yararlanılarak karar vermenin daha isabetli olmasına rağmen, rakamsal bir dayanağı esas alarak karar vermeyi tercih etme eğilimindedirler.

Huang ve Padmanabhan (2011), yüksek düzeylerdeki yönetimsel dayanak noktası önyargısının hatalı karar olasılıklarının artmasına neden olabileceğini bir unsur olduğunu belirtmektedirler.

Zelweger ve diğerleri (2005), aile şirketlerinin kararlarının, bir dayanak ya da referans noktasına bağlı olarak gerçekleştiğini ileri sürmektedirler. Buna göre, aile şirketi yöneticileri, yatırım kararlarını belli bir dayanak noktasına (referans noktası) göre

alırlar. Bu nokta, daha önce yaptıkları yatırımlar veya sektördeki diğer firmaların gerçekleştirdikleri yatırımlar olabilir.

Welsh ve Zellweger (2010), aile şirketlerinin finansman davranışlarının incelenmesi üzerine yaptıkları çalışmada, aile şirketi sahiplerinin riskten kaçınma kontrol düzeylerinin bir dayanak noktasına bağlı olarak belirlendiğini belirtmektedirler. Araştırmacılar, yüksek kaldıraç oranlarını işaret eden yatırım alternatiflerinin, aile şirketi sahipleri açısından, güvenli bir dayanak noktasına göre düşük kaldıraç oranıyla beraber değerlendirildiğinde, güven seviyesi düşük fakat kaldıraç oranı yüksek alternatiflere göre daha çekici geldiği sonucuna varmışlardır.

Baker ve Wurgler (2011), yaptıkları çalışma ile standart sinyal teorilerine nispeten, çok daha gerçekçi olduğunu iddia ettikleri, yatırımcıların dayanak noktası olarak aldıkları önceki temettü ödemelerine göre temettü miktarının azalması ile ilgili olarak, bir sinyal teorisi ortaya koymuşlardır. Bu modelin temelini, beklenti teorisinin değer fonksiyonu olduğunu ifade etmektedirler. Buna göre, geçmiş temettü ödemeleri dayanak noktası olarak alınır ve gelecek dönemlerde yapılacak temettü ödemeleri bu noktaya göre değerlendirilir. Bu teorinin üç önemli veri ayağı mevcuttur. Bunlar, anket verileri, temettü ödeme bildirimlerine piyasa tepkisinin şekli ve temettü yumuşatma ile Lintner kısmi dönüşüm modelidir.

Kara (2011), yöneticilerin inançları ve yaptıkları tercihleriyle ilgili olarak dayanak noktası önyargısının etkisini incelemiştir. Çalışmasında değindiği duruma göre, bir proje ile ilgili olarak karar durumu ortaya çıktığında, yöneticinin borçlanmanın belirli bir borçlanma oranı veya getiri oranı gibi yargısal önyargılar tarafından sakıncalı olduğuna yönelik olarak sabit bir fikri olması durumunda, bu durum kar getirmeyecek kararların ve tercihlerin alınmasını etkileyecektir. Bu bağlamda referans aldıkları noktanın oranı itibarıyla borçlanmayı tercih etmeyen yöneticilerin sahip oldukları dayanak noktası önyargısını açıklamıştır. Sonuç olarak, belirli bir dayanak noktası ile hareket eden yöneticilerin asla borçlanma yolunu tercih etmediklerini, bunun bir sonucu olarak, firmalarının borçlanma ile elde edebilecekleri nakit akışlarından daha düşük düzeyde nakit akışlarına razı olmaları sonucunu doğurduğunu belirtmektedir. Aynı

zamanda çoğu önyargılı yöneticinin öz sermaye maliyetini tahmin etmedikleri ya da hesaba katmadıklarını ifade etmektedir.

Soufani ve diğerleri (2012) çalışmalarında, yöneticilerin sergiledikleri dayanak noktası önyargısı ile sermaye yapısı kararları arasındaki ilişkiyi incelemektedirler. Luppe ve Favero (2012), çalışmalarında, bilançodaki kar rakamını temsil eden göstergeler üzerindeki dayanak noktası önyargısının etkisini incelemiştir. Yaptıkları çalışma, bir kişiye sunulan rastgele sayıların, firmalarının karlılığıyla ilişkili olarak yargıları üzerindeki etkisinin nasıl olduğunun belirlenmesini amaçlamaktadır. Yazarlar aynı zamanda, düşük ve yüksek dayanak noktasının bireylerin algıları üzerindeki etkisini de incelemiştir. Dayanak noktası önyargısının, finansal kararlar ya da muhasebe kararları üzerinde güçlü bir etkisinin olduğu sonucuna varmışlardır.

Dougal ve diğerleri (2012) dayanak noktası ile sermaye maliyeti arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmalarında, geçmiş anlaşma oranlarının, dayanak noktası olarak alındığını belirtmektedirler. Buna göre, firmalar tarafından sendikasyon kredileri için ödenen faiz oranları, geçmişte ödenen oranlardan etkilenmektedir. En son ödenen kredi marjı yüksek/düşük olan firmaların, daha sonra ödedikleri kredi marjları da yüksek/düşük olmaktadır.

Ramiah ve diğerleri (2014), çalışma sermayesini yöneten kişilerin kayıptan kaçınma, yüksek güven düzeyi, dayanak noktası gibi önyargı ve hevristik eğilimi sergileyip sergilemediklerini araştırmıştır. Çalışma sonucunda yöneticilerin, davranışsal önyargılar sergilediklerini ve bu önyargıların, çalışma sermayesi ile ilgili yetersiz kararlar alınmasına neden olduğunu tespit etmişlerdir. Düşük kredi reytingine sahip firmalar, kredilerini zamanında ödeyecek kapasitedeler ise, gelecekte, aynı şirkete, büyük olasılıkla yeni kredi satışı yapılacağını ifade etmektedirler. Bunun tersi de doğrudur. Ayrıca dayanak noktasına sahip yöneticilerin dönemlik bilanço kullanmaya, halka açıklık oranını ve banka ihalelerini minimum düzeyde tutmaya daha yatkın oldukları sonucuna ulaşmıştır. Bir başka bulgu ise bu tarz yöneticilerin daha düşük olasılıkla banka bonusu kullanmayı tercih ettikleridir. Aynı çalışmanın bulgularına göre dayanak

noktasına sahip yöneticiler nakit kararlarında enflasyon oranlarına daha az önem vermektedirler.

Terry (2014), dayanak noktası önyargısını, tedarik zinciri yönetimi açısından ele almıştır. Bu çalışmanın sonucunda dayanak noktası önyargısının potansiyel etkisinin sınırlandırılmasının daha etkin malzeme yönetimine yol açacağını ifade etmektedir. Ayrıca, yöneticilerin astlarına doğru gerçekleştirdikleri bilgi akışının, dayanak noktası önyargısının etkisinden arındırılıp arındırılmadığına dikkat etmeleri gerektiğini belirtmektedir.

Ferris gibi devralma ve birleşme yatırımlarına farklı bir açıdan yaklaşan Baker, Pan ve Wurgler (2009;2012), devralınmak istenen bir firmanın hisse senedi fiyatının, son bir yıl içerisindeki tavan fiyatının, teklif edilecek fiyat için güçlü bir dayanak noktası olabileceğini göstermişlerdir.

3.2.4. İyimserlik

Psikoloji bilimi alanında, bireyleri motive eden ve harekete geçiren güçlerin açıklanmasına yönelik ortaya konulmuş birçok teori ve modele yer verilmektedir (Bandura, 1982; 1997; Peale, 1952; Rotter, 1966; Seligman, 1990; Geller, 2003). Bununla birlikte bireylerin beklentilerinin süreklilik ve tutarlılık göstermesi bu eğilimlerin araştırılıp adlandırılmasını gerektirmektedir. Bu eğilimlerden biri de iyimserliktir.

İyimserlik ve bunun tersi olan kötümserlik, bir şeyin en iyisinin ya da en kötüsünün olacağını varsayma durumunda görüldüğü gibi, genelleştirilen inançlar olarak da tanımlanabilmektedir (Türküm, 2011:104).

İyimserlik önyargısı konusunda, bugün sahip olunan bilgi birikiminin, Scheier ve Carver tarafından yapılan çalışmalarla artış gösterdiği ifade edilmektedir (Türküm, 2011:105). Araştırmacılar, bu çalışmalarında (Carver ve Scheier, 1981, 1990; Scheier ve Carver, 1992) öz denetim mekanizması kavramına odaklanmışlardır. Bununla beraber,

Weinstein tarafından 1980 yılında yapılan, “Unrealistic optimism about future life events” başlıklı çalışma iyimserliğin akademik disiplin içerisinde incelendiği ilk çalışmalardan sayılır. Weinstein, 1982 yılında, “Unrealistic optimism about susceptibility to health problems” başlığıyla, bu konudaki ikinci çalışmasını yayınlamıştır. İyimserlik, Weinstein (1980) tarafından, gelecekte elde edilecek kazançların abartılı tahmin edilmesi olarak tanımlanmaktadır.

Türküm (2011), iyimserliğe ilişkin farklı kategoriler olduğunu belirtmektedir. Bu kategoriler; ruhsal iyimserlik, gerçekçi iyimserlik, defansif iyimserlik, karşılaştırmalı iyimserlik, öğrenilen iyimserlik, mevcut iyimserlik, mekânsal iyimserlik, akademik iyimserlik, kişisel geleceğe ve dünyanın geleceğine yönelik iyimserlikler olarak sınıflandırılmaktadır. Bu iyimserlik çeşitlerinden konumuzla ilgili olan iyimserlik türü ruhsal ya da eğilimsel iyimserlik çeşididir. Buna göre bireylerin, geçmiş tecrübeleri hesaba katılmadan, gelecekteki olaylarla ilgili beklentileri ya da inançları, doğrudan, dikkate alınır. Diğer kategorilerle ilgili detaylı bilgiler, Schumacher (2006) ve Türküm (2011) tarafından yapılan çalışmalarda bulunabilir.

3.2.4.1. İyimserliğin Ölçülmesi

Türküm (2011), likert tipi, öz-yeterlilik yöntemlerinin, iyimserliğin ölçülmesinde sıklıkla kullanıldıklarını belirtmektedir (Beck, Weisman, Lesler ve Trexler, 1974; Scheier ve Carver, 1985). İyimserlik önyargısının çalışmalara konu edildiği literatüre bakıldığında, Scheier ve Carver (1985) tarafından geliştirilen ve geniş bir kullanım alanına sahip “Yaşam Döngüsü Testi”nin de iyimserlik ölçümünde sık olarak tercih edildiği görülmektedir. Bu ölçek dokuz öğeden oluşmaktadır ve bunlardan dört tanesi boşluk doldurmalıdır. Bu ölçek daha sonra negatif etkilenmeyi mi yoksa duygusal tutarsızlığı mı ölçtüğü yönündeki tartışmalar sonucunda, Scheier, Carver ve Bridges (1994) tarafından geliştirilerek altı öğeli ve bunlardan dördü boşluk doldurma içeren son haline getirilmiştir. Bu ölçeklerin farklı kültürlerde yapılan uygulamaları sonucunda benzer sonuçlara ulaşıldığı belirtilmektedir (Türküm, 2011:108).

Chang ve diğeri (1994) farklı iyimserlik enstrümanlarının farklı yönleri ve karakterleri ölçtüğünü belirtmektedir. Ey ve diğeri (2005) iyimserliğin tanımı ve ölçülmesi noktasında uzlaşma eksikliğinin varlığının yanı sıra, yapı çeşitliliğinin, bulguların karşılaştırılmasını, dahası bu alandaki kavramların ve manaların tam anlaşılmasını zorlaştırdığını ileri sürmektedir (Schumacher, 2006:4).

Doğrudan değerlendirmenin potansiyel avantajlarından birinin, açıkça mutlak ilgi yapısı olan beklentileri hedefe koyması olduğu ifade edilmektedir (Scheier ve Carver, 2003). Bunun haricinde, iyimserliğin doğrudan ölçülmesi, araştırmacıların ruhsal ve fiziksel sağlığı etkileyen diğer faktörleri de dikkate almalarını gerektirebileceği belirtilmektedir (Schumacher, 2006:7). Rabiğa ve Cannon (2001), ruhsal iyimserlik ölçüsünün dolaysız ve net bir ölçüm metodu olduğunu, bunun sebebinin ise, bireylerin yaşadıkları geçmiş olayların açıklanmasından ziyade şu anda sahip oldukları mevcut iyimserlik düzeylerini dikkate alması olduğunu ifade etmektedirler.

Schwarzer ve Jerusalem, 1981 yılında “Genel Öz Yeterlilik Ölçeği (GÖYÖ)” adı altında bir ölçek geliştirmişlerdir. Bu ölçek ilk olarak, 1979 yılında 20 sorudan oluşacak şekilde Almanya’da Almanca dilinde hazırlanmış ve daha sonra soru sayısı 10’a düşürülerek 29 farklı dile çevrilmiştir (Aypay, 2010:9-10). Literatür incelemesi sonucunda bu ölçeği ilk Türkçe’ye çeviren isimlerin Yesilay, Schwarzer ve Jerusalem (1996) olduğu görülmüştür. Daha sonra, Aypay (2010) tarafından da Türkçe uyarlaması yapılmıştır. İfadelerin daha net ve daha güncel olması nedeniyle bu çalışmada Aypay (2010) tarafından Türkçe’ye çevrilen ölçek kullanılmıştır.

Schwarzer ve Jerusalem (1995) söz konusu ölçeğin, iyimserlikle pozitif, kötümserlikle negatif bir ilişkisi olduğunu ifade etmektedirler. Bu ölçeğin güvenilirlik düzeyi (Cronbach Alpha katsayısı) farklı çalışmalarda, 0.76 ile 0.90 aralığında ölçülmüştür ve oldukça yüksek olduğu görülmüştür. Rabiğa ve Cannon (2001), GÖYÖ’nün doğrudan bir iyimserlik ölçeği olduğunu ifade etmektedirler. Bu ölçekle ilgili detaylı bilgilere yine Aypay’ın (2010) çalışmasında ulaşılabilir.

Bu çalışmada, bahsi geçen özellikleri nedeniyle ve uluslararası planda yapılan çalışmalarda yaygın olarak kullanılmasından dolayı, GÖYÖ iyimserlik önyargısının tespiti için ölçüm metodu olarak kullanılmıştır (Schwarzer ve Scholz, 2000). Bu amaçla, Aypay (2010) tarafından Türkçe'ye uyarlanan GÖYÖ ölçeğinden yararlanılmıştır.

Bu ölçüm sonucunda (4'lü likert tipi ölçek: 1; Tamamen Yanlış, 4; Tamamen Doğru), bir katılımcının iyimserlik skoru (İYİSKO) "10" olarak ölçülmüş ise bu katılımcı, her bir iyimserlik sorusunun en düşük düzeyde iyimserliği temsil eden cevabını işaretlemiş demektir. Bir katılımcının iyimserlik puanının "40" olduğu durumda ise, 10 iyimserlik sorusunun, en yüksek düzeyde iyimserliği temsil eden şıkları işaretlenmiş demektir (Schumacher, 2006:18).

3.2.4.2. İyimserlik Önyargısının Firmalarda Karar Verme Süreçlerine Etkisi

İyimserlik önyargısı, aynı zamanda, firmalar tarafından alınan finansal kararlarda da etkisi olan ve üzerine çok sayıda çalışma yapılmış önemli bir davranışsal önyargı çeşididir (Malmendier and Tate, 2005a, 2005b, 2008, Heaton, 2002, Campbell ve diğerleri, 2011, Huang ve diğerleri, 2011).

DeAngelo ve diğerleri (1996), iyimserlik önyargısının, yöneticilerin kar payı kararlarında, daha yüksek oranda ve miktarda ödeme yapmalarına neden olabileceğini belirtmektedir.

Bouwman (2009) iyimser yöneticilerin gelecekteki kazançlar üzerindeki beklentilerini abarttıklarını, bu durumun, kar payı ödemesi duyurularını, bu abartılı tahminleri baz alarak yapmalarına neden olduğunu belirtmektedir.

Gervais, Heaton ve Odean (2002), iyimser yöneticilerin kolaylıkla bir yatırım projesini üstlenebileceklerini ifade etmektedir.

Heaton (2002), yönetsel iyimserliğin, teorik olarak firma kararlarını etkileyebileceğini belirtmiştir. İyimserlik önyargısının, yatırımların nakit akımlarına karşı duyarlılık

geliştirilmesine neden olduğunu ifade eder. Bu nedenle yöneticilerin, bu tür önyargıların etkisi altındayken etkin bir yatırım yapma olasılıkları daha düşüktür. Heaton, ayrıca, iyimserlik önyargısını, “psikolojik hataya” indirgeyerek, bu hatanın, yöneticilerin firmalarının değerinin piyasalar tarafından olması gerekenden daha düşük değerlendirildiğine yönelik algıları olduğunu ifade etmektedir. İyimser yöneticiler, genel olarak, firmalarının faaliyetlerinden ve yatırım projelerinden bekledikleri kazançları abartırlar. Bu tarz yöneticilerin, aynı zamanda, pozitif net bugünkü değerli yatırımları, dış finansman ihtiyacı ortaya çıkması durumunda, göz ardı edebileceklerini ifade eder. Buna karşın negatif net bugünkü değerli yatırımlar, iyimser bir nakit akımı beklentisiyle karlı bir yatırım olarak algılanmaktadır ve bu tür projelere sıklıkla yatırım yapılmaktadır. Heaton (2002), iyimser yöneticilerin daha fazla yatırım projesi yapma eğiliminde olduklarını ifade etmektedir. Aynı zamanda iyimserlik önyargısının yatırım fırsatlarını olduğundan çok daha değerli algılamalarına neden olduğunu belirtir. Heaton (2002) çalışmasında öncelikle, iyimserlik önyargısının yatırım kararları üzerindeki etkisini tespit etmeye çalışmıştır. Bununla birlikte, çalışma, diğer finansal kararlarla da ilişkilidir.

Malmendier ve Tate (2005), yöneticilerin hisse senedi opsiyonlarını ellerinde bulundurmaları ve işgücü piyasasındaki itibarlarını korumak gibi nedenlerle yatırım projeleri gerçekleştirdiklerini belirtmektedir. Bu gibi yöneticilerin eğilimi yatırımların kontrolünü abartma yönündedir. Buna göre, iyimser yöneticiler insan sermayesini geliştirmeye yönelik belirli yatırımları tercih ederler ve bu durum insan sermayesinin değiştirilmesini zorlaştırır. Hackbarth (2009), iyimser yöneticilerin firmalarında liderlik rekabetine girdikleri durumlarda, riskli yatırımları tercih ettiklerini ifade etmektedir (Azouzi ve Jarboui, 2013).

Baker ve diğerleri (2006), iyimser yöneticilerin aşırı yatırım yaptıklarını ve yüksek kaldıraç oranlarını tercih ettiklerini belirtmektedirler. İyimser yönetici, firmasının büyüme fırsatlarını abartılı bir şekilde ele almakta ve bu fırsatları yakalamak, değerlendirmek ve başarmak için dış kaynak kullanması gerekse dahi bunu göze almaktadır.

Ben-David ve diğeri (2006) yaptıkları çalışmada, iyimserliği ve kendine aşırı güveni ölçen ölçekleri incelemektedirler. Bulgularına göre, iyimser yöneticilerin yönettiği firmalar daha çok yatırım yapmaktadırlar.

Malmendier ve Tate (2008), ekonomik göstergeleri açısından iyi bir konumda bulunan firmalardaki iyimser yöneticilerin diğeri firmalarla birleşme ve devralma durumunda oluşacak sinerjiden doğacak gelecekteki nakit akımlarını abarttıklarını ve bu nedenle bu tür yatırım girişimlerinin, firma ortaklarının beklentileri ve hisseleri üzerinde yıkıcı etkiler oluşturduğunu ifade etmektedirler.

İyimser yöneticiler, dış kaynak finansmanını (özellikle öz sermaye ile dış borçlanmayı) çok maliyetli algılamaları nedeniyle, yatırım stratejilerini, kullanılabilirlik ve miktarını dikkate aldıkları iç kaynaklarla finansmana bağlı olarak belirleyeceklerdir (Baccar ve diğeri 2013:288). Bunun aksine, Heaton (2002) ve Hackbarth (2004), iyimser yöneticilerin daha fazla borçlanma tercihinde bulduklarını ifade etmektedirler.

Lin, Hu ve Chen (2005), yönetsel iyimserlik ile firmaların yatırım kararları arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Elde ettikleri sonuçlara göre, finansman problemleri yaşayan firmalarda görev yapan iyimser yöneticiler, iyimser olmayanlara göre yatırımlardan elde edilecek nakit akışlarına karşı daha yüksek düzeylerde duyarlılık göstermektedirler.

Landier ve Thesmar (2009), Graham, Harvey ve Puri (2007), iyimser yöneticilerin daha fazla kısa dönemli borç kullandıklarını belirtmektedir.

Chen ve Lin (2012), Glaser ve diğeri (2008) tarafından öne sürülen iyimser yöneticilerin daha fazla yatırım yapmaya istekli oldukları yönündeki hipotezi bağlamında, iyimserlik düzeyi yüksek yöneticiler tarafından yönetilen ve yetersiz yatırım yapan firmaların daha fazla yatırım yapmaya yöneldikleri hipotezini test etmişlerdir. Tek değişkenli ve çoklu regresyon analizlerinden yararlandıkları çalışmaları sonucunda, kendi örneklerinde yer alan yöneticilerin büyük çoğunluğunun, iyimserlik ön yargısının etkisi altında karar verdiklerini tespit etmişlerdir. Ayrıca

iyimserlik düzeyi yüksek yöneticilerin iyimserlik düzeyi düşük olanlarla kıyaslandığında daha fazla yatırım yaptıkları görülmüştür.

Baccar ve diğerleri (2013), şirketlerin yönetim kurullarının şirket yöneticilerinin duyguları ve davranışsal önyargıları üzerindeki kontrollerini inceledikleri çalışmada, yönetim kurullarının, özellikle de bağımsız olanların, iyimserlik ve kendine aşırı güven gibi davranışsal önyargı eğilimlerinin etkisinin azaltılmasında etkin rol oynadıklarını tespit etmişlerdir. Söz konusu araştırmacılar, çalışmalarının, davranışsal önyargılar nedeniyle alınan problemlili firma kararlarının elimine edilmesi ya da olumsuz sonuçların azaltılması noktasında, mevcut literatüre, geleneksel finansa göre daha etkin bir katkı yaptığını belirtmektedirler.

Otto (2014), yöneticilerin iyimserlik önyargılarının yönetici tazminatları üzerindeki etkisini incelemiştir. Buna göre iyimser yöneticiler aynı statüde diğer firmalarda çalışan akranlarına oranla, daha az toplam tazminat elde etmektedirler. Ayrıca, söz konusu yöneticiler, daha az hisse senedi opsiyonu teşviki ve bonus ödeme almaktadırlar.

Hilary, Hsu ve Segal (2014) yöneticilerin bir dizi geçmiş dönem başarısından sonra daha fazla iyimser oldukları ve daha iyimser yöneticilerin daha fazla çaba gösterdikleri sonucuna ulaştıklarıdır.

Bouwman (2014), kazanç yumuşatmanın (kazancı, olduğundan düşük ya da yüksek gösterme), iyimser yöneticilerde rasyonel yöneticilere göre daha fazla olduğu bulgusuna ulaşmıştır. Aynı zamanda, iyimser yöneticilerin, daha az olağandışı kazançlar elde ettiklerini belirtmektedir.

Barros ve Silveira (2007), sermaye yapısının belirleyicilerini, davranışsal açıdan ele aldıkları çalışmalarında, genel olarak iyimser yöneticiler tarafından yönetilen firmaların kaldıraçlı finansman yapılarını tercih ettikleri hipotezini araştırmışlardır. Bu çalışmalarında, ayrıca, girişimci yöneticilerin, dışarıdan istihdam edilen profesyonel yöneticilere göre daha fazla bilişsel önyargıların etkisinde kaldıklarını belirtmektedirler.

Englmaier (2010), çalışmasında, Ar-Ge stratejilerini yürütmek için firmaların aşırı iyimser yöneticileri istihdam etmelerinin, uygun bir seçenek olup olmadığını incelemiştir. Çalışma sonucunda, aşırı iyimserliğin, stratejik etkileşimin önemli bir rol oynadığı sektörlerdeki firma yöneticilerinde görülme olasılığının daha fazla olduğunu tespit etmiştir. Aşırı iyimserlik, güçlü bir şekilde farklılaşmış ve monopol endüstrilerdeki firma yöneticileri arasında ise daha az görülmektedir. Ayrıca, Ar-Ge yatırımlarının maliyetlerinin düşürülmesinde görülen miktar rekabeti, aşırı iyimser yöneticiler açısından farklılık göstermemiştir. Bu durum daha çok talep yapısına bağlı olarak şekillenmektedir.

BÖLÜM 4: TÜRKİYE’DE FAALİYET GÖSTEREN FİRMALARDA ALINAN FİNANSAL KARARLARDA DAVRANIŞSAL ÖNYARGILARIN ETKİSİNİN TEST EDİLMESİ

Çalışmanın bu bölümünde, uluslararası literatürde öne sürülen bulgulardan hareketle Türkiye’de faaliyet gösteren küçük ve orta büyüklükteki firmalarda görev yapan karar vericilerin kendine aşırı güven, kayıptan kaçınma, dayanak noktası ve iyimserlik davranışsal önyargılarına hangi düzeyde sahip oldukları ve aldıkları finansal kararların bu davranışsal önyargılara göre farklılaşıp farklılaşmadığının tespit edilmesi amaçlanmıştır. Bu sayede bu tezi okuyanların, Türkiye’de faaliyet gösteren firmalarda alınan finansal kararların bu kararları alan karar vericilerin davranışsal önyargılardan etkilenip etkilenmediği, etkileniyor ise nasıl ve hangi düzeyde etkilendiği konularında bilgi sahibi olmaları sağlanacaktır.

4.1. Amaç ve Önem

Bu çalışmanın genel amacı, uluslararası alanda çok sayıda çalışmaya konu olmuş “firmalarda finansal kararlardan sorumlu firma yöneticilerinin (firma yöneticisi, finans yöneticisi ve muhasebe yöneticisi dahil) ve/veya firma sahiplerinin aldıkları finansal kararlar üzerindeki davranışsal önyargıların etkisi” konusunun Türkiye’deki firmalar açısından incelenmesi, anlaşılması, değerlendirilmesi ve yorumlanmasıdır.

Önceki bölümlerde de üzerinde durulduğu gibi, uluslararası literatürde bu konuda çok sayıda çalışma yapılmıştır. Literatürde yer alan araştırma sonuçları, firmalarda alınan finansal kararlar üzerinde, karar vericilerin davranışsal önyargılarının belirli bir etkisinin olduğunu ortaya koymaktadır. Bu konu üzerine, Amerika, Avrupa kıtası ülkeleri (özellikle Fransa, İngiltere, Hollanda), Avustralya, Çin, Tunus, Malezya, Pakistan gibi ülkelerde sıklıkla araştırmalar yapılırken Türkiye’de yapılan çalışma sayısı yok denecek kadar azdır.

Diğer yandan, ekonomik hayat göz önüne alındığında ekonomik sistem içerisinde faaliyette bulunan her türlü ekonomik aktörün, nasıl hareket ettiğinin ve nelere bağlı

olarak kararlar aldıklarının detaylı bir şekilde incelenerek anlaşılması geliştirilecek politikaların isabet derecesinin aynı oranda yüksek olması sonucunu doğuracaktır.

Simon (1955, 1982)'nin öncülük ettiği ve yönetim ve ekonomi alanında çalışan çok sayıda bilim adamının, yöneticilerin bilişsel süreçlerinin tamamen rasyonel kararlardan oluşmadığını ortaya koymasıyla hız kazanan bir süreç başlamıştır (Cyert ve March, 1963; Nelson ve Winter, 1982; Aktaran: Lee, Hwang ve Chen, 2014:7). Saf rasyonaliteden oluşan karar verme süreçleri yöneticilerin gerçek dünyada karşı karşıya kaldıkları karar verme süreçlerini tam olarak açıklayamazlar. Yönetim ve psikoloji bilimleri ile ilgilenen bilim insanları, bireylerin karar verme süreçlerinde davranışsal önyargılarından etkilendikleri yönünde güçlü kanıtlar sunmaktadırlar. Aynı şekilde, firma yöneticileri ya da sahiplerinin büyük çoğunluğunun da gerçek dünyadaki karar verme süreçlerinde rasyonaliteden uzak ve önyargılarının etkisinde kalarak kararlar aldıkları yapılan çalışmalarda sıklıkla dile getirilmektedir (McMahon, 2002:2).

4.2. Araştırmanın Kısıtları

Araştırmanın genel amacı değerlendirilirken araştırmanın kısıtlarının etkisi göz ardı edilmemelidir. Bu çalışmada da her bilimsel çalışmada olduğu gibi bazı zorluklarla karşılaşmıştır. Bu konuda öncelikle belirtilmesi gereken, bu çalışmanın bireysel karar verme süreçleri üzerine yapılmış olduğudur. Bu nedenle grup karar verme süreçleri üzerine genelleme yapılamaz (yönetim kurulu, genel kurul vb. grup kararları). Ayrıca firmaların finansal kararlarını etkileyebilecek diğer bireysel (örneğin kişilerin duygusal etkenleri), örgütsel ve çevresel faktörleri ya da etkenleri de dikkate almamaktadır.

Kısıtlardan diğer ikisi örneklemin belirlenmesi ve anket uygulaması aşamalarıyla ilgilidir. Örneklemin belirlenmesi aşamasında kolayda örnekleme yöntemi kullanılmıştır. Bu yöntem verilerin dağınık ve verilere ulaşımın zor olduğu çalışmalarda en çok tercih edilen yöntemdir. KOBİ yöneticisi olsun olmasın yöneticiler üzerine yapılan tüm çalışmalarda en büyük zorluk verilerin istenilen ölçüde toplanabilmesidir. Davidson'a (2005) göre bu zorluğun nedenleri; kişilere ulaşmak ve bunları katılım için ikna etmek, ana kütlenin dağınık ve sınırlı olmasından kaynaklanan zaman maliyetinin

yüksek olması, ana kütleyle temsil edebilecek bir örneklem düzeyine ulaşabilme zorluğudur (Aktaran: Bozkurt ve Baştürk, 2009:60).

Diğer bir kısıt ise çalışmada incelenen davranışsal önyargılarla ilgilidir. Psikolojide ve davranış biliminde yer verilen çok sayıdaki davranışsal önyargı göz önüne alındığında tümünün ayrı ayrı ve eşit düzeyde ele alınması, bu tez kapsamında mümkün değildir (Klauss, 2006). Bu nedenle çalışmada literatürde üzerinde sıkça durulan, dört davranışsal önyargı (kendine aşırı güven, kayıptan kaçınma, dayanak noktası ve iyimserlik) ele alınmıştır.

Çalışmanın diğer bir kısıtı, çalışmanın örneklemini içerisindeki orta ölçekteki firmaların sayısının küçük ölçekli firmalara oranla daha az olmasıdır. Bu durum elde edilen sonuçların genellemesi noktasında problem gibi görünebilir. Bununla beraber, ölçeği ya da hukuki statüsü ne olursa olsun her türlü firmada verilen temel finansal kararlar aynıdır ve bu kararlara yön veren faktör insan unsurudur. Bu çalışmada da insan unsuru ön plandadır. Gelecek çalışmalarda, firmaların ölçeklerine ya da faaliyette buldukları sektörlere göre firmalarda alınan finansal kararlar üzerinde davranışsal önyargıların etkisinin incelenmesi, konuya farklı bir açılım getirebilecek bir yaklaşım olacaktır.

4.3. Araştırmanın Niteliği

Rasyonel karar verme sürecinden sapmaları açıklayan en önemli modeller davranışsal önyargılara odaklanmaktadır. Bu çalışmada önyargı kavramı, bireylerin karar verme süreçlerinde özellikle belirsiz ve karmaşık durumlarda kullandıkları basitleştirilmiş stratejilerini, irrasyonel davranışlarını ve kullandıkları kısayolları ifade etmek amacıyla kullanılmıştır (Busenitz and Barley, 1997:12).

Bu alanda yapılan çalışmaların çoğu deneysel ortamlarda yürütülmesine rağmen ampirik bulgular, geniş bir yelpazede, karar vericilerin karar verme süreçlerini basitleştirmek için davranışsal önyargılara başvurduklarını ortaya koymaktadır. Bu nedenle bu tür davranışların derinlemesine araştırılması stratejik karar verme süreçlerinin anlaşılması için kritik bir öneme sahiptir. Bununla birlikte bu önyargıların

karar verme süreçlerinde tüm karar vericiler için aynı derecede etkiye sahip olduğu söylenemez. Bu olguyu destekleyen ve karar vericilerin farklı ve yeni bilişsel yollar bulduklarını gösteren çalışmalar mevcuttur (Busenitz ve Barney, 1997:13).

Diğer yandan karmaşık ve belirsiz çevre koşullarında, davranışsal önyargılar karar verme süreçleri için etkili ve verimli bir yol gösterici olabilirler (Pitz ve Sachs, 1984). Belirsizlik ve düzensizlik ortamlarında kapsamlı ve tedbirli karar verme mümkün değildir. Bu nedenle önyargılar, mevcut duruma en uygun kararın verilebilmesine imkan sağlamaktadır (Busenitz ve Barney, 1997:14).

Konuya firmalarda alınan finansal kararlar açısından bakıldığında ise, küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin (KOBİ) özellikle istihdam ve kalkınma etkileri bakımından çoğu ekonomilerin temelini oluşturdukları bir gerçektir. Yaşadığımız dünyada ekonomik refah için KOBİ'ler kilit bir rol oynamaktadır. Önceleri büyük işletmelerin önemli birer ekonomi katılımcısı olduğu üzerinde durulurken son yıllardaki teknolojik gelişmelerle beraber KOBİ statüsünde bulunan işletmelerin ölçek ekonomisinin avantajlarına benzer avantajlardan yararlanır duruma gelmesi KOBİ'lerin daha sık ve ayrıntılı incelenmesini gerektirmiştir. Bu nedenle, KOBİ'lerde karar verme süreçleri üzerinde etkisi olan faktörlerin belirlenip incelenmesi bu süreçlerin daha doğru yönetilebilmesine imkan sağlayacaktır. Böylece KOBİ'lerin varlığını devam ettirmesi suretiyle paydaşların refahına ve ekonomik kalkınmaya olan katkıları da artarak devam edecektir.

4.4. Araştırmanın Evreni ve Örneklemi

Çalışmanın genel evrenini Türkiye'de faaliyet gösteren tüm firmalar oluşturmakla beraber çalışma evrenini ise İstanbul'da faaliyet gösteren İstanbul Sanayi ve Ticaret Odaları'na kayıtlı, çalışan sayısı 10-249 arasında değişen, hukuki statüleri limited ve anonim şirket olan firmalar oluşturmaktadır. Çalışma evreni ulaşılabilen evrendir. Herhangi bir sektör ayrımı olmamakla birlikte firmalar daha çok imalat ve toptan ve perakende ticaret sektörlerinde faaliyet göstermektedir.

Anket uygulaması, pilot uygulama kapsamında 50 firmaya asıl uygulama kapsamında ise toplam 262 firmaya uygulanmıştır. Veriler istatistik programlarında satırlar ve sütunlar boyunca geniş alanlar kaplamaktadır. Bununla birlikte kullanım değerleri düşüktür. Bu amaçla veriler, analize geçilmeden önce ön bir incelemeye tabi tutulmalı ve büyük çaptaki anlamsız veriler düzenlenip anlamlı ve analize uygun bir hale getirilmelidir. Bu olgulardan hareketle çalışmada veri temizleme, veri birleştirme, veri dönüştürme ve veri indirgeme yöntemleri ile veriler ön işleme işlemlerine tabi tutulmuştur (Oğuzlar, 2003). Bu işlemler sonucunda, toplamda 255 firmadan alınan cevapların analiz yapmaya uygun olduğu saptanmıştır.

Türkiye İstatistik Kurumu'nun 2014 yılı "Küçük ve Orta Büyüklükteki Girişim İstatistikleri" verilerine göre, Türkiye'de KOBİ'ler, toplam girişim sayısının %99,8'ini oluşturmaktadır. Yine TÜİK'in iş kayıtlarına göre girişim sayısı istatistiklerine göre İstanbul'da yaklaşık olarak 846.507 girişim faaliyet göstermektedir (TUİK, 2014). İstanbul'da limited ve anonim şirket statüsünde faaliyet gösteren firma sayısı ise 2009 yılı verilerine göre 15.781 (14.810 Limited ve 971 Anonim şirket) civarındadır (TUİK, 2009). %95 güven aralığında örneklem büyüklüğü tablosuna göre ana kütle için 15.781 olduğu durumda örneklem büyüklüğünün 375 olması yeterlidir (Yazıcıoğlu ve Erdoğan, 2004). Buna karşın, İstanbul'da yer alan KOBİ'lerin tamamını temsil eden bir çoğunluğa ulaşılarak veri elde edilmek istenilmiş ancak zaman ve maliyet kısıtları ile anket formunun cevaplayıcı tarafından doldurulmak istenmemesi gibi nedenlerden dolayı bu sayıya ulaşmak mümkün olmamıştır.

Çalışmaya konu olan firmalar, Bakanlar Kurulu'nun 10.09.2012 tarih ve 28457 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan "Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin Tanımı, Niteliği ve Sınıflandırılması Hakkında Yönetmelik"te yer alan KOBİ tanımına uygun işletmelerdir. Uygulama yapılan işletmelerde çalışan sayısı 10-49 arasında olanlar "Küçük Ölçekli", 50-249 kişi arasında çalışan sayısına sahip işletmeler ise "Orta Ölçekli" işletmelerdir.

4.5. Araştırmanın Hipotezleri

Bu çalışmanın hipotezleri daha önce uluslararası planda yapılmış çalışmaların bulgularından hareketle oluşturulmuştur. Bu amaçla çalışmanın literatür kısmında görüldüğü gibi, davranışsal finans, davranışsal işletme finansı, firmalarda alınan finansal kararlar, davranışsal önyargılar, firmalarda alınan finansal kararlar üzerinde davranışsal önyargıların etkisi vb. konu kavramlar ve konu başlıkları altında araştırmalar yapılması sonucu belirlenen çok sayıda çalışma incelenmiştir. Bu araştırmalar ve incelemeler sonucu, aşağıdaki tablo 9’da verilen hipotezler belirlenmiştir. Kuşkusuz bu hipotezleri arttırmak mümkündür ancak burada amaç, temel çalışmalardan yola çıkılarak ve kapsamlı bir araştırma yapılarak genel bir değerlendirme yapmaktır.

Belirlenen hipotezler ana ve alt hipotezler olmak üzere iki başlık altında toplanmıştır. Ana hipotezler de kendi içerisinde iki gruba ayrılmıştır. Bunlardan birincisi genel olarak firmalarda alınan finansal kararlarda davranışsal önyargıların bir etkisi olup olmadığını ya da bu kararların davranışsal önyargı düzeyine göre farklılaşıp farklılaşmadığını ölçmektedir ve dört hipotezden oluşmaktadır. Bu grup hipotezler aynı zamanda, “Türkiye’de faaliyet gösteren firmaların yöneticileri uluslararası literatürün öne sürdüğü gibi davranışsal önyargıları sergilemekte midirler?” sorusunun yanıtına yönelik olarak hazırlanmıştır. Ana hipotezlerin ikinci grubu ise davranışsal önyargı başlıklarından oluşmaktadır. Bu grup hipotezler, doğrudan belirli davranışsal önyargıların finansal kararlar üzerindeki etkisini ölçmektedirler. Alt hipotezler ise söz konusu dört davranışsal önyargının firmaların sermaye yapısı, yatırım ve kar dağıtımını gibi finansal kararları üzerinde yönetici ya da firma sahibi bazında bir etkisi olup olmadığının varsa yönünün, derecesinin, boyutunun ve davranışsal önyargı düzeyine göre farklılaşıp farklılaşmadığının ortaya konmasını amaçlamaktadır.

Çalışmanın hipotezleri aşağıdaki tablo 9’da görüldüğü gibidir. Her bir hipotez belirli sayıda soru ve soru grubu ile toplanan veriler doğrultusunda test edilmektedir. Buna göre ilk dört hipotez, ekte verilen ankette yer alan davranışsal önyargıları içeren ve A, B, C ve D grubu sorulara verilen cevaplar ile test edilmiştir. Finansal kararlar ise 8.

sorudan 17. soru dahil olmak üzere 17. soruya kadarki sorular ve E Grubu sorular ile ölçülmektedir. Alt hipotezler ise, her bir (A Grubu (Kendine Aşırı Güven), B Grubu (Kayıptan Kaçınma), C Grubu (Dayanak Noktası) ve D Grubu (İyimserlik))davranışsal önyargı soru grubu ve literatürde belirli davranışsal önyargılar ile ilişkisi olduğu öne sürülen her bir finansal karar durumunu ölçen sorular ile test edilecektir. Literatürden hareketle toplamda 27 hipotez oluşturulmuştur.

Tablo 9: Çalışmanın Hipotezleri

<p>ANA HİPOTEZ 1 “Karar vericilerin Davranışsal Önyargıları”</p>	<p>H1:Firma yöneticileri ve/veya sahipleri davranışsal önyargıların etkisi altındadır.</p>
<p>Alt Hipotezler “Davranışsal Önyargılar”</p>	<p>H1a:Firma yöneticileri ve/veya sahipleri kendine aşırı güvenen bireylerdir. H1b:Firma yöneticileri ve/veya sahipleri kayıptan kaçınan bireylerdir. H1c:Firma yöneticileri ve/veya sahipleri dayanak noktası önyargısına sahip bireylerdir. H1d:Firma yöneticileri ve/veya sahipleri iyimserlik önyargısına sahip bireylerdir.</p>
<p>ANA HİPOTEZ 2 “Sermaye Yapısı, Yatırım ve Kar Dağıtım Kararları, Firmalara ve Karar vericilere Özgü Bilgiler ve Davranışsal Önyargılar”</p>	<p>H2:Firmalarda yöneticilerin ve/veya firma sahiplerinin aldıkları finansal kararlar davranışsal önyargılarından etkilenmekte ve bazı önyargılar karar vericilerin cinsiyetine ve firmanın statüsüne göre farklılık göstermektedir.</p>
<p>Alt Hipotezler “Kendine Aşırı Güven”</p>	<p>H2A1:Faaliyetlerin finansmanında kullanılan alternatifler firma yöneticisi ve/veya firma sahiplerinin kendine aşırı güven düzeylerine göre farklılık gösterir. H2A2:Firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin yatırımlarından elde etmeyi bekledikleri getiri ile fiili olarak elde ettikleri getiri arasındaki fark kendine aşırı güven düzeylerine göre farklılık gösterir. H2A3:Firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin karlı bir yatırım olarak algıladıkları yatırım projelerinden zarar etme sıklıkları ile kendine aşırı güven düzeyleri arasında bir ilişki vardır. H2A4:Firma yöneticisi ve/veya sahiplerinin Ar-Ge, inovasyon ve patent çalışmalarına önem verme ve başarı dereceleri kendine aşırı güven düzeylerine göre farklılık gösterir. H2A5:Yapılan işletme yatırımı tutarı firma yöneticisi veya sahiplerinin cinsiyetine göre farklılık gösterir. H2A6:Firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin yaptıkları kar payı ödemesi oranı kendine aşırı güven düzeylerine göre farklılık gösterir. H2A7:Kendine aşırı güven düzeyleri yüksek firma yöneticileri ve/veya firma sahipleri yaptıkları yatırımlardan bekledikleri getiri oranı ile uyguladıkları kar payı dağıtım oranı arasında bir ilişki vardır. H2A8:Firma yöneticileri veya sahiplerinin kendine aşırı güven düzeyleri ile faaliyette buldukları sektöre göre firma karlılığı algıları arasında bir ilişki vardır. H2A9:Firma yöneticisi ve/veya sahiplerinin firmalarını tehdit eden riskleri algılama düzeyleri kendine aşırı güven düzeylerine göre farklılık gösterir.</p>

Tablo 9'un devamı

Alt Hipotezler "Kayıptan Kaçınma"	<p>H2B1:Firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin faaliyetlerinin finansmanında, öncelikle dağıtılmamış karlarını kullanmalarında kayıptan kaçınma düzeylerinde açısından bir farklılık vardır.</p> <p>H2B2:Firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin kayıptan kaçınma düzeyleri faaliyetlerinin finansmanında dış borçlanmayı tercih edip etmemelerine göre değişiklik gösterir.</p> <p>H2B3:Kayıptan kaçınma düzeyi ile firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin yaptıkları işletme yatırımı miktarı arasında bir ilişki vardır.</p> <p>H2B4:Firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin kayıptan kaçınma düzeyleri ile Ar-Ge harcamaları arasında bir ilişki vardır.</p> <p>H2B5:Firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin kar payı ödeme oranları ile kayıptan kaçınma düzeyleri arasında bir ilişki vardır.</p> <p>H2B6:Katılımcıların kayıptan kaçınma düzeyleri aile şirketi yöneticisi ve/veya sahibi olup olmamalarına göre farklılık gösterir.</p> <p>H2B7:Aile şirketi yöneticisi ve/veya sahiplerinin düşük karlı fakat kendi kaynakları ile finanse edebildikleri yatırım projelerini, getirisi yüksek fakat daha çok yabancı kaynak ile finanse edebildikleri projelere tercih etmeleri arasında kayıptan kaçınma düzeyleri açısından bir farklılık vardır.</p> <p>H2B8:Kadın yönetici ve/veya firma sahiplerinin kayıptan kaçınma düzeyleri erkek yönetici ve/veya firma sahiplerinin kayıptan kaçınma düzeylerinden anlamlı derecede farklıdır.</p>
Alt Hipotezler "Dayanak Noktası"	<p>H2C1:Kadın ve erkek yöneticiler arasında dayanak noktası düzeyleri açısından bir farklılık vardır.</p> <p>H2C2:Dayanak noktası düzeyleri açısından aile şirketi yöneticileri ve/veya sahipleri ile aile şirketi olmayan firma yöneticileri ve/veya sahipleri arasında bir farklılık vardır.</p> <p>H2C3: Dayanak noktası düzeyleri ile firma yöneticilerinin ve/veya sahiplerinin faaliyetlerinde veya yatırımlarında verdikleri hatalı kararlar arasında bir ilişki vardır.</p> <p>H2C4:Dayanak noktası düzeyleri ile firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin borçlanma tercihleri arasında bir ilişki vardır.</p>
Alt Hipotezler "İyimserlik"	<p>H2D1:Firma yöneticilerinin ve/veya sahiplerinin dış finansman kullanma düzeyleri ile iyimserlik düzeyleri arasında anlamlı bir ilişki vardır.</p> <p>H2D2:Firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin kısa vadeli borçlanma tercihleri iyimserlik düzeylerine göre farklılık gösterir.</p> <p>H2D3: Firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin iyimserlik düzeyleri ile gerçekleştirdikleri yatırım düzeyi arasında bir ilişki yoktur.</p> <p>H2D4:Firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin başlangıçta karlı bir yatırım olarak algıladıkları yatırım fırsatlarından zarar etme sıklıkları ile iyimserlik düzeyleri arasında bir ilişki vardır.</p> <p>H2D5:Firma sahipleri ve/veya yöneticilerinin karlı olduklarını düşündükleri yatırım projeler ile ilgili yeterli araştırma ve inceleme yapmadan üstlenme davranışları ile iyimserlik düzeyleri arasında bir ilişki vardır.</p> <p>H2D6:Firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin karlı yatırım fırsatlarını dış finansman kullanmamak amacıyla göz ardı etme davranışları ile iyimserlik düzeyleri arasında bir ilişki vardır.</p>

4.6. Veri Toplama ve Analiz Yöntemleri

Araştırmada verilerin toplanması için anket yöntemi seçilmiştir. Araştırmayı gerçekleştirmek amacıyla İstanbul'daki 262 firma, kolayda ve tesadüfi örnekleme yöntemleri ile belirlenmiştir. Ağustos 2015-Ekim 2015 ayları arasında, Sakarya

Üniversitesi BAPK tarafından verilen destek kapsamında 153 firmayla ve bizzat gidilmek suretiyle 109 firma ile yüz yüze görüşülerek anket uygulaması yapılmıştır.

Anketlerin uygulaması aşamasında anketlere cevap veren kişilerin ankette yer alan sorulara cevap verebilecek ve finansal kararlardan sorumlu olan firma sahibi, firma yöneticisi veya muhasebe/finans bölümü yöneticisi olmalarına dikkat edilmiştir.

Anket soruları dört ana bölümden oluşmaktadır. Bunlar; firma ile ilgili bilgiler, firmaların finansal kararlarıyla ilgili bilgiler, firmada finansal kararlara yön veren kişilerin davranışsal önyargılarının ölçülmesine yönelik bilgiler ve firma yöneticileri ve/veya sahipleri hakkında genel bilgilerdir. Anket formu hazırlanırken psikoloji, finans ve edebiyat alanlarında uzman akademisyenlerden destek alınmıştır. Anket formu ek 1'de yer almaktadır.

4.6.1. Ankette Yer Alan Soru Gruplarının Güvenilirlik ve Geçerlilik Analizleri

Ankette yer alan soruların ölçmek istenilen değişkeni gerçekte ne derece ölçtüğünün ve tutarlılığının analizi için güvenilirlik ve geçerlilik analizleri yapılmıştır. Güvenilirlik analizi, bir ankette soruların birbiri ile olan tutarlılığını ortaya koymak için yapılmaktadır. Bu amaçla yapılan güvenilirlik testinde Cronbach Alfa (α) katsayıları hesaplanmaktadır. Bu katsayı $0,00 \leq \alpha < 0,40$ ise ölçek güvenilir değil, $0,40 \leq \alpha < 0,60$ ise ölçek güvenilirliği düşük, $0,60 \leq \alpha < 0,80$ ise ölçek oldukça güvenilir ve $0,80 \leq \alpha < 1,00$ ise ölçek yüksek derecede güvenilir olarak kabul edilir (Kalaycı, 2009:405). Bu çalışmada tüm değişkenlerin ölçülmesi için standart bir ölçek kullanılmadığından ve yalnızca iyimserlik önyargısı soruları belli bir ölçek içerdiğinden yalnızca iyimserlik sorularına güvenilirlik analizi yapılmıştır. Likert tipi ölçek ile ölçülen iyimserlik önyargısı ölçeğinin cronbach alfa değeri 0,837 olarak hesaplanmıştır (Ek 7).

Geçerlilik analizi ise, ölçülmek istenilen herhangi bir olgunun başka faktörlerle ya da değişkenlerle karıştırılmadan ölçülebilmiş olma derecesini ifade eder. Bu amaçla anket formu öncelikle alanında uzman kişilere gösterilmiş ve onların tavsiyeleri doğrultusunda gerekli düzenlemeler yapılmıştır. Faktör analizi ise yalnızca iyimserlik

ölçeğine uygulanmıştır. Bu amaçla öncelikle değişkenlerin faktör analizine uygun olup olmadığının tespiti için KMO ve Bartlett testi yapılmış ve KMO değerinin 0,86 olması nedeniyle analize uygun olduğu sonucuna varılmıştır. KMO değerinin 0,80 ve üstünde olması, değişkenlerin faktör analizine uygunluğunun mükemmel seviyede olduğunun göstergesi olarak kabul edilmektedir (Sipahi ve diğerleri, 2008:80-82). Daha sonra açıklanan toplam varyans tablosuna bakılmış ve başlangıç öz değerleri (initial eigen values) altında yer alan “Toplam” sütununda yalnızca bir tane ”1” den büyük değer olduğundan ölçeğimizin (10 sorunun) tek bir faktör altında gruplandığı görülmüştür (Ek 9).

Anket son olarak pilot uygulamaya tabi tutulmuş ve bu uygulama sonucunda elde edilen geri dönüşler neticesinde gerekli görülen son düzenlemeler yapılarak uygulamaya hazır hale getirilmiştir (Ek 1).

4.6.2. Toplanan Verilerin Analiz Yöntemi

Verilerin analizinde, literatürde bu konuda yapılan çalışmalarda sıklıkla kullanılan ve toplanan verilerin yapısına ve analizine ve araştırmanın amacına en uygun parametrik ve parametrik olmayan istatistiksel analiz yöntemleri tercih edilmiştir (Shyti, 2013; Brenner, Koehler, Liberman ve Tversky, 1996; Pulford, 1996; Hurd, 1999; Sleeth-Keppler, 2004; Fitzsimmons ve Douglas, 2005; Engelen, Neumann ve Scwens, 2014; Klauss, 2006; Grau ve Bohner, 2014). Bu nedenle IBM SPSS for Windows 20 programı ile frekans analizi, bağımsız gruplar t testi, Mann Whitney U testi, tek yönlü varyans analizi (Anova ve Kruskal Wallis) ve korelasyon analizlerinden yararlanılmıştır.

Verilerin analizinde, parametrik analiz yöntemlerinin uygulanabilmesi için ön şart olan normal dağılım, tanımlayıcı istatistiklerden skewness (çarpıklık ya da eğrilik) ve kurtosis (basıklık) değerlerine bakılarak değerlendirilmiştir (Ek 8). Bu değerlerin +1,5 ile -1,5 aralığında ya da +2,0 ile -2,0 aralığında olmaları normallik için yeterli kabul edilmektedir (Tabachnick ve Fidell, 2013; George ve Mallery, 2010)²¹.

²¹ Dağılımın normal dağılıma göre daha solda (negatif yönlü) ya da sağda (pozitif yönlü) şekillenmesi yani normal dağılıma göre çarpık olması çarpıklık katsayısının negatif ya da pozitif değer alması sonucunu doğurur. Aynı şekilde dağılımın normal dağılıma göre daha dik (pozitif değer) ya da basık

Çalışmada yapılan analizlerin sonuçları, anlamlılık $p < 0,05$ düzeyinde değerlendirilmiş ve ortalama değerlerin kabul edilebilir olup olmadığına bakılarak yorumlanmıştır.

4.6.3. Firmaya ve Karar Vericilere Özgü Bilgilerin Frekans Analizi

Frekans analizleri anketin birinci (firmaya özgü bilgiler) ve dördüncü bölümünü (karar vericilere özgü bilgiler) kapsamaktadır. Diğer iki bölümle ilgili analizlere hipotez testleri bölümünde yer verilecektir.

Anketin birinci bölümü firma ile ilgili genel bilgileri sorgulamaktadır. Anketin birinci sorusu, firmalardaki finansal kararlardan sorumlu kişilerin kim olduğunu belirlemeye yöneliktir. Buna göre, tablo 10’da frekans analizi verilen, cevaplara bakıldığında firmalarda finansal kararlardan sorumlu kişilerin öncelikle firma sahibi, daha sonra firma yöneticisi, üçüncü olarak finans yöneticisi ve son olarak muhasebe yöneticisi olduğu görülmektedir. Bu noktada, firma sahiplerinin aynı zamanda yönetici olma durumları söz konusudur (sahip-yönetici). Bu çalışmada üzerinde durulan konu ise görüşülen kişinin firmalarda alınan finansal kararlarda etkisinin olup olmamasıdır. Kısacası kendisini bu konuda yetkili olarak sunup sunmamasıdır. Bu durum anket uygulaması esnasında katılımcıya sözlü olarak bildirilmiş ve verilen cevap olumlu ise değerlendirmeye alınmıştır. Diğer yandan, firmalarda görev yapan muhasebe yöneticilerinin de yetki devri kapsamında temel finansal kararların alınmasından sorumlu tutulabildiği de bir gerçektir. Özetle bu çalışmada yalnızca, firmalarda finansal kararlar alınması konusunda yetkili ve sorumluluk sahibi bireyler ile görüşülmüştür.

Tablo 10: Firmanızda finansal kararlardan sorumlu kişi aşağıdakilerden hangisidir?

	Frekans (Sıklık)	Yüzde	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde
Muhasebe Yöneticisi	18	7,1	7,1	7,1
Finans Yöneticisi	59	23,1	23,1	30,2
Geçerli İşletme Sahibi	91	35,7	35,7	65,9
İşletme Yöneticisi	87	34,1	34,1	100,0
Toplam	255	100,0	100,0	

(negatif değer) olması basıklık katsayısının negatif ya da pozitif değer alması sonucunu doğurur. Tam normal dağılımın basıklık katsayısı “sıfır”dır (Brown, 1997; DeCarlo, 1997).

İkinci soru firma yaşı ile ilgilidir. Buna göre çalışmaya konu olan firmaların büyük çoğunluğu 16 yıl ve daha fazla süredir faaliyetlerini devam ettiren firmalardır.

Tablo 11: Firmanızın Yaşı?

	Frekans (Sıklık)	Yüzde	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde
Geçerli	1-5 yıl	49	19,2	19,2
	6-10 yıl	48	18,8	38,0
	11-15 yıl	36	14,1	52,2
	16 yıl ve üstü	122	47,8	100,0
	Toplam	255	100,0	100,0

Üçüncü soru firmaların hukuki yapısı ile ilgilidir. Çalışmaya konu olan firmaların %67,5'i limited şirket, %32,5'i anonim şirkettir. Çalışmanın örnekleminin daha kurumsal ve örgüt kültürü anlayışına sahip firmalardan oluşmasına özen gösterilmiştir.

Tablo 12: Firmanızın Hukuki Yapısı:

	Frekans (Sıklık)	Yüzde	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde
Geçerli	Limited Şirket	172	67,5	67,5
	Anonim Şirket	83	32,5	100,0
	Toplam	255	100,0	100,0

Dördüncü soru, ilgili firmanın bir aile şirketi olup olmadığının tespit edilmesini amaçlamaktadır. Bu çalışmada dikkate alınan aile şirketi; ailenin geçimini sağlamak ve/veya mirasın dağılmasını önlemek amacıyla kurulan, ailenin geçimini sağlayan kişi tarafından yönetilen, yönetim kademelerinin önemli bir bölümü aile üyelerince doldurulan, kararların alınmasında büyük ölçüde aile üyelerinin etkili olduğu ve aileden en az iki jenerasyonun kurumda istihdam edildiği şirkettir. Buna göre çalışmaya konu olan şirketlerin %51,8'i aile şirkettir.

Tablo 13: Firmanız Aile Şirketi mi?

	Frekans (Sıklık)	Yüzde	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde
Geçerli	Evet	132	51,8	51,8
	Hayır	123	48,2	100,0
	Toplam	255	100,0	100,0

Beşinci soru firmaların bir holding bünyesinde faaliyet gösterip göstermediklerini açıklamaktadır. Buna göre bu çalışmaya konu olan firmaların büyük çoğunluğu (%78,8) bir şirket grubunun parçası olmayan bağımsız firmalardır.

Tablo 14: Firmanız bir şirket grubunun parçası mı?

	Frekans (Sıklık)	Yüzde	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde
Geçerli	Evet	54	21,2	21,2
	Hayır	201	78,8	78,8
	Toplam	255	100,0	100,0

Altıncı soru firmada toplam çalışan sayısını açıklamaktadır. Buna göre en fazla %76,5 ile 10-49 arasında yani küçük ölçekte yer alan firmalar bu çalışmaya konu olmuştur.

Tablo 15: Firmanızda siz dahil çalışan sayısı kaçtır?

	Frekans (Sıklık)	Yüzde	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde
Geçerli	10-49	195	76,5	76,5
	50-249	60	23,5	23,5
	Toplam	255	100,0	100,0

Yedinci soru firmaların faaliyette buldukları sektörlerle ilgilidir. Buna göre en fazla toplam %37,6 imalat sektörü ile %23,9 toptan ve perakende ticaret sektöründe faaliyet gösteren firmalar bu çalışmada yer almaktadır.

Tablo 16: Firmanız hangi sektörde faaliyet göstermektedir?

	Frekans (Sıklık)	Yüzde	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde
Geçerli	DİĞER İMALAT (Metal, Yazılım, Ayakkabı, Petrol vb.)	23	9,0	9,0
	Otomotiv	6	2,4	2,4
	İnşaat	18	7,1	7,1
	Mobilya Ve Orman Ürünleri	26	10,2	10,2
	Gıda	26	10,2	10,2
	Toptan Ve Perakende Ticaret	61	23,9	23,9
	Ulaştırma Ve Depolama	20	7,8	7,8
	Tekstil	21	8,2	8,2
	Bilgi Ve İletişim Teknolojileri	20	7,8	7,8
	İnsan Sağlığı Ve Sosyal Hizmetler	7	2,7	2,7
	Kültür Sanat Eğlence Dinlenme Ve Spor	6	2,4	2,4
	Diğer	21	8,2	8,2
	Toplam	255	100,0	100,0

Anketin dördüncü bölümünde yer alan sorulara ilişkin frekans analizleri ise aşağıdaki gibidir. Buna göre erkek katılımcılar (%71,4) kadın katılımcılardan (%28,6) oldukça yüksektir.

Tablo 17: Cinsiyetiniz?

	Frekans (Sıklık)	Yüzde	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde
Geçerli	Kadın	73	28,6	28,6
	Erkek	182	71,4	71,4
	Toplam	255	100,0	100,0

Medeni hal sorusuna baktığımızda ise katılımcıların %61,6'sının evli olduğu görülmektedir.

Tablo 18: Medeni Haliniz?

		Frekans (Sıklık)	Yüzde	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde
Geçerli	Evli	157	61,6	61,6	61,6
	Bekar	98	38,4	38,4	100,0
	Toplam	255	100,0	100,0	

Katılımcıların yaşları çoğunlukla (%40,8) 26-35 yaş aralığındadır. Bunu %31 katılımcı oranı ile 36-45 yaş aralığı takip etmektedir. Dikkat edilirse, firma yaşı genel olarak 16 yıl ve üstü olmasına karşın katılımcıların yaşı genel olarak gençtir. Bu durum yönetici kademesinde yer verilen çalışanlar ya da girişimci bireyler açısından gençlerin ön planda olduğunun göstergesi olarak yorumlanabilir.

Tablo 19: Yaşınız?

		Frekans (Sıklık)	Yüzde	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde
Geçerli	() 20-25	32	12,5	12,5	12,5
	() 26-35	104	40,8	40,8	53,3
	() 36-45	79	31,0	31,0	84,3
	() 46-55	35	13,7	13,7	98,0
	() 56 ve üstü	5	2,0	2,0	100,0
	Toplam	255	100,0	100,0	

Katılımcıların eğitim durumlarına bakıldığında büyük çoğunluğu (%42,4) lisans mezunu olduğu görülmektedir. Bunu lise mezunları (%34,1) takip etmektedir.

Tablo 20: Eğitim Durumunuz?

		Frekans (Sıklık)	Yüzde	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde
Geçerli	() İlkokul	12	4,7	4,7	4,7
	() Ortaokul	15	5,9	5,9	10,6
	() Lise	87	34,1	34,1	44,7
	() Ön lisans	21	8,2	8,2	52,9
	() Lisans	108	42,4	42,4	95,3
	() Lisansüstü	12	4,7	4,7	100,0
	Toplam	255	100,0	100,0	

İşletmedeki pozisyonlarına bakıldığında en fazla işletme yöneticisi statüsünde yer alan katılımcıların çalışmaya konu olduğu görülmektedir. Daha sonra işletme sahibi (%22,7) ve finans yöneticisi gelmektedir (%55).

Tablo 21: Firmanızdaki Pozisyonunuz?

	Frekans (Sıklık)	Yüzde	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde
() İşletme Sahibi	58	22,7	22,7	22,7
() İşletme Yöneticisi	98	38,4	38,4	61,2
() Finans Yöneticisi/Sorumlusu	55	21,6	21,6	82,7
Geçerli () Muhasebe Yöneticisi/Sorumlusu	32	12,5	12,5	95,3
() Diğer Statülerdeki Firma Yöneticisi	12	4,7	4,7	100,0
Toplam	255	100,0	100,0	

Çalışmaya konu olan firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin şuan ki firmalarında iş tecrübeleri çoğunlukla (%45,5) 1-5 yıl arasındadır. Bunu %24,7 ile 11-20 yıl aralığı ve %23,9 ile 6-10 yıl aralığı takip ediyor.

Tablo 22: Bu firmadaki iş tecrübeniz?

	Frekans (Sıklık)	Yüzde	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde
() 1-5 Yıl	116	45,5	45,5	45,5
() 6-10 Yıl	61	23,9	23,9	69,4
Geçerli () 11-20 Yıl	63	24,7	24,7	94,1
() 21-30 Yıl	12	4,7	4,7	98,8
() 31 ve daha fazla	3	1,2	1,2	100,0
Toplam	255	100,0	100,0	

4.6.4. Araştırma Hipotezlerinin Test Edilmesi

Çalışmanın ana metin bölümünde geniş olarak ele alındığı gibi bütün bireylerin karar verme süreçlerinde sıklıkla gözlenen davranışsal önyargıların etkisi, firmalarda finansal kararlardan sorumlu kişilerde de belirli ölçülerde gözlemlenmektedir. Çalışmanın bu bölümünde, uluslararası literatürde ileri sürülen bulgulardan hareketle oluşturulan hipotezler test edilecektir. Bu amaçla ilk olarak araştırılacak ana hipotez aşağıdaki gibidir;

H1: Türkiye’de firma yöneticileri ve/veya sahipleri davranışsal önyargıların etkisi altındadırlar.

Bu birinci ana hipotezin test edilmesi amacıyla kendine aşırı güven, kayıptan kaçınma, dayanak noktası ve iyimserlik davranışsal önyargılarının firma sahipleri ve yöneticiler arasında görülme sıklığı ve düzeyleri ayrı ayrı analiz edilmiştir. İstatistiksel analiz yöntemlerinden frekans analizi ve t testinden yararlanılmıştır.

4.6.5. Kendine Aşırı Güven Önyargısının Firma Sahibi ve Yöneticileri Arasında Görülme Sıklığının Araştırılması ve Kendine Aşırı Güven Skoru

Kendine aşırı güven önyargısı, EK 1’de yer alan anketteki A Grubu soruları ile ölçülmüştür. Yapılan analiz sonucunda firma yöneticilerinin ve/veya sahiplerinin kendine aşırı güvenen kişiler oldukları sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuca ulaşılırken aşağıdaki tabloda sonuçları verilen ortalama kendine aşırı güven ve tek örneklem t testinden faydalanılmıştır (tablo 25). Buna göre tablo 23’te de görüleceği üzere kendine aşırı güven düzeyinin ortalaması 0,6858’dir.

Tablo 23: Katılımcıların Ortalama Kendine Aşırı Güven Düzeyi

KENDİNE AŞIRI GÜVEN DÜZEYİ ORTALAMASI		İstatistikler
N	Geçerli	255
	Kayıp	0
Ortalama		,6858
Ortanca (Medyan)		,7100

Bu değere ulaşılırken şu aşamalar izlenmiştir; öncelikle güven aralıklı anket ile toplanan veriler incelenerek, toplam 10 sorunun EK 2’de yer verilen doğru cevabından (doğrular 1, yanlışlar 0 şeklinde kodlanmıştır) kaç tanesinin katılımcıların belirttikleri cevap aralığına düştüğü hesaplanmıştır. Aşağıdaki tablo 24’te görüldüğü gibi, sorulara verilen ortalama doğru cevap oranı yaklaşık %28 olarak hesaplanmıştır. Ortanca değer %30, en sık değer %30’dur. Sorulara verilen doğru cevap oranındaki düşüklük, soruların zorluk derecesinin katılımcılar açısından ne derece yüksek olduğunun göstergesidir.

Tablo 24: Katılımcıların kendine aşırı güven ölçeğindeki sorulara verdikleri doğru cevap oranı

DOĞRU CEVAP ORANI (%)		
N	Geçerli	255
	Kayıp	0
Ortalama		,2808
Ortanca (Medyan)		,3000
En sık değer (Mod)		,30

Daha sonra, çalışmanın “kendine aşırı güven önyargısının ölçülmesi” bölümünde değinilen kalibrasyon skoru hesaplanmıştır. Bu skorun hesabında kullanılan güven ve yanlış cevap sınırının, farklı çalışmalarda farklı şekillerde alındığı görülmektedir. Bu oran, Klauss (2006) tarafından %20 alınırken, Russo ve Shoemaker (1992) tarafından %10 olarak alınmıştır. Bu çalışmada ise bu oranın, soruların zorluk seviyeleri göz önüne

alınarak %30 olarak belirlenmesi uygun görülmüştür. Bu oran belirlenirken uluslararası alanda yapılan ve literatür bölümünde değinilen çalışmalar göz önünde bulundurulmuştur.

Kendine aşırı güven önyargısı düzeyinin belirleyicisinin kalibrasyon skorudur. Kalibrasyon skoru analizlerde ve yazımda kolaylık sağlanması amacıyla çalışmanın bundan sonraki bölümlerinde “KALSKO” şeklinde kısaltılarak ifade edilecektir. KALSKO’su “0” olan katılımcı “rasyonel katılımcı” olarak tanımlanmaktadır. Buna göre hipotez testi yapılırken bu değer göz önünde bulundurulacaktır.

Firma yöneticilerinin ve/veya sahiplerinin kendine aşırı güven önyargısına sahip olup olmadıklarının test edilmesi amacıyla oluşturulan hipotez aşağıdaki gibidir.

H₀: Firma yöneticileri ve/veya sahipleri, kendine aşırı güven önyargısına sahip değildirler.

H₁: Firma yöneticileri ve/veya sahipleri kendine aşırı güvenli bireylerdir.

Bu hipotezlerin test edilmesi amacıyla tek örneklem t testi yapılmıştır. Teste ilişkin sonuçlar aşağıda ifade edilmiştir.

Tablo 25: Tek örneklem t testi

	N	Ortalama
KENDİNE AŞIRI GÜVEN DÜZEYİ	255	,6858

	Test Değeri = 0			
	t	SD	Anlamlılık	Ortalama Fark
KENDİNE AŞIRI GÜVEN DÜZEYİ	59,894	254	,000	,68580

Tablo 25’te görüldüğü gibi p (anlamlılık) değeri 0,05 anlamlılık değerinden küçüktür ve iki ortalama arasındaki fark 0,6858’dur. Beklenen değer “0” ile ortalama KALSKO “0,6858” arasında anlamlı bir fark oluşmuştur. KALSKO ne kadar küçük ise bireyin rasyonelliğe o derece yakın olduğu söylenir. Bu durumda H₀ hipotezi reddedilir ve katılımcıların kendine aşırı güvenli bireyler oldukları sonucuna ulaşılır.

Kendine aşırı güven düzeyleri, bundan sonraki başlıklar altında yapılacak analizlerde standartlık ve kolaylık sağlanması amacıyla ve gözlem sayısı çok düşük grupların tek bir grup altında toplanmasının bir zorunluluk olması nedeniyle medyan değerine göre 3 gruba ayrılmıştır. Medyan değerinin temel alınarak bu gruplamanın yapılmasının nedeni grupların istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde belirlenmek istenmesidir. Medyan, küçükten büyüğe doğru sıralanmış değerleri tam ortadan 2 parçaya bölen ortanca değerdir. Bilindiği gibi araştırmanın verileri bizim veri setimizde olduğu gibi simetrik değilse medyanın aritmetik ortalamaya göre daha doğru bir ölçü olduğu kabul edilir. Yukarıdaki istatistikler tablosunda (Tablo 23) da görüldüğü gibi kendine aşırı güven skorlarının medyan değeri 0,71'dir. Gruplama yapılırken medyan değerinin altında kalan değerler için “düşük düzey kendine aşırı güven (KODU:1)” üstünde kalan değerler için “yüksek düzey kendine aşırı güven (KODU:3)” tanımlaması kullanılmıştır. Medyan değer ise “orta düzey kendine aşırı güven (KODU:2)” olarak tanımlanmıştır.

Buna göre en son durumda oluşan kendine aşırı güven düzeylerine göre frekans tablosu tablo 26'da görüldüğü gibidir. Tabloya göre katılımcıların %39,6'sı düşük düzey, %33,7'si yüksek düzey iyimserlik grubunda yer almışlardır. Katılımcıların %26,7'si ise orta düzeyde kendine aşırı güven önyargısına sahiptirler.

Tablo 26: Kendine aşırı güven düzeyine göre frekans analizi tablosu
KENDİNE AŞIRI GÜVEN DÜZEYİ

	Frekans (Sıklık)	Yüzde	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde
Düşük Kendine Aşırı Güven	101	39,6	39,6	39,6
Orta Kendine Aşırı Güven	68	26,7	26,7	66,3
Yüksek Kendine Aşırı Güven	86	33,7	33,7	100,0
Toplam	255	100,0	100,0	

4.6.6. Kayıptan Kaçınma Önyargısının Firma Sahibi ve Yöneticileri Arasında Görülme Sıklığının Araştırılması ve Kayıptan Kaçınma Skoru

Kayıptan kaçınma önyargısı dört soru ile ölçülmüştür. Bunlar ekte verilen ankette yer alan B1, B2, B3 ve B4. sorulardır.

Kayıptan kaçınma davranışsal önyargısının firma sahipleri veya yöneticileri arasında görülme sıklığı ve oranı söz konusu dört soruya verilen cevaplar üzerinden

değerlendirilmiştir. Buna göre kayıptan kaçınma sorularına verilen cevapların frekans analizi aşağıdaki tablolarda (tablo 27, 28 ve 29) görüldüğü gibidir.

Kayıptan kaçınma konusunda sorulan ilk soruya verilen cevaplar aşağıdaki gibidir. Buna göre, katılımcıların büyük çoğunluğu kaybetme olasılığından kaçınarak garanti 140.000 TL’lik senaryoyu, %75 olasılıkla 200.000 TL kazanabilecekleri senaryoya tercih etmektedirler.

Tablo 27: İşletmeniz için 280.000 TL tutarında bir yatırım yapacağınızı varsayalım. Bu yatırım sonucunda aşağıdaki senaryolarla karşı karşıya kalacağınız öngörülüyor. Hangi senaryonun gerçekleşmesini tercih edersiniz? (B1)

	Frekans (Sıklık)	Yüzde	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde	
Geçerli	I. Senaryoya göre bu yatırımdan garanti 140.000 TL kar elde edeceksiniz.	202	79,2	79,2	79,2
	II. Senaryoya göre ise %75 olasılıkla 200.000 TL kar elde edebilir veya %25 olasılıkla hiçbir şey kazanamayabilirsiniz.	53	20,8	20,8	100,0
	Toplam	255	100,0	100,0	

İkinci soruya verilen cevaplar incelendiğinde ise yine aynı durum söz konusudur. İkinci senaryoda %75 olasılıkla birinci senaryonun iki katı kadar kar elde etme olasılığı olmasına rağmen büyük oranda garanti seçenek tercih edilmiştir (%74,9).

Tablo 28: İşletmeniz için 280.000 TL tutarında bir yatırım yapacağınızı varsayalım. Bu yatırım sonucunda aşağıdaki senaryolarla karşı karşıya kalacağınız öngörülüyor. Hangi senaryonun gerçekleşmesini tercih edersiniz? (B2)

	Frekans (Sıklık)	Yüzde	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde	
Geçerli	I. Senaryoya göre bu yatırımdan garanti 140.000 TL kar elde edeceksiniz.	191	74,9	74,9	74,9
	II. Senaryoya göre ise %75 olasılıkla 280.000 TL kar elde edebilir veya %25 olasılıkla hiçbir şey kazanamayabilirsiniz.	64	25,1	25,1	100,0
	Toplam	255	100,0	100,0	

Tablolardan da anlaşılacağı üzere kar olasılığındaki 80.000 TL’lik bir artış II. senaryonun tercih edilme olasılığında sınırlı bir etkiye neden olmaktadır. Bu durum yüksek düzeyde kayıptan kaçınma önyargısının ortaya çıktığının bir göstergesidir.

Üçüncü soruya verilen cevaplar incelendiğinde yüksek olasılıkla (%75) zarar etme ihtimali olmasına rağmen ikinci senaryoların daha çok tercih edildiği görülmektedir. Bu durum 60.000 TL’lik fazladan zarar etme göz alınarak, %25 olasılıkla kar elde etmenin katılımcılara cazip geldiğini göstermektedir. Burada garanti kayba karşı kazanç ihtimali olan senaryonun tercih edilmesi kayıptan kaçınmanın bir başka göstergesidir.

Tablo 29: 280.000 TL tutarında başka bir yatırım yaptınız. Bu yatırım sonucunda aşağıdaki senaryolarla karşı karşıya kaldığınızı varsayalım. Hangi senaryoyu tercih edersiniz? (B3)

	Frekans (Sıklık)	Yüzde	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde	
Geçerli	I. Senaryoya göre bu yatırımdan garanti 140.000 TL zarar edeceksiniz.	60	23,5	23,5	23,5
	II. Senaryoya göre ise %75 olasılıkla 200.000 TL zarar edebilir veya %25 olasılıkla 140.000 TL kar edebilirsiniz.	195	76,5	76,5	100,0
	Toplam	255	100,0	100,0	

Dördüncü soruya verilen cevaplar incelendiğinde ise, ikinci senaryoda verilen olası zarar etme miktarındaki 80.000 TL’lik bir artış (200.000 TL’den 280.000 TL’ye çıkması) ikinci senaryonun tercih edilmesinde sınırlı da olsa bir azalma yarattığını göstermektedir. Bu nedenle ikinci senaryonun tercih edilmesi kayıptan kaçınmanın bir yolu olarak görülmekte fakat zarar etme miktarı, olasılık sabitken, arttığında birinci seçenek, yani 140.000 TL’lik kayba razı olma, daha cazip hale gelmektedir.

Tablo 30: 280.000 TL tutarında başka bir yatırım yaptınız. Bu yatırım sonucunda aşağıdaki senaryolarla karşı karşıya kaldığınızı varsayalım. Hangi senaryoyu tercih edersiniz? (B4)

	Frekans (Sıklık)	Yüzde	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde	
Geçerli	I. Senaryoya göre bu yatırımdan garanti 140.000 TL zarar edeceksiniz.	78	30,6	30,6	30,6
	II. Senaryoya göre ise %75 olasılıkla 280.000 TL zarar edebilir veya %25 olasılıkla 140.000 TL kar edebilirsiniz.	177	69,4	69,4	100,0
	Toplam	255	100,0	100,0	

Görüldüğü gibi firma yöneticileri veya sahipleri her dört ifadede de büyük çoğunlukla kaybetme olasılıklarını ortadan kaldıran ya da minimize eden seçeneklere doğru bir yönelim içerisindedirler. İlk iki soruda büyük oranda kayıptan kaçınma önyargısı ile hareket ederek garanti kazanç seçeneğini tercih ederlerken üçüncü ve dördüncü

sorulara ise 140.000 TL'lik garanti kayba karşı 80.000 TL'lik ek kaybı da göze alarak hiç olmazsa %25'lik bir kazanç olasılığı sunan ikinci seçeneklerin daha fazla tercih edildiği görülmektedir. Bununla beraber, zarar etme olasılığındaki 80.000 TL'lik bir artış 4. soruda ikinci senaryonun tercih edilme oranını etkilemiştir. Aşağıda bu iki değişkene ilişkin bağımlı gruplar t testi sonucu verilmiştir.

Tablo 31: Kayıptan Kaçınma B3. ve B4. Soruların Bağımlı Örneklem t Testi

		Ortalama	N
Pair 1	B3 I.Senaryoya göre bu yatırımdan garanti 140.000 TL zarar edeceksiniz. II. Senaryoya göre ise %75 olasılıkla 200.000 TL zarar edebilir veya %25 olasılıkla 140.000 TL kar edebilirsiniz.	1,76	255
	B4 I.Senaryoya göre bu yatırımdan garanti 140.000 TL zarar edeceksiniz. II. Senaryoya göre ise %75 olasılıkla 280.000 TL zarar edebilir veya %25 olasılıkla 140.000 TL kar edebilirsiniz.	1,69	255

Yukarıdaki tabloya göre 80.000 TL'lik fazladan zarar etme olasılığına karşın elde edilecek karın değişmemesi cevaplayıcıların bir bölümünün B4'üncü soruda ilk tercihe yönelmelerine neden olmuştur.

Tablo 31'in devamı

	Eşleştirilmiş Farklar					t	SD	Anlamlılık
	Ortalama	Std. Sapma	Std. Hata Ortalama	%95 Güven Aralığı				
				En Düşük	En Yüksek			
Pair 1 B3 – I. Senaryoya göre bu yatırımdan garanti 140.000 TL zarar edeceksiniz. II. Senaryoya göre ise %75 olasılıkla 200.000 TL zarar edebilir veya %25 olasılıkla 140.000 TL kar edebilirsiniz. B4 - I. Senaryoya göre bu yatırımdan garanti 140.000 TL zarar edeceksiniz. II. Senaryoya göre ise %75 olasılıkla 280.000 TL zarar edebilir veya %25 olasılıkla 140.000 TL kar edebilirsiniz.	,071	,348	,022	,028	,113	3,241	254	,001

Yukarıdaki tabloya göre B3. soruya verilen cevaplar ile B4. soruya verilen cevaplar arasında anlamlı bir farklılık olduğu görülmektedir ($p=0,001<0.05$). Bu farklılık aynı zamanda yatırımların nakit akışlarına olan duyarlılığın da bir göstergesidir. Nakit akışlarında meydana gelen olası bir azalma garanti seçeneğinin tercih edilme olasılığını arttırmaktadır.

Katılımcılardaki kayıptan kaçınma düzeyinin daha net ve yakın olarak görülebilmesi ve araştırmanın yapısına uygunluk sağlanması amacıyla her birey için kayıptan kaçınma skoru hesaplanmıştır. Kayıptan kaçınma skoru analizlerde ve yazımda kolaylık sağlanması amacıyla çalışmanın bundan sonraki bölümlerinde “KAKSKO” şeklinde kısaltılarak ifade edilecektir. KAKSKO hesaplanırken öncelikle her bir katılımcının ilk iki soruya verdikleri I. tercih cevapları “1” olarak, II. tercih cevapları “0” olarak puanlanmıştır. Aynı şekilde B3. ve B4. sorulara verdikleri II. tercih cevapları “1” olarak, I. tercih cevapları ise “0” olarak puanlanmıştır. “1”, kayıptan kaçınma önyargısının ilgili katılımcı için ilgili soruda ortaya çıktığının göstergesi olarak değerlendirilirken, “0” ilgili katılımcının rasyonel bir tercih yaptığının göstergesidir²². Daha sonra bu puanlar toplanarak her bir katılımcının toplam kayıptan kaçınma skoru elde edilmiştir. Katılımcılar kayıptan kaçınma puanlarına göre “0=Rasyonel, 1=Düşük kayıptan kaçınma önyargısı, 2=Orta düzey kayıptan kaçınma önyargısı, 3=Yüksek düzey kayıptan kaçınma önyargısı, 4=Tam kayıptan kaçınma önyargısı” şeklinde kodlanmışlardır. Kayıptan kaçınma düzeylerini yansıtan istatistikler ve frekans tablosu aşağıda görüldüğü gibidir. Tablo 32’ye göre katılımcıların ortalama kayıptan kaçınma düzeyi 2,83 olup orta düzeyin üstündedir.

Tablo 32: Kayıptan Kaçınma Ortalaması

KAYIPTAN KAÇINMA DÜZEYİ ORTALAMASI		
N	Geçerli	255
	Kayıp	0
Ortalama		2,83
Ortanca (Medyan)		3,00

²² Burada B1 ve B2 sorularına verilen I. tercih cevapları risksiz seçenekler, B3 ve B4 sorularına verilen II. tercih cevaplar düşük riskli seçenekler olarak değerlendirilmiştir. Kayıptan kaçınma önyargısı kayıplara kazançlardan daha fazla anlam yüklenmesi sonucu ortaya çıkmaktadır. Soruların bu şekilde hazırlanmasının temel amacı, bu durumun gözlenebilmesine olanak sağlanmasıdır. Nitekim yukarıdaki tablolardan da anlaşıldığı üzere B1 ve B2 nolu sorularda görülen durum B3 ve B4 sorularında tam tersidir. Dolayısıyla ilk grupta garanti seçenekler garanti karı yansıtmaları nedeniyle yüksek oranda tercih edilirken, ikinci grup sorularda bu seçenek garanti kaybı yansıttığından daha az tercih edilmiştir.

Aşağıdaki kayıptan kaçınma düzeyi frekans tablosunda ise rasyonel katılımcı sayısının yalnızca bir kişi olduğu görülmektedir.

Tablo 33: Kayıptan Kaçınma Düzeyi Frekansları

KAYIPTAN KAÇINMA DÜZEYİ					
	Frekans (Sıklık)	Yüzde	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde	
Geçerli	RASYONEL	1	,4	,4	,4
	DÜŞÜK KAYIPTAN KAÇINMA ÖNYARGISI	32	12,5	12,5	12,9
	ORTA SEVİYEDE KAYIPTAN KAÇINMA ÖNYARGISI	74	29,0	29,0	42,0
	YÜKSEK SEVİYEDE KAYIPTAN KAÇINMA ÖNYARGISI	50	19,6	19,6	61,6
	TAM KAYIPTAN KAÇINMA ÖNYARGISI	98	38,4	38,4	100,0
	Toplam	255	100,0	100,0	

Daha sonra, rasyonel katılımcı sayısının sadece bir kişi olması ve bununla birlikte istatistiksel analizlerde gözlem sayısının belli bir sayının üzerinde olması gerektiğinden bu kodlama, medyan değere (3) göre üçe indirilerek, medyan değer altında kalanlar “1=Düşük düzey kayıptan kaçınma önyargısı (aynı zamanda rasyonelliğe en yakın birey)”, medyan değere karşılık gelenler “2=Orta düzey kayıptan kaçınma önyargısı” ve medyan değer üzerinde yer alanlar “3=Yüksek düzey kayıptan kaçınma önyargısı” şeklinde tanımlanmıştır.

En son durumda oluşan kayıptan kaçınma düzeylerine göre frekans tablosu aşağıdaki gibidir. Buna göre katılımcıların yaklaşık %42’si düşük düzey, %44’ü yüksek düzey kayıptan kaçınma grubunda yer almışlardır.

Tablo 34: Medyan Değerine Göre Kayıptan Kaçınma Düzeyleri

KAYIPTAN KAÇINMA DÜZEYİ					
	Frekans (Sıklık)	Yüzde	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde	
Geçerli	DÜŞÜK DÜZEY KAYIPTAN KAÇINMA	107	42,0	42,0	42,0
	ORTA DÜZEY KAYIPTAN KAÇINMA	35	13,7	13,7	55,7
	YÜKSEK DÜZEY KAYIPTAN KAÇINMA	113	44,3	44,3	100,0
	Toplam	255	100,0	100,0	

Firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin kayıptan kaçınma önyargısının en düşük düzey olan 1’den (rasyonel ya da rasyonelliğe en yakın düzey) farklı olup olmadığının hipotez

testi için oluşturulan hipotez aşağıdaki gibidir. Test için en düşük düzey kayıptan kaçınma skoru dikkate alınmıştır.

H₀: Firma yöneticileri ve/veya sahipleri kayıptan kaçınan bireyler değildir.

H₁: Firma yöneticileri ve/veya sahipleri kayıptan kaçınan bireylerdir.

Bu hipotezin t testi sonuçları aşağıda verilmiştir. Buna göre p=0.05 anlamlılık düzeyinde H₀ hipotezi reddedilir. Dolayısıyla firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin kayıptan kaçınma davranışsal önyargısı sergiledikleri sonucuna varılmıştır.

Tablo 35: Kayıptan Kaçınma Önyargısı Tek Örneklem t Testi

	Test Değeri = 1					
	t	SD	Anlamlılık	Ortalama Fark	%95 Güven Aralığı	
					En Düşük	En Yüksek
KAYIPTAN KAÇINMA SKORU	22,630	254	,000	1,176	1,07	1,28

4.6.7. Dayanak Noktası Önyargısının Firma Sahibi ve Yöneticileri Arasında Görülme Sıklığının Araştırılması ve Dayanak Noktası Skoru

Dayanak noktası önyargısı ektteki ankette yer alan C Grubu toplam 4 soru (EK 5) ile ölçülmüştür. Sorular ve toplanan verilerin frekans analizi aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 36: Dayanak Noktası C3. ve C4. soruya verilen cevapların frekansları

C3 - Orta Afrika Cumhuriyeti' nin nüfusu hangi aralıktadır?					
	Frekans (Sıklık)	Yüzde	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde	
Geçerli	1 Milyondan daha az	1	,4	,4	,4
	1 Milyon – 5 Milyon arasındadır	13	5,1	5,1	5,5
	6 Milyon – 10 Milyon arasındadır	21	8,2	8,2	13,7
	10 Milyon – 15 Milyon arasındadır	32	12,5	12,5	26,3
	16 Milyon – 20 Milyon arasındadır	43	16,9	16,9	43,1
	21 Milyon – 25 Milyon arasındadır	59	23,1	23,1	66,3
	26 Milyon – 30 Milyon arasındadır	34	13,3	13,3	79,6
	31 Milyon – 35 Milyon arasındadır	19	7,5	7,5	87,1
	35 Milyondan daha fazladır	33	12,9	12,9	100,0
	Toplam	255	100,0	100,0	

Tablo 36'nın devamı

C4 - Tuna Nehri' nin uzunluğu hangi aralıktadır?

	Frekans (Sıklık)	Yüzde	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde
500'den az	1	,4	,4	,4
500-1000 km	16	6,3	6,3	6,7
1001-1500km	20	7,8	7,8	14,5
1501-2000 km	31	12,2	12,2	26,7
2001-2500 km	43	16,9	16,9	43,5
Geçerli 2501-3000 km	44	17,3	17,3	60,8
3001-3500 km	28	11,0	11,0	71,8
3501-4000 km	32	12,5	12,5	84,3
4001-4500 km	22	8,6	8,6	92,9
4500'den fazla	18	7,1	7,1	100,0
Toplam	255	100,0	100,0	

Tablo 36'ya göre dayanak noktası önyargısı sorularına verilen cevaplar, literatürde öne sürüldüğü gibi soru içerisinde belirtilen dayanak sayı başlangıç noktası alınarak verilmiştir. Buna göre C3. sorunun tam cevabı Dünya Bankası 2013 verilerine göre 4 milyon 616 bin kişidir. Verilen cevaplara dikkat edilirse, genel olarak dayanak sayı (20 milyon kişi) çevresinde yoğunlaşmıştır. Aynı şekilde Tuna Nehri'nin uzunluğu 2860 km'dir. Dayanak sayı ise 2000 km olarak belirtilmiştir. Tuna Nehri'nin uzunluğu konusunda hiçbir fikrin olmadığı belirsizlik durumunda verilen cevapların yine dayanak sayı baz alınarak verildiği görülmektedir.

Tablo 37: Dayanak Noktası sorularına verilen cevapların tanımlayıcı istatistikleri

	C3–Orta Afrika Cumhuriyeti' nin nüfusu hangi aralıktadır?	C4–Tuna Nehri' nin uzunluğu hangi aralıktadır?
N	255	255
Geçerli	0	0
Kayıp	0	0
Ortalama	5,78	4,98
Ortanca (Medyan)	6,00	5,00

Tablo 37'e göre C3. soruya verilen cevapların ortalamalarının 16 milyon ile 25 milyon arasında olduğu görülmektedir (ortalama=5,78). Aynı şekilde C4. soruya verilen cevapların ortalamaları ise 2001 kilometre ile 3000 kilometre arasındadır (4,98).

Dayanak noktası önyargısının her birey için hangi düzeyde olduğunu belirlenmesi amacıyla **dayanak noktası skoru** (DANSKO) hesaplanmıştır. Literatür bölümünde bahsi geçen DNİ'nin kullanılması bu çalışma kapsamında mümkün olmadığından, ayrı bir hesaplama yöntemi kullanılmıştır. DNİ'nin kullanılmamasının sebebi 3 örneklem

grubu ve 3 farklı soru grubu gerektirmesidir. Bu çalışmada ise tek bir örneklem grubu söz konusu olduğundan DNİ kullanılmamıştır.

Bu çalışmada dayanak noktası skoru katılımcının verdiği cevap aralığının karşılığı olan kodun, karşılaştırmalı sorular içerisinde belirtilen dayanak sayılara karşılık gelen koda olan rakamsal uzaklıkları toplamının ortalamalarıdır. Dayanak noktası skoru, analizlerde ve tezin yazımında kolaylık sağlanması amacıyla çalışmanın bundan sonraki bölümlerinde “DANSKO” şeklinde kısaltılarak ifade edilecektir. Örneğin cevaplayıcı C3. soruya “16 milyon ile 20 milyon arasındadır” şikkini işaretleyerek cevap vermiş ise bu cevap şikkı yukarıdan aşağıya 5. şık olduğundan kodu 5’tir. Dayanak sayı 20 milyon ise yine 5. şık aralığındadır ve kodu yine 5’tir. O halde cevabın dayanak sayıya uzaklığı $5 - 5 = 0$ ’dır. Bu hesaplama C4. soru içinde aynen yapılır. Elde edilen iki DANSKO toplanır ve ortalamaları alınır. Elde edilen sonuç ilgili katılımcının ortalama DANSKO’sudur.

DANSKO, bireyler bazında daha belirgin olarak ortaya konması ve analiz sonuçlarının yorumlanmasını kolaylaştırması amacıyla gruplandırılmıştır. Bu gruplandırma aşağıdaki Tablo 38’de ifade edilmiştir. Buna göre DANSKO’su “0” olarak hesaplanan bir katılımcının tam dayanak noktası önyargısına sahip olduğu, skoru 4,50 olan katılımcının ise en düşük düzeyde dayanak noktası önyargısına sahip olduğu veya rasyonel birey olduğu ifade edilir.

Tablo 38: Dayanak Noktası Düzeyleri ve Skorları

DAYANAK NOKTASI DÜZEYİ	DANSKO ARALIĞI
Tam Dayanak Noktası	0
Yüksek Düzey Dayanak Noktası	0,50-1,50
• Düzey 1	• 0,50
• Düzey 2	• 1,00
• Düzey 3	• 1,50
Orta Düzey Dayanak Noktası	2,00-3,00
• Düzey 1	• 2,00
• Düzey 2	• 2,50
• Düzey 3	• 3,00
Düşük Düzey Dayanak Noktası	3,50-4,50
• Düzey 1	• 3,50
• Düzey 2	• 4,00
• Düzey 3	• 4,50

Bu çalışmada katılımcıların dayanak noktası skorlarına ilişkin istatistiki bilgiler aşağıdaki tabloda özetlenmiştir. Buna göre ortalama DANSKO 2,38'dir ve orta düzeydedir. En sık görülen değer 1,5 ve ortanca değer 2,5'tur.

Tablo 39: Dayanak Noktası Tanımlayıcı İstatistikler

DANSKO		
N	Geçerli	255
	Kayıp	0
Ortalama		2,3784
Ortanca (Medyan)		2,5000
En sık değer (Mod)		1,50

Aşağıdaki tabloda bu durum daha açık bir şekilde görülmektedir. Tam önyargıya sahip katılımcı sayısının 2 olduğu ve en yoğun düzeyin 73 katılımcı ile yüksek önyargı düzeyi olduğu dikkati çekmektedir. Bu nedenle bu gibi gözlem sayısı düşük önyargı grupları istatistiksel analiz esnasında birleştirilmek durumunda kalmıştır.

Tablo 40: Dayanak Noktası düzeyi frekansları

DANSKO				
	Frekans (Sıklık)	Yüzde	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde
Tam Önyargı Durumu	2	,8	,8	,8
Yüksek Önyargı1	11	4,3	4,3	5,1
Yüksek Önyargı2	22	8,6	8,6	13,7
Yüksek Önyargı3	48	18,8	18,8	32,5
Orta Düzey Önyargı1	38	14,9	14,9	47,5
Geçerli Orta Düzey Önyargı2	45	17,6	17,6	65,1
Orta Düzey Önyargı3	30	11,8	11,8	76,9
Düşük Düzey Önyargı1	31	12,2	12,2	89,0
Düşük Düzey Önyargı2	12	4,7	4,7	93,7
Düşük Düzey Önyargı3	16	6,3	6,3	100,0
Toplam	255	100,0	100,0	

Birleştirme işlemi medyan değerine göre yapılmıştır. Tanımlayıcı istatistikler tablosundan (Tablo 39) da anlaşıldığı üzere dayanak noktası skorlarının medyan değeri 2,50 (orta düzey)'dir. Buna göre medyan değerinin altında yer alan değerler için dayanak noktası düzeyi "yüksek (KODU:1)", medyan değere karşılık gelenler için dayanak noktası düzeyi "orta (KODU:2)" ve medyan değerinin üstünde kalanlar için dayanak noktası düzeyi "düşük (KODU:3)" olarak tanımlanmıştır.

Buna göre en son durumda oluşan dayanak noktası düzeylerine göre frekans tablosu aşağıdaki gibi oluşmuştur. Buna göre katılımcıların %34,9'u düşük düzey %47,5'i yüksek düzey dayanak noktası grubunda yer almışlardır.

Tablo 41: Medyan değerine göre dayanak noktası düzeyleri

DAYANAK NOKTASI DÜZEYİ					
		Frekans (Sıklık)	Yüzde	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde
Geçerli	Yüksek Düzey Dayanak Noktası	121	47,5	47,5	47,5
	Orta Düzey Dayanak Noktası	45	17,6	17,6	65,1
	Düşük Düzey Dayanak Noktası	89	34,9	34,9	100,0
	Toplam	255	100,0	100,0	

Firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin dayanak noktası önyargısı sergileyip sergilemediklerinin hipotez testi için ise oluşturulan hipotez aşağıdaki gibidir.

H₀: Firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin dayanak noktası önyargısına sahip değildirler.

H₁: Firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin dayanak noktası önyargısına sahip bireylerdir.

Bu hipotezin t testi sonuçları tablo 42’te verilmiştir. Test edilen değer bu kez 4,5’tir (En düşük dayanak noktası skoru, tablo 38’deki düşük dayanak noktası düzey 3). Buna göre $p=0.05$ anlamlılık düzeyinde H_0 hipotezi reddedilir (anlamlılık $0,000 < 0,05$). Firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin dayanak noktası davranışsal önyargısı sergiledikleri sonucuna varılır. İki ortalama arasındaki fark -2,12’dir.

Tablo 42: Dayanak Noktası Önyargısı Tek Örneklem t Testi

	Test Değeri = 4.5					
	t	SD	Anlamlılık	Ortalama Fark	%95 Güven Aralığı	
					En Düşük	En Yüksek
DANSKO	-31,748	254	,000	-2,12157	-2,2532	-1,9900

4.6.8. İyimserlik Önyargısının Firma Sahibi ve Yöneticileri Arasında Görülme Sıklığının Araştırılması ve İyimserlik Skoru

Çalışmada, iyimserlik önyargısı, anketin D grubu soruları ile ölçülmüştür. Analiz için kodlama 1: Tamamen Yanlış ,..., 4: Tamamen Doğru şeklinde yapılmıştır. D grubu sorulara verilen cevapların tanımlayıcı istatistikleri aşağıdaki tablo 43'te verilmiştir. Sadece bu tabloya bakılarak da araştırmaya katılanların yüksek düzeyde bir iyimserlik sergilediğinden söz edilebilir. Katılımcılar her soruya ortalama olarak “doğru” ve “tamamen doğru” şeklinde cevap vermişlerdir. Her sorunun medyan değeri de “3” yani “doğru” seçeneğidir. Yine en sık değer “3” yani “doğru” değeridir. Veriler, Skewness-Kurtosis değerlerine bakıldığında da anlaşılacağı üzere bu değerlerin kabul edilebilir sınırlar içerisinde olmasından dolayı, normal dağılım göstermektedirler.

Tablo 43: İyimserlik Sorularının Tanımlayıcı İstatistikleri

	D1	D2	D3	D4	D5	D6	D7	D8	D9	D10
N Geçerli	255	255	255	255	255	255	255	255	255	255
Kayıp	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ortalama	3,25	3,19	3,24	3,33	3,34	3,39	3,24	3,25	3,28	3,13
Ortanca (Medyan)	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00
En sık değer (Mod)	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Çarpıklık	-,091	-,178	-,280	,262	,008	-,410	,739	-,138	,272	,163
Basıklık	1,726	1,623	1,045	-,955	-,767	,980	-,240	1,559	-,516	,435

Diğer üç önyargıda olduğu gibi iyimserlik önyargısında da iyimserlik skorunun hesaplanması bireysel bazda iyimserlik düzeyinin ölçülmesini, yapılacak analizin amaca uygun olmasını ve daha net sonuçlar vermesini sağlayacaktır. İyimserlik düzeyi (skoru), analizlerde ve yazımda kolaylık sağlanması amacıyla çalışmanın bundan sonraki bölümlerinde “İYİSKO” şeklinde kısaltılarak ifade edilecektir. Bu amaçla her bir soruya verilen cevapların toplanması suretiyle hesaplanan ve çalışmanın “iyimserliğin ölçülmesi” bölümünde nasıl hesaplandığına ilişkin bilgilere daha detaylı yer verilen İYİSKO ile ilgili istatistiki bilgiler aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Tablo 44: İyimserlik düzeyi tanımlayıcı istatistikleri
İYİSKERLİK DÜZEYİ (SKORU)

	Geçerli	255
N	Kayıp	0
Ortalama		32,64
Ortanca (Medyan)		32,00
En sık değer (Mod)		30
Çarpıklık		,271
Basıklık		,202

Tablo 44'e göre araştırmaya katılan firma yöneticisi ya da sahiplerinin ortalama İYİSKO'su 32,64'tür. Bu sonuç finansal kararlarda söz sahibi firma yöneticisi veya sahiplerinin genel olarak yüksek düzeyde bir iyimserlik davranışsal önyargısına sahip olduklarını ortaya koymaktadır. Ayrıca iyimserlik düzeyleri normal dağılmaktadır (Skewness 0,271 Kurtosis 0,202).

Bu skor aynı zamanda diğer uluslararası alanda yapılan çalışmaların elde ettiği sonuçlara çok yakın olarak ortaya çıkmıştır. Örneđin Schumacher (2006) iyimserlik skorunu 31,9 olarak hesaplarken, Luszczyńska, Scholz ve Schwarzer (2005) 3 farklı ülkede yaptıkları çalışma sonucunda İYİSKO'yu ortalama olarak 29,83 olarak hesaplamışlardır. 25 farklı ülkede yapılan uygulamanın ortalama İYİSKO'su ise 29,5'tir (Scholz, Dona, Sud ve Schwarzer, 2002). Aypay (2010) bu değerini 27,42 ve Uysal (2013) 32,65 olarak hesaplamıştır. Bu ölçek sonucu elde edilen ortalama toplam puanın artması, kişinin iyimserlik düzeyinin iyi ve yüksek durumda olduğunun bir göstergesidir (Schwarzer ve Jerusalem, 1995; Gözüm ve Aksayan, 1999). Bu nedenle aşağıdaki şekilde ifade edilecek bir hipotez doğrulanmış olmaktadır.

H₁₀: Firma yöneticileri ve/veya sahipleri iyimserlik önyargısına sahip bireylerdir.

H₁₁: Firma yöneticileri ve/veya sahipleri iyimserlik önyargısına sahip bireylerdir.

İyimserlik düzeyleri yapılacak analizlerde standartlık ve kolaylık sağlanması ve gözlem sayısı çok düşük grupların tek bir grup altında toplanması amacıyla medyan değerlerine göre 3 gruba ayrılmıştır. Yukarıda tablo 44'te görüldüğü gibi iyimserlik skorlarının medyan değerini 32'dir. Gruplama yapılırken medyan değerinin altında kalan değerler için "düşük düzey iyimserlik (KODU:1)" üstünde kalan değerler için "yüksek düzey

iyimserlik (KODU:3)” tanımlaması kullanılmıştır. Medyan değer ise “orta düzey iyimserlik (KODU:2)” olarak tanımlanmıştır.

Buna göre en son durumda oluşan iyimserlik düzeylerine göre frekans tablosu aşağıdaki gibidir. Buna göre katılımcıların yaklaşık %40’ı düşük düzey ve yaklaşık %48’i yüksek düzey iyimserlik grubunda yer almışlardır.

Tablo 45: İyimserlik düzeyi frekansları

İYİMSERLİK DÜZEYİ					
		Frekans (Sıklık)	Yüzde	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde
Geçerli	DÜŞÜK DÜZEY İYİMSERLİK	101	39,6	39,6	39,6
	ORTA DÜZEY İYİMSERLİK	32	12,5	12,5	52,2
	YÜKSEK DÜZEY İYİMSERLİK	122	47,8	47,8	100,0
	Toplam	255	100,0	100,0	

Çalışmanın uygulama bölümünde buraya kadar yapılan analizler “H1 Ana Hipotezi” ile bu hipotezin alt hipotezlerinin test edilmesini amaçlamıştır. Sonuç olarak, H1 Ana Hipotezi doğrulanmış ve firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin çalışmaya konu olan dört davranışsal önyargıyı sergiledikleri ortaya konmuştur. Çalışmanın bundan sonraki başlıkları altında, “H2 Ana Hipotezi” ve ilgili alt hipotezler test edilecektir. Dolayısıyla davranışsal önyargıları sergiledikleri ortaya konan katılımcıların sergiledikleri bu önyargıların düzeylerinin, firma finansal kararları üzerinde bir etkisinin olup olmadığı ortaya konmaya çalışılacaktır.

4.6.9. Kendine Aşırı Güven ve Finansal Kararlarla İlgili Hipotezlerin Test Edilmesi

Sermaye Yapısı Kararları

Çalışmanın literatür kısmında da değinildiği üzere, firmalarda yöneticilerin ve/veya firma sahiplerinin faaliyetlerinin finansmanında kullandıkları finansman alternatifleri tercihleri ile kendine aşırı güven davranışsal önyargısı arasında bir ilişki olduğu ve kimi çalışmalarda bu tür yöneticilerin daha çok dış borçlanmayı (Shefrin, 1999; Hackbarth, 2002, 2004a, 2004b; Fairchild, 2009) kimi çalışmalarda ise daha çok firma karını kullanmayı tercih ettikleri (Malmendier ve diğerleri, 2011) belirtilmektedir. Aynı

zamanda kendine aşırı güvenen firma yöneticilerinin kısa vadeli borçlanmayı (Landier ve Thesmar, 2009) uzun vadeli borçlanmaya tercih edecekleri bunun nedeninin de yatırım projelerinin güvenilirliğini abartmaları ve temerrüde düşme ihtimallerini zayıf görmeleri olduğu ileri sürülmektedir (Purhanudin ve Zakaria, 2015:33).

Söz konusu bulguların ve iddiaların test edilmesi amacıyla öncelikle sermaye yapısı ile ilgili sorulara verilen cevapların frekans analizi yapılmıştır.

Ankette yer alan sermaye yapısı ile ilgili 15. soruya verilen cevapların frekans analizi aşağıdaki tablolarda görüldüğü gibidir. Buna göre kendine aşırı güvenli katılımcıların büyük çoğunluğunun faaliyetlerinin finansmanında ilk tercihi firma karlarını kullanmaktır (%65,9).

Tablo 46: Faaliyetlerin finansmanında ilk kullanılan finansman kaynağı

(Firmanızın normal faaliyetlerinin (hammadde ve malzeme, ticari mal, makine ve teçhizat, bina, arsa, araç vb. alımı, yatırım yapma gibi) finansmanında aşağıdaki finansman kaynaklarından BİRİNCİ olarak hangisini kullanırsınız?)

	Frekans (Sıklık)	Yüzde	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde
Geçerli				
Firma Karını Kullanmak	168	65,9	65,9	65,9
Ortaklardan Borçlanma	18	7,1	7,1	72,9
Kısa Vadeli Borçlanma	45	17,6	17,6	90,6
Uzun vadeli borçlanma	16	6,3	6,3	96,9
Diğer	8	3,1	3,1	100,0
Toplam	255	100,0	100,0	

İkinci tercihleri ise aşağıdaki tablodan da anlaşılacağı üzere %42 oranında ortaklardan borçlanma, %36,9 oranında dış borçlanma alternatifleri şeklindedir.

Tablo 47: Faaliyetlerin finansmanında ikinci olarak kullanılan finansman kaynağı

(Firmanızın normal faaliyetlerinin (hammadde ve malzeme, ticari mal, makine ve teçhizat, bina, arsa, araç vb. alımı, yatırım yapma gibi) finansmanında aşağıdaki finansman kaynaklarından İKİNCİ olarak hangisini kullanırsınız?)

	Frekans (Sıklık)	Yüzde	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde
Geçerli				
Firma Karını Kullanmak	12	4,7	4,7	4,7
Ortaklardan Borçlanma	107	42,0	42,0	46,7
Kısa Vadeli Borçlanma	51	20,0	20,0	66,7
Uzun vadeli borçlanma	43	16,9	16,9	83,5
Diğer	42	16,5	16,5	100,0
Toplam	255	100,0	100,0	

Katılımcıların üçüncü tercihlerini ise %91,4 oranında dış finansman alternatifleri (kısa ve uzun vadeli banka ve satıcı kredileri, eş, dost, akraba vb.) oluşturmaktadır.

Tablo 48: Faaliyetlerin finansmanında üçüncü olarak kullanılan finansman kaynağı
(Firmanızın normal faaliyetlerinin (hammadde ve malzeme, ticari mal, makine ve teçhizat, bina, arsa, araç vb. alımı, yatırım yapma gibi) finansmanında aşağıdaki finansman kaynaklarından ÜÇÜNCÜ olarak hangisini kullanırsınız?)

	Frekans (Sıklık)	Yüzde	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde
Geçerli				
Firma Karını Kullanmak	8	3,1	3,1	3,1
Ortaklardan Borçlanma	14	5,5	5,5	8,6
Kısa Vadeli Borçlanma	102	40,0	40,0	48,6
Uzun vadeli borçlanma	38	14,9	14,9	63,5
Diğer	93	36,5	36,5	100,0
Toplam	255	100,0	100,0	

Tablolar incelendiğinde dikkate çeken bir başka durum, kendine aşırı güvenli firma yöneticileri ve/veya firma sahiplerinin kısa vadeli borçlanmayı uzun vadeli borçlanmaya her seçenekte tercih ettikleridir. Ayrıca bu sonuçlara göre, finansal hiyerarşi teorisinin varsayımlarından biri olan “Firmalar faaliyetlerinin finansmanında ilk olarak dağıtılmamış karlarını kullanırlar. Daha sonra borçlanma alternatifini tercih ederler. Son olarak yeni hisse senedi ihraç etmek suretiyle sermaye artırımını alternatifinden yararlanırlar.” varsayımının incelenen firmalar açısından kısmen geçerli olduğu söylenebilir.

Peki, faaliyetlerin finansmanında hangi alternatiflerin kullanılacağına ilişkin kararların, bu kararları alan kişilerin sahip oldukları kendine aşırı güven davranışsal önyargısının “düzeyi” ile bir ilişkisi var mıdır? Bu konuyla ilgili olarak test edilecek hipotez aşağıdaki gibidir;

H2A1₀: Faaliyetlerin finansmanında kullanılan alternatifler firma yöneticisi ve/veya firma sahiplerinin KALSKO’larına göre farklılık göstermez.

H2A1₁: Faaliyetlerin finansmanında kullanılan alternatifler firma yöneticisi ve/veya firma sahiplerinin KALSKO’larına göre farklılık gösterir.

Faaliyetlerin finansmanında ilk olarak kullanılan finansman kaynağına göre Kruskal Wallis tek yönlü varyans analizi sonuçları aşağıdaki gibidir.

Tablo 49: Kendine aşırı güven düzeylerine göre ilk olarak kullanılan finansman kaynağının Kruskal Wallis testi

	KENDİNE AŞIRI GÜVEN DÜZEYİ	N	Ortalama Sıra
Faaliyetlerinizin finansmanında ilk olarak kullandığınız finansman kaynağı aşağıdakilerden hangisidir? (1: Firma Karı, 2: Ortaklardan Borçlanma, 3: Kısa Vadeli dış borçlanma, 4: Uzun vadeli dış borçlanma, 5: Diğer)	Düşük Kendine Aşırı Güven	101	126,38
	Orta Kendine Aşırı Güven	68	127,04
	Yüksek Kendine Aşırı Güven	86	130,66
	Toplam	255	
			Faaliyetlerinizin finansmanında ilk olarak kullandığınız finansman kaynağı aşağıdakilerden hangisidir? (1: Firma Karı, 2: Ortaklardan Borçlanma, 3: Kısa Vadeli dış borçlanma, 4: Uzun vadeli dış borçlanma, 5: Diğer)
Chi-Square			,243
SD			2
Anlamlılık			,886

Yapılan tek yönlü varyans analizi (Kruskal Wallis) sonucunda finansman kaynağı olarak ilk kullanılan alternatiflerin, kendine aşırı güven düzeylerine göre farklılaşmadığı görülmüştür (anlamlılık $0,886 > 0,05$). Ortalama sıra değerlerine bakıldığında da bu durum açıkça görülmektedir.

Faaliyetlerin finansmanında ikinci olarak kullanılan finansman alternatifi kararlarının KALKSO skorlarına göre farklılaştığına yönelik de istatistiksel olarak anlamlı bir sonuç bulunamamıştır (anlamlılık $0,177 > 0,05$). Ortalama sıra değerlerine bakıldığında da bu durum açıkça görülmektedir.

Tablo 50: Kendine aşırı güven düzeylerine göre ikinci olarak kullanılan finansman kaynağının Kruskal Wallis testi

	KENDİNE AŞIRI GÜVEN DÜZEYİ	N	Ortalama Sıra
Faaliyetlerinizin finansmanında ikinci olarak kullandığınız finansman kaynağı aşağıdakilerden hangisidir? (1: Firma Karı, 2: Ortaklardan Borçlanma, 3: Kısa Vadeli dış borçlanma, 4: Uzun vadeli dış borçlanma, 5: Diğer)	Düşük Kendine Aşırı Güven	101	122,22
	Orta Kendine Aşırı Güven	68	141,53
	Yüksek Kendine Aşırı Güven	86	124,09
	Toplam	255	
Ki Kare			3,466
SD			2
Anlamlılık			,177

Yine aynı şekilde üçüncü olarak kullanılan finansman alternatiflerinin KALKSO skorlarına göre farklılaştığına yönelik istatistiksel olarak anlamlı bir sonuç bulunamamıştır (Anlamlılık $0,509 > 0,05$). Ortalama sıra değerlerine bakıldığında da bu durum açıkça görülmektedir.

Tablo 51: Kendine aşırı güven düzeylerine göre üçüncü olarak kullanılan finansman kaynağının Kruskal Wallis testi

	KENDİNE AŞIRI GÜVEN DÜZEYİ	N	Ortalama Sıra
Faaliyetlerinizin finansmanında üçüncü olarak kullandığınız finansman kaynağı aşağıdakilerden hangisidir? (1: Firma Karı, 2: Ortaklardan Borçlanma, 3: Kısa Vadeli dış borçlanma, 4: Uzun vadeli dış borçlanma, 5: Diğer)	Düşük Kendine Aşırı Güven	101	123,44
	Orta Kendine Aşırı Güven	68	135,97
	Yüksek Kendine Aşırı Güven	86	127,06
	Toplam	255	
Ki Kare			1,352
SD			2
Anlamlılık			,509

Bu sonuçlara göre, firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin faaliyetlerinin finansmanında kullandıkları alternatifler kendine aşırı güven düzeylerine göre farklılaşmamaktadır. Buna karşın bu sonucun ortaya çıkmasında bu çalışmada kullanılan örneklem yapısının ve araştırma yöntemlerinin farklı olması da sebep olabilir. Bununla birlikte kendine aşırı güvenen katılımcıların faaliyetlerinin finansmanında öncelikle dağıtılmamış karlarını kullandıkları, ikinci olarak ortaklarından borçlanmayı tercih ettikleri ve üçüncü tercih olarak kısa vadeli borçlanmayı uzun vadeli borçlanmaya tercih ettikleri frekans tablolarından (tablo 46-48) açıkça görülmektedir. Bu sıralamanın oluşmasında, KOBİ'lerin finansman kaynaklarına ulaşmada yaşadıkları problemlerin etkisinin de göz önünde bulundurulması önemlidir.

Yatırım Kararları

Literatürde bu konuda ileri sürülen bulgulara göre, kendine aşırı güvenen firma yöneticilerinin ve/veya sahiplerinin yaptıkları yatırımlardan bekledikleri nakit akımlarının değeri fiili olarak gerçekleşen nakit akımlarının değerinden daha yüksektir (Malmendier ve Tate, 2004; Hirshleifer ve diğerleri, 2012). Dolayısıyla kendine aşırı güven önyargısının etkisi söz konusu olduğunda, yatırımdan beklenen kazanç, yatırımın gerçek getirisinden büyük olmaktadır.

Bu iddiayı test etmek için öncelikle 12. ve 14. sorulara verilen cevaplar ile KALSKO'lar incelenmiştir. Aşağıdaki tablolarda 12. ve 14. sorulara verilen cevapların tanımlayıcı istatistikleri ve frekans dağılımları yer almaktadır. Buna göre kendine aşırı güvenen katılımcıların faaliyetleri kapsamında yaptıkları yatırımlardan bekledikleri ortalama getiri 3,69 iken yatırımlardan fiili olarak elde ettikleri getiri 2,47'dir (tablo 52).

Tablo 52: Yapılan yatırımlardan beklenen ve elde edilen getiri oranlarının ortalaması

		Yatırımdan elde edilen getiri	Yatırımdan beklenen getiri
N	Geçerli	255	255
	Kayıp	0	0
Ortalama		2,47	3,69

Tablo 53 ve 54'e baktığımızda ise katılımcıların çoğunlukla %10 ve altı oranında (91 kişi) getiri elde ederken, elde etmeyi bekledikleri getirinin %21-%30 aralığında (55 kişi) en fazla olduğunu görmekteyiz.

Tablo 53: Yapılan yatırımlardan elde edilen getiri oranlarının frekans analizi

S12 - Yaptığınız işletme yatırımlarından elde ettiğiniz getiri, genel olarak, yüzde kaç seviyelerinde gerçekleşmektedir?

	Frekans (Sıklık)	Yüzde	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde	
Geçerli	%10 ve altı (1)	91	35,7	35,7	35,7
	%11-%20 (2)	44	17,3	17,3	52,9
	%21-%30 (3)	71	27,8	27,8	80,8
	%31-%40 (4)	27	10,6	10,6	91,4
	%41-%50 (5)	11	4,3	4,3	95,7
	%51-%60 (6)	3	1,2	1,2	96,9
	%61 ve üstü (7)	8	3,1	3,1	100,0
	Toplam	255	100,0	100,0	

Tablo 54: Yapılan yatırımlardan beklenen getiri oranlarının frekans analizi

S14 - Yaptığınız işletme yatırımlarından genel olarak yüzde kaç getiri elde etmeyi beklersiniz?

	Frekans (Sıklık)	Yüzde	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde	
Geçerli	%10 ve altı (1)	48	18,8	18,8	18,8
	%11-%20 (2)	42	16,5	16,5	35,3
	%21-%30 (3)	55	21,6	21,6	56,9
	%31-%40 (4)	21	8,2	8,2	65,1
	%41-%50 (5)	20	7,8	7,8	72,9
	%51-%60 (6)	24	9,4	9,4	82,4
	%61 ve üstü (7)	45	17,6	17,6	100,0
	Toplam	255	100,0	100,0	

Sonuç olarak kendine aşırı güvenen katılımcıların yatırımlarından elde etmeyi bekledikleri getiri oranı fiili olarak elde ettikleri orandan daha fazladır. Bu durumun katılımcıların kendine aşırı güven düzeylerine göre farklılaşıp farklılaşmadığını test etmek amacıyla tek yönlü varyans analizi yapılmıştır. Bu amaçla oluşturulan hipotezler aşağıdaki gibidir;

H2A2₀: Firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin yatırımlarından elde etmeyi bekledikleri getiri ile fiili olarak elde ettikleri getiri arasındaki fark KALSKO'ları göre farklılık göstermez.

H2A2₁: Firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin yatırımlarından elde etmeyi bekledikleri getiri ile fiili olarak elde ettikleri getiri arasındaki fark KALSKO’ları göre farklılık gösterir.

Bu hipotezin test edilebilmesi için öncelikle her bir katılımcı için beklenen getiri ile elde edilen getiri arasındaki fark hesaplanmış ve “FARK” değişkeni elde edilmiştir. Daha sonra FARK değişkeni ile KALSKO değişkeni arasındaki ilişki tek yönlü varyans analizi ile incelenmiştir. Tablo 55’te sonuçları verilen analize göre, beklenen ve gerçekleşen getiri oranları arasındaki fark, kendine aşırı güven düzeyine göre değişiklik göstermez (anlamlılık 0,584>0,05). Dikkat edilirse bu sonuçlar “kendine aşırı güven düzeyleri”ne göre elde edilen sonuçlardır. Bununla beraber katılımcıların kendine aşırı güvenli bireyler oldukları tek örneklem t testi sonuçları ile ortaya konmuştur. Bu nedenle frekans ve ortalamaların verildiği tablolara bakıldığında (tablo 52, 53 ve 54) beklenen getiri oranının elde edilen getiri oranından daha fazla olduğu ve literatürdeki bulguları kısmen de olsa desteklediği görülecektir. Bu durum aşağıdaki korelasyon analizinde de gözlenebilmektedir (tablo 56).

Tablo 55: Yatırımdan beklenen getiri ile elde edilen getiri arasındaki farkın kendine aşırı güven düzeyine göre tek yönlü varyans analizi

Beklenen getiri ile elde edilen getiri arasındaki fark

	Kareler Toplamı	SD	Ortalama Kare	F	Anlamlılık
Gruplararası	3,139	2	1,569	,540	,584
Grupiçi	732,563	252	2,907		
Toplam	735,702	254			

Aşağıdaki tabloda ise KALSKO ile iki değişken arasındaki ilişkiyi gösteren korelasyon analizi sonuçları verilmiştir.

Tablo 56: Yatırımdan beklenen getiri ile elde edilen getirisinin kendine aşırı güven düzeyi ile ilişkisinin korelasyon analizi

	S12-Yaptığınız işletme yatırımlarından elde ettiğiniz getiri, genel olarak, yüzde kaç seviyelerinde gerçekleşmektedir?	S14-Yaptığınız işletme yatırımlarından genel olarak yüzde kaç getiri elde etmeyi beklersiniz?	KALSKO
KALSKO	Pearson Korelasyon Katsayısı	-,142*	1
	Anlamlılık	,024	,106
	N	255	255

Buna göre KALSKO ile gerçekleşen getiri oranı arasında negatif-zayıf bir ilişkiden söz edilmektedir. Dolayısıyla literatürde öne sürüldüğü gibi kendine aşırı güven düzeyi arttıkça yatırımlardan elde edilen getiri oranı düşmektedir. Yapılan analizler sonucu elde edilen bulgular, kendine aşırı güvenen katılımcıların yaptıkları yatırımlardan elde etmeyi bekledikleri getirinin gerçekleşen getiriden daha fazla olduğunu ortaya koymaktadır. Bununla beraber kendine aşırı güven derecesi arttıkça gerçekleşen getiri oranı zayıf düzeyde bir düşüş göstermektedir.

Literatürde, yukarıdaki bulguyu bir başka açıdan ele alan çalışmalara bakıldığında, kendine aşırı güven önyargısının zarar edilme olasılığı yüksek yatırım projelerinin karlı yatırımlar olarak algılanmasına neden olabileceğinin öne sürüldüğü görülmektedir (Malmendier ve Tate, 2004; Gervais ve diğerleri, 2003; Kim, Zhang ve Wang, 2014; Iyer, Sankaran ve Nejadmalayeri, 2015).

Bu iddianın test edilmesi amacıyla ekteki ankette yer alan 8. soru ile katılımcıların karlı yatırım olarak algıladıkları yatırımlardan zarar etme sıklıkları ölçülmüştür. 8. soruya verilen cevaplar aşağıdaki tabloda görüldüğü gibidir. Normalde 5'li likert tipi ölçekle ölçülen²³ bu soruya verilen cevaplar gözlem sayısının çok düşük olduğu hücreler birleştirilmek üzere 3 grupta²⁴ toplanmıştır. Buna göre katılımcıların büyük çoğunluğu nadiren de olsa karlı bir yatırım olarak algıladıkları yatırım projelerinden zarar ettiklerini belirtmişlerdir (%73,7).

Tablo 57: Karlı bir yatırım olarak görülen yatırımlardan zarar edilme sıklığı

S8 - Başlarken karlı bir yatırım olarak gördüğünüz projelerden zarar ettiğiniz oldu mu?

	Frekans (Sıklık)	Yüzde	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde
Sıklıkla oluyor	13	5,1	5,1	5,1
Nadiren oluyor	175	68,6	68,6	73,7
Hiç zarar etmedim	67	26,3	26,3	100,0
Toplam	255	100,0	100,0	

Bu durumun kendine aşırı güven önyargısının düzeyi ile bir ilişkisinin olup olmadığının tespit edilmesi amacıyla Kruskal Wallis testi yapılmıştır. Bu amaçla oluşturulan hipotez aşağıdaki gibidir;

²³ 1: Çok sık oluyor, 2: Sıklıkla oluyor, 3: Nadiren oluyor, 4: Çok nadiren oluyor, 5: Hiç zarar etmedim

²⁴ 1: Sıklıkla oluyor (çok sık ve sıklıkla seçenekleri birleştirilmiştir), 2: Nadiren oluyor (çok nadiren ve nadiren seçenekleri birleştirilmiştir), 3: Hiç zarar etmedim

H2A3₀: Firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin karlı bir yatırım olarak algıladıkları yatırım projelerinden zarar etme sıklıkları ile KALSKO'ları arasında bir ilişki yoktur.

H2A3₁: Firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin karlı bir yatırım olarak algıladıkları yatırım projelerinden zarar etme sıklıkları ile KALSKO'ları arasında bir ilişki vardır.

Tablo 58: Kendine aşırı güven düzeyinin karlı bir yatırım olarak görülen yatırımlardan zarar edilme sıklığına göre Kruskal Wallis testi

	S8 - Başlarken karlı bir yatırım olarak gördüğünüz projelerden zarar ettiğiniz oldu mu?	N	Ortalama Sıra
KENDİNE AŞIRI GÜVEN DÜZEYİ	Sıklıkla oluyor	13	151,54
	Nadiren oluyor	175	126,25
	Hiç zarar etmedim	67	127,99
	Toplam	255	

	KENDİNE AŞIRI GÜVEN DÜZEYİ
Ki Kare	1,615
SD	2
Anlamlılık	,446

Yapılan analize göre karlı bir yatırım olarak algılanan projelerden zarar etme sıklıkları kendine aşırı güven önyargısı düzeyinden bağımsızdır (anlamlılık $0,446 < 0,05$). Bu durum sıralamalar tablosunda yer alan ortalama sıralamalara bakıldığında da açıkça görülmektedir. Bununla birlikte katılımcıların kendine aşırı güvenli bireyler olmalarından yola çıkılarak frekans tablosuna (Tablo 57) bakıldığında nadiren de olsa bu tür yatırımlarla karşılaştığını belirten katılımcı sayısı oldukça yüksektir. Bu durum kısmen de olsa, yukarıda ifade edilen, “kendine aşırı güvenen karar vericilerin yatırım projelerinin değerlendirilmesi sürecinde hatalı değerlendirmeler yaparak bu projelerden zarar ettikleri” bulgusunu destekler niteliktedir.

Kendine Aşırı Güven ve Ar-Ge ve İnovasyon

Literatür incelendiğinde kendine aşırı güven davranışsal önyargısının Ar-Ge ve inovasyon faaliyetleri açısından da ele alındığı görülmektedir (Galasso ve Simcoe, 2011; Hirshleifer, Low ve Teoh, 2012; Malmendier ve Zheng, 2012; Chen, Ho ve Ho; 2014). Bu konuda ortaya konan bulgulara göre kendine aşırı güven davranışsal önyargısı firma yöneticisi ve/veya firma sahiplerinin daha fazla Ar-Ge çalışması ve harcaması yapmalarına ve aynı zamanda inovasyon ve patent başarısı elde etmelerine

imkan sağlamaktadır. Bu bulgunun araştırılması amacıyla öncelikle 5'li likert ölçeği (1:Kesinlikle Katılmıyorum,...,5:Tamamen Katılıyorum) ile ölçülen E8, E9 ve E10 numaralı sorulara verilen cevaplar frekans ve tanımlayıcı istatistikler ile incelenmiştir. Aşağıdaki tanımlayıcı istatistikler ve frekans tabloları (Tablo 59 ve 60) incelendiğinde görüldüğü gibi, katılımcıların her üç ifade için verdikleri cevaplar ifadelere katılma yönünde gerçekleşmiştir.

Tablo 59: İnovasyon ve Ar-Ge Sorularının Tanımlayıcı İstatistikleri

		E8-İnovasyon (yenilikçilik) çalışmalarımız nedeniyle sıklıkla patent başvurusu yapar ve alırız.	E9-Araştırma ve Geliştirme faaliyetlerine büyük önem veririz ve bu konuda harcama yapmaktan çekinmeyiz.	E10-Araştırma ve Geliştirme faaliyetlerimiz nedeniyle çevremiz tarafından sürekli olarak takdir edilen ve örnek alınan bir firmayız.
N	Geçerli	255	255	255
	Kayıp	0	0	0
Ortalama		3,18	3,58	3,68

Buna göre kendine aşırı güvenen firma yöneticisi ve/veya sahiplerinin genel olarak araştırma ve geliştirme faaliyetleri ile inovasyon ve patent çalışmalarına önem verdikleri ve başarı elde ettikleri görülmektedir.

Tablo 60: İnovasyon ve Ar-Ge sorularının Frekans Analizleri

E8-İnovasyon (yenilikçilik) çalışmalarımız nedeniyle sıklıkla patent başvurusu yapar ve alırız.

		Frekans (Sıklık)	Yüzde	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde
Geçerli	Kesinlikle Katılmıyorum	14	5,5	5,5	5,5
	Katılmıyorum	65	25,5	25,5	31,0
	Ne katılıyorum Ne katılmıyorum	61	23,9	23,9	54,9
	Katılıyorum	91	35,7	35,7	90,6
	Tamamen Katılıyorum	24	9,4	9,4	100,0
	Toplam	255	100,0	100,0	

E9-Araştırma ve Geliştirme faaliyetlerine büyük önem veririz ve bu konuda harcama yapmaktan çekinmeyiz.

		Frekans (Sıklık)	Yüzde	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde
Geçerli	Kesinlikle Katılmıyorum	8	3,1	3,1	3,1
	Katılmıyorum	30	11,8	11,8	14,9
	Ne katılıyorum Ne katılmıyorum	59	23,1	23,1	38,0
	Katılıyorum	123	48,2	48,2	86,3
	Tamamen Katılıyorum	35	13,7	13,7	100,0
	Toplam	255	100,0	100,0	

Tablo 60'ın devamı

E10-Araştırma ve Geliştirme faaliyetlerimiz nedeniyle çevremiz tarafından sürekli olarak takdir edilen ve örnek alınan bir firmayız.

	Frekans (Sıklık)	Yüzde	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde	
Geçerli	Kesinlikle Katılmıyorum	4	1,6	1,6	1,6
	Katılmıyorum	25	9,8	9,8	11,4
	Ne katılıyorum Ne katılmıyorum	72	28,2	28,2	39,6
	Katılıyorum	101	39,6	39,6	79,2
	Tamamen Katılıyorum	53	20,8	20,8	100,0
	Toplam	255	100,0	100,0	

Ar-Ge, inovasyon ve patent sorularına verilen cevapların kendine aşırı güven düzeylerine göre farklılaşıp farklılaşmadığının tespiti için aşağıdaki hipotezler test edilecektir.

H2A4₀: Firma yöneticisi ve/veya sahiplerinin Ar-Ge, inovasyon ve patent çalışmalarına önem verme ve başarı dereceleri KALSKO'ları göre bir farklılık göstermez.

H2A4₁: Firma yöneticisi ve/veya sahiplerinin Ar-Ge, inovasyon ve patent çalışmalarına önem verme ve başarı dereceleri KALSKO'larına göre farklılık gösterir.

Bu hipotez, sonuçları aşağıdaki tabloda verilen, tek yönlü varyans testi ile test edilmiştir. Yapılan analiz sonuçlarına göre Ar-Ge, inovasyon ve patent çalışmaları kendine aşırı güven düzeyine göre bir farklılık göstermemektedir (her üç ifade için signifiante değerleri 0,05 anlamlılık değerinden düşüktür). Sonuç olarak firmaların, Ar-Ge ve inovasyon açısından belirli bir çaba içerisinde oldukları ve belirli düzeyde başarılar elde ettikleri ancak bu durumun kendine aşırı güven düzeyleri ile bir ilişkisinin olmadığı görülmektedir.

Tablo 61: İnovasyon ve Ar-Ge sorularının Anova Analizleri

		Kareler Toplamı	SD	Ortalama Kare	F	Anlamlılık
E8-İnovasyon (yenilikçilik) çalışmalarımız nedeniyle sıklıkla patent başvurusu yapar ve alırız.	Gruplararası	3,378	2	1,689	1,436	,240
	Grupiçi	296,324	252	1,176		
	Toplam	299,702	254			
E9-Araştırma ve Geliştirme faaliyetlerine büyük önem veririz ve bu konuda harcama yapmaktan çekinmeyiz.	Gruplararası	5,327	2	2,664	2,857	,059
	Grupiçi	234,932	252	,932		
	Toplam	240,259	254			
E10-Araştırma ve Geliştirme faaliyetlerimiz nedeniyle çevremiz tarafından sürekli olarak tadır edilen ve örnek alınan bir firmayız.	Gruplararası	5,087	2	2,543	2,784	,064
	Grupiçi	230,184	252	,913		
	Toplam	235,271	254			

Kendine Aşırı Güven ve Devralma ve Birleşme Kararları

Yatırım kararları ve kendine aşırı güven önyargısı bağlamında literatürde yapılan çalışmaların bir bölümü de devralma ve birleşme yatırımlarını incelemektedir (Liu ve Taffler, 2008; Billet ve Qian, 2008; Bressane ve Maia, 2010). Bu konuda yapılan çalışmalara göre, kendine aşırı güven önyargısının, firma yöneticileri ve/veya sahiplerini devralma ya da birleşme yatırımlarına teşvik ettiği (Roll, 1986; Malmendier ve Tate, 2003, 2005), devralma sözleşmelerinde yer alan maddelerin getirilerinin ve devralınan firmaların performanslarının düşük olmasına, genellikle hatalı değerlemeler yapılmasına ve zarar edilmesine sebep olduğu öne sürülmektedir (Doukas ve Petmezas, 2007; Vrabel, 2015:23).

Satın alma ve birleşme kararları ankette yer alan 9. soru ile ölçülmüştür. Katılımcıların 9. soruya verdikleri cevapların frekans analizi aşağıdaki gibidir.

Tablo 62: Satın alma veya Birleşme ile ilgili 9. Soruya verilen cevapların frekans analizi

S9 - Daha önce başka bir firmayı yatırım amaçlı satın aldım ya da başka bir firmayla birleştim ve...

	Frekans	Yüzde	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde
Geçerli	Karlı bir yatırım gerçekleştirdim.	78	30,6	30,6
	Ne Kar Ne Zarar Ettim	20	7,8	38,4
	Zarar Ettim	10	3,9	42,4
	YAPMADIM	147	57,6	100,0
	Toplam	255	100,0	100,0

Yukarıdaki tabloya göre 255 firmadan 108'i satın alma veya birleşme yatırımı gerçekleştirmiştir. Katılımcıların büyük çoğunluğu (%30,6) bu yatırımlardan kar elde ettiğini bildirmiştir. %3,9'u ise zarar ettiğini belirtmiştir.

Tablo 63'te ise, satın alma ve birleşme yatırımlarının başarısının, kendine aşırı güven düzeyine göre farklılaşıp farklılaşmadığına ilişkin anova analizi sonuçları görülmektedir. Tanımlayıcı istatistikler tablosunda görüldüğü gibi ifadeye “zarar ettim” şeklinde cevap veren kişi sayısı 10 ve KALSKO'ları ortalama 0,7730 iken, karlı bir yatırım gerçekleştirdim diyen kişi sayısı 78 ve KALSKO'ları 0,7522'dir. Tanımlayıcı istatistikler ve anova tablolarından (anlamlılık 0,916<0,05) anlaşıldığı üzere devralma ve birleşme yatırımlarının başarısı kendine aşırı güven önyargısı düzeyine göre farklılaşmamaktadır. Bu durumun ortaya çıkmasında, gruplardaki gözlem sayılarının parametrik testler için gereken sayıdan düşük olmasının yanında çalışmanın örnekleminin KOBİ'leri konu alması ve daha çok küçük ölçekli firmalardan oluşması da etkili olmuştur. Bunun yanında satın alma ve birleşme yatırımlarının kendine aşırı güven düzeyi ile ilişkisi, gelecek çalışmalarda ayrı bir başlık altında incelenebilecek potansiyele sahiptir.

Tablo 63: Satın alma ve Birleşme ile kendine aşırı güven düzeylerinin ANOVA analizi sonuçları

S9 - Daha önce başka bir firmayı yatırım amaçlı satın aldım ya da başka bir firmayla birleştim ve...	N	KALSKO Ortalama	SS	SH	%95 Güven Aralığı	
					En Düşük	En Yüksek
Karlı bir yatırım gerçekleştirdim.	78	,7522	,17552	,01987	,7126	,7918
Ne Kar Ne Zarar Ettim	20	,7085	,20507	,04586	,6125	,8045
Zarar Ettim	10	,7730	,14008	,04430	,6728	,8732
YAPMADIM	147	,7435	,16984	,01401	,7159	,7712
Toplam	255	,7446	,17295	,01083	,7233	,7659

	Kareler Toplamı	SD	Ortalama Kare	F	Anlamlılık
Gruplararası	,332	2	,166	,088	,916
Grupiçi	475,370	252	1,886		
Toplam	475,702	254			

Kendine Aşırı Güven ile Cinsiyet ve Yatırım Davranışı Arasındaki İlişki

Kendine aşırı güven davranışsal önyargısının cinsiyet açısından ele alındığı çalışma sayısı az olmakla beraber artmaya devam etmektedir. Bu konuda yapılan çalışmalardan birinde Barber ve Odean (2010) erkek yatırımcıların finansal piyasalarda kadın

yatırımcılara göre daha fazla işlem yaptıklarını belirtirken bunu erkek yatırımcıların yeteneklerine ve bilgilerine olan aşırı güvenlerine bağlamaktadır. Aynı sonuca Biais ve diğerleri (2005)'de ulaşmıştır. Huang ve Kisgen (2013) erkek yöneticilerin kendine aşırı güven önyargısına sahip olmaları nedeniyle kadın yöneticilerden belirli firma kararları (satın alma ve birleşme, borçlanma, opsiyon kullanımı vb.) noktasında farklılaştığını belirtmektedir.

Literatürde öne sürülen bulgulara göre genel olarak erkek bireyler kadınlara göre daha fazla kendine aşırı güvene sahiptirler (Lundeborg ve diğerleri, 1994; Correll, 2001; Bengtsson, Persson ve Willenhag, 2005; Huang ve Kisgen, 2013). Kendine aşırı güvenen erkek yöneticiler kendine aşırı güvenen kadın yöneticilere göre daha fazla işletme yatırımı yaparlar (Huang ve Kisgen, 2013). Katılımcıların yatırım düzeyi 11. soru ile test edilmiştir. Bu soruya verilen cevapların frekans analizi aşağıdaki tabloda görüldüğü gibidir.

Tablo 64: Firmaların son 3 yılda yaptıkları yatırım tutarı

S11 - Son 3 yılda işletme faaliyetleriniz kapsamında yaptığınız toplam yatırım tutarı ortalama olarak hangi aralıktadır?

	Frekans	Yüzde	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde
10.000-50.000 TL (1)	67	26,3	26,3	26,3
51.000-100.000 TL (2)	45	17,6	17,6	43,9
101.000- 150.000 TL (3)	27	10,6	10,6	54,5
151.000- 200.000 TL (4)	16	6,3	6,3	60,8
201.000-250.000 TL (5)	16	6,3	6,3	67,1
251.000-300.000 TL (6)	10	3,9	3,9	71,0
301.000-350.000 TL (7)	14	5,5	5,5	76,5
351.000-400.000 TL (8)	2	,8	,8	77,3
401.000 TL ve üstü (9)	58	22,7	22,7	100,0
Toplam	255	100,0	100,0	

Buna göre bu soruya en fazla %26,3 ile 10.000-50.000 TL aralığı ve %22,7 oranında 401.000 TL ve üstü şeklinde cevap verilmiştir.

Konuyla ilgili olarak bağımsız örneklem t testi ile test edilecek hipotez ise aşağıdaki şekilde yeniden ifade edilmiştir.

H2A5₀: Yapılan işletme yatırımı tutarı firma yönetici veya sahiplerinin cinsiyetine göre bir farklılık göstermez.

H2A5₁: Yapılan işletme yatırımı tutarı firma yönetici veya sahiplerinin cinsiyetine göre farklılık gösterir.

Tablo 65: Firmaların son 3 yılda yaptıkları yatırım tutarının cinsiyete göre bağımsız örneklem t testi

	Cinsiyetiniz:	N	Ortalama	SS	SH Ortalaması
S11 - Son 3 yılda işletme faaliyetleriniz kapsamında yaptığınız toplam yatırım tutarı ortalama olarak hangi aralıktadır?	Kadın	73	3,90	2,964	,347
	Erkek	182	4,36	3,169	,235

	Levene Homojenlik Testi									
		F	Anlamlılık	t	SD	Anlamlılık	Ortalama Fark	Std. Hata Fark	%95 Güven Aralığı	
									En Düşük	En Yüksek
S11-Son 3 yılda işletme faaliyetleriniz kapsamında yaptığınız toplam yatırım tutarı ortalama olarak hangi aralıktadır?	Varyans Eşitliği Varsayımı	3,205	,075	1,051	253	,294	-,453	,431	-1,302	,396
	Varyansların Eşit Varsayılmaması			1,081	141,366	,281	-,453	,419	-1,281	,375

Yukarıdaki bağımsız gruplar t testi sonuçlarına göre son 3 yılda yapılan toplam yatırım tutarında katılımcıların cinsiyeti açısından anlamlı bir farklılık bulunamamıştır ($0,294 > 0,05$). Bununla birlikte erkek katılımcıların ortalama yatırım düzeyleri 4,36 iken kadın yöneticilerin 3,90'dır. Bu nedenle bu çalışmadaki örneklem baz alındığında erkek yöneticilerin daha fazla yatırım yaptıkları söylenebilir.

Literatürde ayrıca kendine aşırı güvenen erkek yöneticilerin yaptıkları yatırımdan elde ettikleri getirinin kendine aşırı güvenen kadın yöneticilerin yaptıkları yatırımdan elde ettikleri getiriye göre farklılaştığı belirtilmektedir (Huang ve Kisgen, 2013; Barber ve Odean, 2001).

Bu bulgunun test edilmesi amacıyla bağımsız örneklem t testi yapılmış ve sonuçlar Tablo 66'da verilmiştir. Buna göre yapılan yatırımlardan elde edilen getiri düzeyi cinsiyete göre farklılaşmaktadır (anlamlılık $0,019 < 0,05$). Kadın yöneticilerin elde ettikleri getiri ortalamaları 2,12 iken erkek yöneticilerin 2,60'tır.

Tablo 66: Yapılan yatırımlardan elde edilen getiri oranının cinsiyete göre bağımsız örneklem t testi

		Cinsiyetiniz:	N	Ortalama	Std. Sapma	Std. Hata Ortalama				
S12.Yaptığınız işletme yatırımlarından elde ettiğiniz getiri, genel olarak, yüzde kaç seviyelerinde gerçekleşmektedir?	Kadın		73	2,12	1,384	,162				
	Erkek		182	2,60	1,508	,112				
		Levene Homojenlik Testi								
		F	Anlamlılık	t	SD	Anlamlılık	Ortalama Fark	Std. Hata Fark	%95 Güven Aralığı	
									En Düşük	En Yüksek
S12.Yaptığınız işletme yatırımlarından elde ettiğiniz getiri, genel olarak, yüzde kaç seviyelerinde gerçekleşmektedir?	Varyans Eşitliği Varsayımı	,454	,501	-2,357	253	,019	-,481	,204	-,883	-,079
	Varyansların Eşit Varsayılmaması			-2,445	143,913	,016	-,481	,197	-,870	-,092

Kendine aşırı güven ve cinsiyet ile ilgili olarak literatürde ileri sürülen bir başka bulguya göre erkek yöneticiler kadın yöneticilerden daha fazla kendine aşırı güvene sahiptirler (Huang ve Kisgen, 2013; Barber ve Odean, 2001).

Bu iddianın test edilmesi amacıyla bağımsız örneklem t testi uygulanmıştır. Tablo 67'ye göre istatistiksel açıdan bu iki grup arasında kendine aşırı güven düzeylerine göre bir farklılık bulunamamıştır (anlamlılık $0,557 > 0,05$). Bir başka deyişle, kendine aşırı güven düzeyleri incelenen firmalarda görev yapan katılımcıların cinsiyetleri açısından bir farklılık göstermemektedir. Bu durumun ortaya çıkmasında en önemli etken gözlem sayıları arasındaki farklılıktır.²⁵

²⁵ Erkek katılımcı sayısı 182 olmasına karşın kadın katılımcı sayısı 73'tür.

Tablo 67: Kendine aşırı güven düzeylerinin cinsiyete göre bağımsız örneklem t testi

		Levene Homojenlik Testi								
		F	Anlamlılık	t	SD	Anlamlılık	Ortalama Fark	Std. Hata Fark	%95 Güven Aralığı	
									En Düşük	En Yüksek
KENDİNE AŞIRI GÜVEN DÜZEYİ	Varyans Eşitliği Varsayımı	,065	,799	,588	253	,557	,01411	,02399	-,03314	,06136
	Varyansların Eşit Varsayılmaması			,575	126,979	,566	,01411	,02452	-,03442	,06263

Kar Dağıtım Kararları

Literatürde kendine aşırı güvenen firma yöneticileri ve/veya sahipleri tarafından yönetilen firmalarda kar payı ödemelerinin düşük oranlarda gerçekleşeceği ileri sürülmektedir (Cordeiro, 2009; Deshmukh ve diğerleri, 2013). Firmaların kar payı ödeme oranları 17. soru ile tespit edilmiştir. Aşağıdaki tabloda kar dağıtım oranını ölçen 17. soruya ilişkin frekans tablosu verilmiştir. Tabloya göre kar dağıtım oranlarının en fazla %1 ile %20 oranları arasında yoğunlaştığı görülmektedir.

Tablo 68: Firmaların kar payı dağıtım oranı
Kar payı dağıtım oranınız, genel olarak, aşağıdaki aralıklardan hangisinde yer alır?

		Frekans (Sıklık)	Yüzde	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde
Geçerli	Dağıtılabilir karın %1'i ile %10'i arasında değişir.	80	31,4	31,4	31,4
	Dağıtılabilir karın %11'i ile %20'si arasında değişir.	65	25,5	25,5	56,9
	Dağıtılabilir karın %21'i ile %30'u arasında değişir.	33	12,9	12,9	69,8
	Dağıtılabilir karın %31'i ile %40'ı arasında değişir	21	8,2	8,2	78,0
	Dağıtılabilir karın %41'i ile %50'si arasında değişir	18	7,1	7,1	85,1
	Dağıtılabilir karın %51'i ile %60'ı arasında değişir	16	6,3	6,3	91,4
	Dağıtılabilir karın %61 ve üstü	22	8,6	8,6	100,0
	Toplam	255	100,0	100,0	

Peki, kar dağıtım oranları kendine aşırı güven düzeyine göre farklılaşmakta mıdır? Bu sorunun yanıtı için test edilecek hipotez aşağıdaki gibidir.

H2A6₀:Firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin yaptıkları kar payı ödemesi oranı kendine aşırı güven düzeylerine göre farklılık göstermez.

H2A6₁: Firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin yaptıkları kar payı ödemesi oranı kendine aşırı güven düzeylerine göre farklılık gösterir.

Aşağıda bu hipotezlere ilişkin tek yönlü varyans analizi sonuçları görülmektedir. Buna göre anlamlılık $0,038 < 0,05$ olduğundan H2A6₀ hipotezi reddedilerek yapılan kar payı ödemesi oranının kendine aşırı güven düzeyine göre farklılaştığı sonucuna ulaşılmıştır.

Tablo 69: Firmaların kar payı dağıtım oranlarının kendine aşırı güven düzeylerine göre Anova analizi

Kar payı dağıtım oranınız, genel olarak, aşağıdaki aralıklardan hangisinde yer alır?

	Kareler Toplamı	SD	Ortalama Kare	F	Anlamlılık
Gruplararası	22,717	2	11,359	3,324	,038
Grupiçi	861,032	252	3,417		
Toplam	883,749	254			

Peki, bu farklılık hangi gruplardan kaynaklanmaktadır. Bunun tespiti için ikili karşılaştırma testlerinden Scheffe test sonuçları yorumlanmalıdır.

Tablo 70: Anova analizi Scheffe Testi Sonuçları

Bağımlı Değişken: - Kar payı dağıtım oranınız, genel olarak, aşağıdaki aralıklardan hangisinde yer alır?
Scheffe

(I) KENDİNE AŞIRI GÜVEN DÜZEYİ	(J) KENDİNE AŞIRI GÜVEN DÜZEYİ	Ortalama Fark (I-J)	Std. Hata	Anlamlılık	95% Confidence Interval	
					En Düşük Bound	En Yüksek Bound
Düşük Kendine Aşırı Güven	Orta Kendine Aşırı Güven	,482	,290	,253	-,23	1,20
	Yüksek Kendine Aşırı Güven	,676*	,271	,046	,01	1,34
	Düşük Kendine Aşırı Güven	-,482	,290	,253	-1,20	,23
Orta Kendine Aşırı Güven	Yüksek Kendine Aşırı Güven	,194	,300	,811	-,54	,93
	Düşük Kendine Aşırı Güven	-,676*	,271	,046	-1,34	-,01
	Orta Kendine Aşırı Güven	-,194	,300	,811	-,93	,54

Scheffe testi sonuçlarına göre düşük kendine aşırı güven grubuyla yüksek kendine aşırı güven grupları arasında, kar dağıtım oranları bakımından anlamlı bir farklılık vardır (anlamlılık $0,046 < 0,05$). Hangi kendine aşırı güven grubundaki katılımcıların kar

dağıtım oranlarının daha yüksek olduğunu tespit edebilmek amacıyla tanımlayıcı istatistikler tablosuna bakılmalıdır.

Tablo 71: Anova analizi tanımlayıcı istatistikleri

S19 - Kar payı dağıtım oranınız, genel olarak, aşağıdaki aralıklardan hangisinde yer alır?

	N	Ortalama	Std. Sapma	Std. Hata	%95 Güven Aralığı		Minimum	Maximum
					En Düşük Bound	En Yüksek Bound		
Düşük Kendine Aşırı Güven	101	3,19	2,257	,225	2,74	3,63	1	10
Orta Kendine Aşırı Güven	68	2,71	1,517	,184	2,34	3,07	1	9
Yüksek Kendine Aşırı Güven	86	2,51	1,524	,164	2,18	2,84	1	6
Toplam	255	2,83	1,865	,117	2,60	3,06	1	10

Tablo 71’de görüldüğü gibi düşük kendine aşırı güvene sahip katılımcıların kar dağıtım ortalamaları 3,19 iken yüksek kendine aşırı güvene sahip katılımcıların ortalaması 2,51’dir. Buna göre düşük kendine aşırı güven grubunda yer alan katılımcıların ödediği kar dağıtım oranı diğer gruplardan daha fazladır ve **H2A6₁** hipotezi doğrulanmıştır.

Kar dağıtımıyla ilgili bir başka hipoteze göre ise kendine aşırı güven düzeyleri yüksek firma yöneticileri ve/veya sahipleri tarafından yönetilen firmalarda, yapılan yatırımlardan beklenen nakit akışları yüksek ise yüksek düzeylerde kar payı ödemesi yapılır (Ben-David ve diğerleri, 2007; Wu ve Liu, 2011; Deshmukh, Goel ve Howe, 2010). Bu hipotezin test edilebilmesi amacıyla öncelikle veri setinde düzenlemelere gidilmiştir. Bu yapılırken, kendine aşırı güven düzeyi yüksek olan (3) katılımcılar tespit edilerek bu katılımcıların beklenen getiri ve kar payı dağıtım oranlarına verdikleri cevaplar analiz edilmiştir. Bu amaçla test edilecek hipotez aşağıdaki şekilde ifade edilmiştir;

H2A7₀: Kendine aşırı güven düzeyleri yüksek firma yöneticileri ve/veya firma sahiplerinin yaptıkları yatırımlardan bekledikleri getiri oranı ile uyguladıkları kar payı dağıtım oranı arasında bir ilişki yoktur.

H2A7₁: Kendine aşırı güven düzeyleri yüksek firma yöneticileri ve/veya firma sahiplerinin yaptıkları yatırımlardan bekledikleri getiri oranı ile uyguladıkları kar payı dağıtım oranı arasında bir ilişki vardır.

Aşağıdaki tabloda kendine aşırı güven düzeyleri yer almaktadır. Buna göre kendine aşırı güven düzeyi yüksek katılımcı sayısı 86 kişidir.

Tablo 72: Kendine aşırı güven düzeyleri
KENDİNE AŞIRI GÜVEN DÜZEYİ

	Frekans (Sıklık)	Yüzde	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde
Geçerli	Düşük Kendine Aşırı Güven	101	39,6	39,6
	Orta Kendine Aşırı Güven	68	26,7	66,3
	Yüksek Kendine Aşırı Güven	86	33,7	100,0
	Toplam	255	100,0	100,0

Yüksek kendine aşırı güven sergileyen 86 kişinin ankette yer alan 14. ve 17. sorulara verdikleri cevaplar arasında bir ilişki olup olmadığı korelasyon analizi ile test edilmiştir. Aşağıda sonuçlarına yer verilen analize göre anlamlılık 0,036 değeri 0,05 anlamlılık düzeyinden küçük olduğundan iki değişken arasında bir ilişki olduğu sonucuna varılmıştır. İlişkinin kuvveti düşük düzeyde ve pozitifdir (Pearson korelasyon katsayısı 0,227'dir). Bu sonuçlara göre yatırımlardan beklenen nakit akımlarının ya da beklenen getiri oranlarının düzeyi yüksek ise uygulanan kar payı ödeme oranı da yüksek olmaktadır. Bunun sebebi kendine aşırı güven davranışsal önyargısının firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin yatırımlarından beledikleri başarıyı ve getiri oranlarını abartmalarına yol açması nedeniyle firmalarının karlılık seviyesinin gelecekte de yüksek olacağına ve likidite sorunu yaşamayacaklarına olan inançlarıdır.

Tablo 73: Beklenen getiri oranı ile kar dağıtım oranları arasındaki ilişkinin Korelasyon analizi

		Yaptığınız işletme yatırımlarından genel olarak yüzde kaç getiri elde etmeyi beklersiniz?	Kar payı dağıtım oranınız, genel olarak aşağıdaki aralıklardan hangisinde yer alır?
Yaptığınız işletme yatırımlarından genel olarak yüzde kaç getiri elde etmeyi beklersiniz?	Pearson Korelasyon Katsayısı	1	,227*
	Anlamlılık		,036
	N	86	86
Kar payı dağıtım oranınız, genel olarak aşağıdaki aralıklardan hangisinde yer alır?	Pearson Korelasyon Katsayısı	,227*	1
	Anlamlılık	,036	
	N	86	86

Karlılık Algısı

Kendine aşırı güven önyargısının, firma yöneticileri veya sahiplerinin firmalarının ya da faaliyetlerinin karlılığı üzerinde yanlış değerlendirmelere yol açabileceği belirtilmektedir. Bu durum kimi zaman, gelecekteki nakit akımlarının abartılması nedeniyle tüm zorunlu faiz ve borç ödemeleri yapıldıktan sonra dahi firmasının hala çok karlı bir firma olduğunu algılamaya devam etmesi şeklinde ortaya çıkarken, kimi zaman gelecekte elde edilecek karların abartılması, kimi zaman da firmanın sektördeki diğer firmalardan daha karlı olarak algılanması şeklinde ortaya çıkmaktadır (Malmendier, Tate ve Yan, 2006; Park ve Kim, 2011). Bu olgulardan hareketle karlılık algısı ve KALSKO arasında bir ilişkinin olup olmadığının tespitine yönelik oluşturulan bir başka hipotez aşağıdaki gibidir;

H2A8: Kendine aşırı güvenen firma yöneticileri ve/veya sahipleri kendi firmalarının karlılığının diğer firmalardan daha yüksek olduğuna inanırlar.

Karlılık algısı ankette yer alan 13. soru ile ölçülmüştür. 13. soruya verilen cevapların frekans analizi aşağıdaki gibidir. Tablo 74'e göre katılımcıların çoğunluğu kendi firmalarının karlılığının diğer firmalardan daha fazla olduğu şeklinde bir düşünceye sahip değildir.

Tablo 74: Sektöre göre karlılık algısı frekans analizi

S13 - Firmanızın karlılığının, aynı sektörde rekabet ettiğiniz diğer firmaların karlılığından daha fazla olduğunu düşünüyor musunuz?

	Frekans (Sıklık)	Yüzde	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde
Geçerli Evet	107	42,0	42,0	42,0
Hayır	148	58,0	58,0	100,0
Toplam	255	100,0	100,0	

Hipotezin test edilebilmesi amacıyla aşağıdaki şekilde yeniden ifade edilmesi uygun görülmüştür.

H2A8₀: Firma yöneticileri veya sahiplerinin KALSKO'ları ile faaliyette buldukları sektöre göre firma karlılığı algıları arasında bir ilişki yoktur.

H2A8₁: Firma yöneticileri veya sahiplerinin KALSKO'ları ile faaliyette buldukları sektöre göre firma karlılığı algıları arasında bir ilişki vardır.

İlgili hipotezin test edilmesi amacıyla korelasyon analizi uygulanmıştır. Tablo 75’de korelasyon analizi sonuçları görülmektedir. Tabloya göre söz konusu iki değişken arasında anlamlı bir ilişki ortaya çıkmamıştır (anlamlılık $0,849 > 0,05$). Bu sonuca göre sektöre göre karlılık algısının, incelenen firmalar açısından, kendine aşırı güven düzeyinden bağımsız olarak şekillendiği söylenebilir.

Tablo 75: Sektöre göre karlılık algısının kendine aşırı güven düzeyi ile ilişkisinin korelasyon analizi

		S13 - Firmanızın karlılığının, faaliyette bulunduğunuz sektörün karlılığından daha fazla olduğunu düşünüyor musunuz?	Kendine Aşırı Güven Düzeyi
Kendine Aşırı Güven Düzeyi	Pearson Korelasyon Katsayısı	,012	1
	Anlamlılık	,849	
	N	255	255

Risk Algısı

Firmalarda finansal kararlardan sorumlu yönetici ve/veya sahiplerin firmalarını tehdit eden faiz oranı, enflasyon, döviz kuru, rekabet, siyasi vb. risk unsurlarını önemseme ya da algı düzeyleri konusu bir başka araştırma alanı olmuştur (Larwood ve Whittaker, 1977; Moore, 1977; Reinhart ve Rogoff, 2010; Eisenbach ve Schlmaz, 2015). Yapılan çalışmalar genel olarak, kendine aşırı güvenin, bireylerin risk algılarını azalttığını ve bu durumun aşırı riskli kararlar almalarına neden olabildiğini vurgulamaktadır (Russo and Schoemaker 1992; McCarthy, Schoorman, and Cooper 1993). Gerçekten, risk algısı olgusu firmalarda alınan finansal kararlar üzerinde etkili bir unsur ise bunun davranışsal yönlerinin incelenmesi de önemlidir.

Bu çalışmada yukarıdaki olgular ışığında kendine aşırı güvenin risk algısı üzerindeki etkisi aşağıda yer alan hipotez ile test edilecektir. Risk algısının ölçüldüğü soru, ankette yer alan E5 nolu 5’li likert tipi ölçek ile ölçülen sorudur.

H2A9: Kendine aşırı güven düzeyleri yüksek firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin risk algıları kendine aşırı güven düzeyleri düşük yönetici ve/veya firma sahiplerine göre daha düşüktür.

H2A9 hipotezi düzenlenerek aşağıdaki test hipotezlerine dönüştürülmüştür.

H2A9₀: Firma yönetici ve/veya sahiplerinin firmalarını tehdit eden riskleri algılama düzeyleri KALSKO'larına göre farklılık göstermez.

H2A9₁: Firma yönetici ve/veya sahiplerinin firmalarını tehdit eden riskleri algılama düzeyleri KALSKO'larına göre farklılık gösterir.

Bu hipotez korelasyon analizi ile test edilmiştir. Aşağıdaki tabloda yer alan sonuçlara göre bu iki değişken arasında düşük düzeyde istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmuştur (anamlılık 0,041<0,05; pearson korelasyon katsayısı 0,128). Kendine aşırı güven düzeyi arttıkça risk algısı azalmaktadır²⁶.

Tablo 76: Risk algısının kendine aşırı güven düzeyi ile ilişkisinin korelasyon analizi

		KENDİNE AŞIRI GÜVEN DÜZEYİ	E5-Firmamı tehdit eden yönetilemez derecede herhangi bir risk unsuru (faiz oranı, enflasyon, döviz kuru, rekabet, siyasi vb.) olduğunu ya da oluşacağını düşünmüyorum.
KENDİNE AŞIRI GÜVEN DÜZEYİ	Pearson Korelasyon Katsayısı	1	,128
	Anamlılık		,041
	N	255	255

4.6.10. Kayıptan Kaçınma ve Finansal Kararlar ile İlgili Hipotezlerin Test Edilmesi

Sermaye Yapısı Kararları

Kayıptan kaçınma davranışsal önyargısının finansal kararlar üzerindeki etkisini konu alan çalışmalar literatür bölümünde değinildiği gibi bu önyargının spesifik olarak sermaye yapısı ya da finansman kararları üzerinde etkisi olduğunu ileri sürmektedirler.

²⁶ Analiz sonucunda pozitif bir ilişki görünmesine rağmen yorumda, değişkenlerden biri azalırken diğerinin arttığı belirtilmesi bir çelişki gibi görünebilir. Ancak SPSS programına veri girişi yapılırken E5. soru ters kodlama yapılmamıştır. Bu nedenle E5. ifadeye tamamen katılıyorum şeklinde cevap veren bir katılımcının verdiği cevabın kodu, diğer likert tipi sorularda kodlandığı gibi 5 olarak kodlanmıştır. Dolayısıyla katılımcının E5. ifadeye katılma derecesi arttıkça risk algısı azalmaktadır.

Bu çalışmalar genel olarak, kayıptan kaçınan karar vericilerin faaliyetlerinin finansmanında, dış finansman yerine kendi kaynaklarını kullanmayı tercih edeceklerini belirtmektedir (Mueller, 2008; Helliard ve diğerleri, 2005; Kisgen, 2006).

Bu nedenle kayıptan kaçınma ile ilgili olarak test edilecek ilk hipotez aşağıdaki gibidir. Hipotezin test edilmesi amacıyla bağımsız gruplar t testi yapılmıştır.

H2B1₀: Firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin faaliyetlerinin finansmanında, öncelikle dağıtılmamış karlarını kullanmalarında KAKSKO'ları açısından bir farklılık yoktur.

H2B1₁: Firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin faaliyetlerinin finansmanında, öncelikle dağıtılmamış karlarını kullanmalarında KAKSKO'ları açısından bir farklılık vardır.

Ankette 15. soruya verilen cevaplar, firma karını kullananlar “1: Evet”, kullanmayanlar “2: Hayır” olacak şekilde SPSS üzerinde tekrar kodlanmış ve analiz ortaya çıkan bu yeni değişken üzerinden gerçekleştirilmiştir. Analiz sonuçları aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Bağımsız gruplar testi tablosuna göre bir firma yöneticisi ya da firma sahibinin KAKSKO'larına göre finansman tercihleri arasında farklılık vardır (anlamlılık $0,000 < 0,05$). Grup istatistikleri tablosuna bakıldığında, faaliyetlerimizin finansmanında ilk olarak firma karımızı kullanırız diyenlerin KAKSKO'sunun 2,35, kullanmayız diyenlerin KAKSKO'sunun ise 1,85 olduğu görülmektedir. Bu sonuçlar kayıptan kaçınma düzeyleri yüksek karar vericilerin ilk finansman tercihlerini dağıtılmamış karların oluşturduğunu ortaya koymaktadır.

Tablo 77: Finansmanda kullanılan firma karının ilk tercih olması durumunun Kayıptan Kaçınma düzeylerine göre Bağımsız Gruplar T testi

	FİRMA KARINI KULLANMA BİRİNCİ TERCİH Mİ?	N	Ortalama	Std. Sapma	Std. Hata Ortalama
KAYIPTAN KAÇINMA DÜZEYİ	EVET	168	2,35	,789	,061
	HAYIR	87	1,85	,815	,087

Tablo 77'nin devamı

	Levene Homojenlik Testi									
		F	Anlamlılık	t	SD	Anlamlılık	Ortalama Fark	Std. Hata Fark	%95 Güven Aralığı	
									En Düşük	En Yüksek
KAYIPTAN KAÇINMA DÜZEYİ	Varyans Eşitliği Varsayımı	,013	,910	4,694	253	,000	,495	,105	,287	,702
	Varyansların Eşit Varsayılmaması			4,647	169,307	,000	,495	,106	,285	,705

Yukarıda test edilen hipotez bir başka açıdan ele alınarak, kayıptan kaçınan firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin kayıptan kaçınma düzeyleri yükseldikçe borç kullanma düzeyleri düşeceği öngörüldüğünden aşağıdaki şekilde yeniden ifade edilmiştir.

H2B2₀: Firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin KAKSKO'ları faaliyetlerinin finansmanında dış borçlanmayı tercih edip etmemelerine göre değişiklik göstermez.

H2B2₁: Firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin KAKSKO'ları faaliyetlerinin finansmanında dış borçlanmayı tercih edip etmemelerine göre değişiklik gösterir.

Bu hipotez bağımsız gruplar t testi ile test edilmiştir. Aşağıda ilk tercihler için yapılan analiz sonuçları görülmektedir (tablo 78). Buna göre katılımcıların kayıptan kaçınma düzeyleri finansman alternatiflerine göre farklılık göstermektedir. Hipotezde öne sürüldüğü gibi kayıptan kaçınma düzeyleri yüksek katılımcıların (Ortalama=2,21) genel olarak firma dışı borçlanma alternatiflerini tercih etmedikleri görülmektedir. Bu durumun oluşmasında katılımcıların firmalarının finansal bağımsızlıklarını koruma istekleri, borcun ödenememe riskinden kaçınmaları ve dış finansman kaynaklarına ulaşmada ki güçlükler sayılabilir.

Tablo 78: Finansmanda kullanılan dış borçlanmanın ilk tercih olması durumunun kayıptan kaçınma düzeylerine göre Bağımsız Gruplar T testi

	FİRMA DIŞI BORÇLANMA BİRİNCİ TERCİH Mİ?	N	Ortalama	Std. Sapma	Std. Hata Ortalama
KAYIPTAN KAÇINMA DÜZEYİ	EVET	87	1,67	,872	,093
	HAYIR	168	2,21	,908	,070

Tablo 78'in devamı

		Levene Homojenlik Testi								
		F	Anlamlılık	t	SD	Anlamlılık	Ortalama Fark	Std. Hata Fark	%95 Güven Aralığı	
									En Düşük	En Yüksek
KAYIPTAN KAÇINMA DÜZEYİ	Varyans Eşitliği Varsayımı	1,417	,235	4,578	253	,000	-,542	,118	-,775	-,309
	Varyansların Eşit Varsayılmaması			4,638	180,487	,000	-,542	,117	-,772	-,311

Tablo 79'da da görüldüğü gibi, ikinci sırada kullanılan finansman kaynakları söz konusu olduğunda ise kayıptan kaçınma düzeyinin, finansmanın iç kaynaklarla veya dış kaynaklarla sağlanmasına göre bir farklılık göstermediği görülmüştür (anlamlılık $0,684 > 0,05$). Özetle katılımcıların, ikinci olarak tercih ettikleri finansman kaynağı kayıptan kaçınma düzeylerinden bağımsız olarak şekillenmektedir.

Tablo 79: Finansmanda kullanılan dış borçlanmanın ikinci tercih olması durumunun kayıptan kaçınma düzeylerine göre Bağımsız Gruplar T testi

		Levene Homojenlik Testi								
		F	Anlamlılık	t	SD	Anlamlılık	Ortalama Fark	Std. Hata Fark	%95 Güven Aralığı	
									En Düşük	En Yüksek
KAYIPTAN KAÇINMA DÜZEYİ	Varyans Eşitliği Varsayımı	,289	,591	,407	253	,684	,112	,276	-,431	,655
	Varyansların Eşit Varsayılmaması			,382	11,964	,709	,112	,294	-,528	,752

Üçüncü tercihlerde, aşağıdaki tablolarda verilen kayıptan kaçınma ile borçlanma tercihi arasındaki ilişkiye bakıldığında ise kayıptan kaçınma önyargı düzeyinin borçlanma tercihinin göre farklılaştığı (anlamlılık $0,017 < 0,05$) ve kayıptan kaçınma düzeyleri yüksek (Ortalama: 2,14) katılımcıların dış borçlanmayı daha az tercih ettikleri görülmektedir.

Tablo 80: Finansmanda kullanılan dış borçlanmanın üçüncü tercih olması durumunun kayıptan kaçınma düzeylerine göre Bağımsız Gruplar T testi

	Hisse senedi ve ortaklardan borçlanma üçüncü tercih mi?	N	Ortalama	Std. Sapma	Std. Hata Ortalama
KAYIPTAN KAÇINMA DÜZEYİ	EVET	107	1,86	,916	,089
	HAYIR	148	2,14	,926	,076

	Levene Homojenlik Testi									
		F	Anlamlılık	t	SD	Anlamlılık	Ortalama Fark	Std. Hata Fark	%95 Güven Aralığı	
									En Düşük	En Yüksek
KAYIPTAN KAÇINMA DÜZEYİ	Varyans Eşitliği Varsayımı	,199	,656	2,412	253	,017	-,282	,117	-,512	-,052
	Varyansların Eşit Varsayılmaması			2,416	229,990	,016	-,282	,117	-,512	-,052

Sonuç olarak kayıptan kaçınma düzeyleri yüksek firma yöneticileri ve/veya sahipleri faaliyetlerinin finansmanında dış borçlanma alternatiflerini daha az tercih etmektedirler.

Yatırım Kararları

Yatırım kararlarını konu alan kayıptan kaçınma hipotezlerinden ilkinde göre kayıptan kaçınma düzeyi yüksek firma yöneticileri ve/veya sahipleri risk almak istemediklerinden daha az işletme yatırımı yaparlar (Bertrand ve Mullainathan, 2003; Bloom ve Van Reenen, 2006). Bu hipotez test edilmesi amacıyla aşağıdaki şekilde ifade edilmiştir;

H2B3₀: Kayıptan kaçınma düzeyi ile firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin yaptıkları işletme yatırımı miktarı arasında bir ilişki yoktur.

H2B3₁: Kayıptan kaçınma düzeyi ile firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin yaptıkları işletme yatırımı miktarı arasında bir ilişki vardır.

İlgili hipotezin test edilmesi amacıyla korelasyon analizi yapılmıştır (Tablo 81). Buna göre bu iki değişken arasında düşük düzeyde pozitif bir ilişki olduğu görülmüştür (anlamlılık $0,000 < 0,05$; Pearson Korelasyon katsayısı: 0,231). Literatürde öne sürülenin aksine katılımcıların kayıptan kaçınma düzeyleri arttıkça yaptıkları işletme yatırımı da

artmaktadır. Bu durum, firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin yaptıkları yatırımları rekabet üstünlüğü elde etmek, firma risklerini en aza indirmek ve sermaye kazancı elde etmek amacıyla yaptıklarının ve böylece kaybetme olasılıklarını en aza indirdiklerinin bir göstergesi olarak değerlendirilebilir. Ayrıca, yapılan karlı yatırımlar ile büyüyen firmalar ölçek ekonomisinden daha fazla yararlanmaları suretiyle varlıklarını daha uzun süre devam ettirme imkanı elde etmektedirler. Bu, özellikle küçük ölçekli ve büyüme potansiyeline ve arzusuna sahip firmalar için daha geçerli bir değerlendirme olacaktır.

Tablo 81: Yatırım Düzeyi ile Kayıptan kaçınma düzeyinin korelasyon analizi

		S11 - Son 3 yılda işletme faaliyetleriniz kapsamında yaptığınız toplam yatırım tutarı ortalama olarak hangi aralıktadır?	KAYIPTAN KAÇINMA DÜZEYİ
KAYIPTAN KAÇINMA DÜZEYİ	Pearson Korelasyon Katsayısı	,231**	1
	Anlamlılık	,000	
	N	255	255

Literatürde aynı zamanda, kayıptan kaçınan firma yöneticilerinin ve/veya sahiplerinin Ar-Ge faaliyetlerinin ve bu faaliyetler kapsamında yaptıkları harcamanın düşük olacağı öne sürülmektedir (Bloom ve Van Reenen, 2006; Le Breton-Miller ve diğerleri, 2011).

H2B4: Kayıptan kaçınma düzeyleri yüksek firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin Ar-Ge harcamaları düşüktür.

Bu hipotez, test edilebilmesi için aşağıdaki şekillerde yeniden ifade edilmiştir.

H2B4₀: Firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin kayıptan kaçınma düzeyleri ile Ar-Ge harcamaları arasında bir ilişki yoktur.

H2B4₁: Firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin kayıptan kaçınma düzeyleri ile Ar-Ge harcamaları arasında bir ilişki vardır.

Tablo 82: Ar-Ge faaliyetleri ile Kayıptan kaçınma düzeyinin korelasyon analizi

	KAYIPTAN KAÇINMA DÜZEYİ	E9 - Araştırma ve Geliştirme faaliyetlerine büyük önem veririz ve bu konuda harcama yapmaktan çekinmeyiz.	
KAYIPTAN KAÇINMA DÜZEYİ	Pearson Korelasyon Katsayısı	1	,015
	Anlamlılık		,813
	N	255	255

Yukarıdaki korelasyon analizi sonuçlarına göre iki değişken arasında böyle bir ilişkiden söz edilememektedir (anlamlılık $0,813 > 0,05$). H2B4₀ kabul edilir.

Kar Dağıtım Kararları

Kayıptan kaçınma davranışsal önyargısının kar dağıtım kararları üzerindeki etkisini inceleyen çalışmalar bu iki değişken arasında bir ilişki olduğu ortaya koymaktadır. Literatür bölümünde de üzerinde durulduğu üzere, kimi çalışmalarda kayıptan kaçınma önyargısının borçlanma ile finansmanı sınırlaması nedeniyle elde edilen firma karlarının dağıtılmayarak finansmanda kullanılmasının tercih edildiğini öne sürerken (Kisgen, 2006; Ali, 2012), kimi çalışmalar kayıptan kaçınma ile kar dağıtım oranlarının pozitif bir ilişkiye sahip olduğunu (Bertrand ve Mullainathan, 2003; Breuer ve diğerleri, 2014) belirtmektedir. Bu amaçla, bu konuda test edilecek hipotez aşağıdaki gibidir;

H2B5₀: Firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin kar payı ödeme oranları ile KAKSKO'ları arasında bir ilişki yoktur.

H2B5₁: Firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin kar payı ödeme oranları ile kayıptan kaçınma KAKSKO'ları arasında bir ilişki vardır.

Bu hipotez korelasyon analizi ile test edilmiştir. Sonuçları aşağıda (tablo 83) verilen bu analize göre kayıptan kaçınma düzeyi ile kar payı ödemeleri arasında negatif yönlü zayıf bir ilişki söz konusudur (anlamlılık $0,000 > 0,05$; pearson korelasyon katsayısı -0,252). Buna göre kayıptan kaçınma düzeyi arttıkça kar payı dağıtım oranı düşmektedir.

Tablo 83: Kar payı dağıtım oranı ile Kayıptan kaçınma düzeyinin korelasyon analizi

		Kar payı dağıtım oranınız, genel olarak, aşağıdaki aralıklardan hangisinde yer alır?	KAYIPTAN KAÇINMA DÜZEYİ
KAYIPTAN KAÇINMA DÜZEYİ	Pearson Korelasyon Katsayısı	-,252**	1
	Anlamlılık	,000	
	N	255	255

Bu konuyla ilgili olarak katılımcılara sorulan bir başka soru, kar payı ödeme sıklığı ile ilgilidir. Ankette yer alan 16. soruda katılımcılara, hangi sıklıkla kar payı ödemesi yaptıkları sorulmuş ve kar payı ödeme sıklığı ile kayıptan kaçınma düzeyleri arasındaki ilişki incelenmiştir. Sonuçları aşağıda verilen korelasyon analizine göre bu iki değişken arasında düşük düzeyde bir ilişki ortaya çıkmıştır (pearson korelasyon katsayısı 0,156). Kayıptan kaçınma düzeyi arttıkça kar dağıtım sıklığı azalmaktadır (anlamlılık 0,013<0,05). Bunun nedeni, kayıptan kaçınan firma yöneticisi ve/veya sahiplerinin riskli olarak gördükleri dış borçlanmayı kullanmayıp, bunun yerine kar payı dağıtımlarını kısararak faaliyetlerinin finansmanında dağıtılmayan karlarını kullanmayı tercih etmeleridir.

Tablo 84: Kar payı dağıtım sıklığı ile kayıptan kaçınma düzeyinin korelasyon analizi

		KAYIPTAN KAÇINMA DÜZEYİ	Firmanızda hangi sıklıkta kar dağıtımı yaparsınız?(1: Yılda en az bir kere, ..., 5: 5 yılda bir kere, 6: Diğer)
KAYIPTAN KAÇINMA DÜZEYİ	Pearson Korelasyon Katsayısı	1	,156
	Anlamlılık		,013
	N	255	255

Aile Şirketi

Literatürde, firmaların aile şirketi statüsünde olup olmamalarına göre firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin kayıptan kaçınma davranışsal önyargısının farklılık göstereceğini öne süren çok sayıda çalışma mevcuttur (Gomez-Mejia ve diğerleri,2007; Zellweger ve Sieger, 2012; Hiebl, 2012). Buna göre aile şirketi yöneticileri ve/veya sahipleri aile şirketi olmayanlara göre daha fazla kayıptan kaçınma önyargısına sahiptirler. Bu bulgu test edilebilmesi amacıyla aşağıdaki şekilde tekrar ifade edilmiştir.

H2B6₀: Katılımcıların KAKSKO'ları aile şirketi yöneticisi ve/veya sahibi olup olmamalarına göre farklılık göstermez.

H2B6₁: Katılımcıların KAKSKO'ları aile şirketi yöneticisi ve/veya sahibi olup olmamalarına göre farklılık gösterir.

Bu hipotezin test edilmesi için bağımsız gruplar t testi uygulanmıştır. Sonuçlar aşağıdaki tabloda görüldüğü gibidir.

Tablo 85: Firmanın aile şirketi olup olmamasına göre kayıptan kaçınma düzeyinin bağımsız gruplar t testi

		S4 - Firmanız aile şirketi mi?	N	Ortalama	Std. Sapma	Std. Hata Ortalama				
KAYIPTAN KAÇINMA DÜZEYİ	Evet		132	2,09	,903	,079				
	Hayır		123	1,95	,957	,086				
		Levene Homojenlik Testi								
		F	Anlamlılık	t	SD	Anlamlılık	Ortalama Fark	Std. Hata Fark	%95 Güven Aralığı	
									En Düşük	En Yüksek
KAYIPTAN KAÇINMA DÜZEYİ	Varyans Eşitliği Varsayımı	4,588	,033	1,199	253	,232	,140	,116	-,090	,369
	Varyansların Eşit Varsayılmaması			1,197	248,907	,233	,140	,117	-,090	,370

Buna göre kayıptan kaçınma düzeyi katılımcının aile şirketi yöneticisi ve/veya sahibi olup olmamasına göre istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık göstermemektedir (anlamlılık $0,233 > 0,05$). **H2B6₀** hipotezi kabul edilir. Bununla birlikte aile şirketi kayıptan kaçınma düzeyi 2,09 iken aile şirketi olmayanlarda 1,95'tir. Sadece ortalamalara bakılarak aile şirketi yöneticisi ve/veya sahiplerinin nispeten daha yüksek kayıptan kaçınma önyargısı sergiledikleri söylenebilir.

Aile şirketleri konusunda ileri sürülen bir diğer görüşe göre, aile şirketi sahipleri ve/veya yöneticileri kayıptan kaçınma davranışsal önyargısı sergilemeleri dolayısıyla düşük karlı fakat kendi kaynakları ile finanse edebildikleri yatırım projelerini getirisi yüksek fakat daha çok yabancı kaynak ile finanse edebildikleri projelere tercih ederler (Zelweger ve diğerleri, 2005). Bu konuyla ilgili olarak test edilecek hipotez aşağıdaki gibidir;

H2B7₀: Aile şirketi yöneticisi ve/veya sahiplerinin düşük karlı fakat kendi kaynakları ile finanse edebildikleri yatırım projelerini, getirisi yüksek fakat daha çok yabancı kaynak ile finanse edebildikleri projelere tercih etmeleri arasında KAKSKO'ları açısından bir farklılık yoktur.

H2B7₁: Aile şirketi yöneticisi ve/veya sahiplerinin düşük karlı fakat kendi kaynakları ile finanse edebildikleri yatırım projelerini, getirisi yüksek fakat daha çok yabancı kaynak ile finanse edebildikleri projelere tercih etmeleri arasında KAKSKO'ları açısından bir farklılık vardır.

Bu hipotez 132 aile şirketinin verilerinden hareketle Kruskal Wallis analizi ile test edilmiş ve sonuçlar aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 86: Kayıptan kaçınma düzeyine göre finansman tercihinin Kruskal Wallis testi

	KAYIPTAN KAÇINMA DÜZEYİ	N	Ortalama Sıra
E2-Düşük getirili fakat kendi kaynaklarım ile finanse edebildiğim bir yatırım projesini, getirisi yüksek fakat yabancı kaynaklarla finanse edilmesi gereken yatırım projesine tercih ederim.	DÜŞÜK DÜZEY KAYIPTAN KAÇINMA	48	67,88
	ORTA DÜZEY KAYIPTAN KAÇINMA	24	68,56
	YÜKSEK DÜZEY KAYIPTAN KAÇINMA	60	64,58
	Toplam	132	
		E2- Düşük getirili fakat kendi kaynaklarım ile finanse edebildiğim bir yatırım projesini, getirisi yüksek fakat yabancı kaynaklarla finanse edilmesi gereken yatırım projesine tercih ederim.	
Ki Kare		,343	
SD		2	
Anlamlılık		,842	

Bu sonuçlara göre aile şirketi yöneticileri ve/veya sahiplerinin E2 ifadesine verdikleri cevaplar kayıptan kaçınma düzeylerine göre farklılaşmamaktadır (anlamlılık $0,842 > 0,05$).

Kayıptan Kaçınma Önyargısı Açısından Kadın ve Erkek Yönetici Farkı

Kayıptan kaçınmanın cinsiyete göre farklılık gösterip göstermediğinin araştırıldığı literatüre bakıldığında, kayıptan kaçınma davranışsal önyargısının kadın yöneticilerde erkek yöneticilere göre daha yüksek düzeylerde görüldüğü ileri sürüldüğü görülmektedir (Bajtelsmit ve Vanderhei, 1997; Jianakoplos ve Bernasek, 1998; Eckel ve

Grossman, 2008; Croson ve Gneezy, 2009; Hassan, Khalid ve Habib, 2014). Bu bulgu, test edilmesi amacıyla aşağıdaki şekilde yeniden ifade edilmiştir;

H2B8₀: Kadın yönetici ve/veya firma sahiplerinin KAKSKO'ları erkek yönetici ve/veya firma sahiplerinin KAKSKO'larından anlamlı derecede farklı değildir.

H2B8₁: Kadın yönetici ve/veya firma sahiplerinin KAKSKO'ları erkek yönetici ve/veya firma sahiplerinin KAKSKO'larından anlamlı derecede farklıdır.

Bu hipotezin test edilmesi sonucunda aşağıdaki tablolar elde edilmiştir. Buna göre kadın yöneticilerin kayıptan kaçınma düzeyleri erkek yöneticilerden anlamlı derecede fazladır (anlamlılık $0,015 < 0,05$). Kadın yöneticilerin ortalama KAKSKO'ları 2,25 iken erkek yöneticilerin 1,93'tür.

Tablo 87: Kayıptan kaçınma düzeyine göre cinsiyetin bağımsız gruplar t testi

		Cinsiyetiniz:	N	Ortalama	Std. Sapma	Std. Hata Ortalama				
KAYIPTAN KAÇINMA DÜZEYİ	Kadın		73	2,25	,910	,106				
	Erkek		182	1,93	,926	,069				
		Levene Homojenlik Testi								
		F	Anlamlılık	t	SD	Anlamlılık	Ortalama Fark	Std. Hata Fark	%95 Güven Aralığı	
									En Düşük	En Yüksek
KAYIPTAN KAÇINMA DÜZEYİ	Varyans Eşitliği Varsayımı	,123	,726	2,448	253	,015	,313	,128	,061	,564
	Varyansların Eşit Varsayılmaması			2,467	135,032	,015	,313	,127	,062	,563

4.6.11. Dayanak Noktası Önyargısı ile İlgili Hipotezlerin Test Edilmesi

Karar Vericilerin Cinsiyetine Göre Dayanak Noktası Önyargısı

Literatürde bu konuda yapılan çalışmalara bakıldığında dayanak noktası önyargısının kadın yöneticilerde erkek yöneticilere oranla daha yüksek olduğunun iddia edildiği görülmektedir (Kudryavtsev ve Cohen, 2011; Matsumoto ve diğerleri, 2013). Kadın ve erkek yöneticilerin dayanak noktası önyargı düzeylerinin karşılaştırılması ve bir farklılık olup olmadığının ortaya konması amacıyla oluşturulan ve test edilecek hipotez aşağıdaki gibidir.

H2C1₀: Kadın ve erkek yöneticiler arasında DANSKO'ları açısından bir farklılık yoktur.

H2C1₁: Kadın ve erkek yöneticiler arasında DANSKO'ları açısından bir farklılık vardır.

Bu hipotezin test edilmesi amacıyla bağımsız gruplar t testi uygulanmıştır. Sonuçları aşağıda verilen analize göre **HC1₀** hipotezinin kabul edilir ($0,740 > 0,05$). Dolayısıyla kadın ve erkek yöneticilerin dayanak noktası önyargısı düzeyleri açısından farkları yoktur.

Tablo 88: Dayanak noktası düzeyine göre cinsiyetin bağımsız gruplar t testi

		Cinsiyetiniz:	N	Ortalama	Std. Sapma	Std. Hata Ortalama				
DAYANAK NOKTASI DÜZEYİ	Kadın		73	1,9041	,90007	,10534				
	Erkek		182	1,8626	,90293	,06693				
		Levene Homojenlik Testi								
		F	Anlamlılık	t	SD	Anlamlılık	Ortalama Fark	Std. Hata Fark	%95 Güven Aralığı	
									En Düşük	En Yüksek
DAYANAK NOKTASI DÜZEYİ	Varyans Eşitliği Varsayımı	,122	,727	,332	253	,740	,04147	,12498	-	,28760
	Varyansların Eşit Varsayılmaması			,332	133,223	,740	,04147	,12481	-	,28833

Dayanak noktasını konu alan bir başka hipoteze göre ise aile şirketi yöneticileri ve/veya sahipleri aile şirketi olmayanlara göre daha güçlü dayanak noktası önyargısına sahiptirler (Welsh ve Zelweger, 2010). Bu hipotez, test edilmesi amacıyla aşağıdaki şekilde yeniden ifade edilmiştir.

H2C2₀: DASKO'ları açısından aile şirketi yöneticileri ve/veya sahipleri ile aile şirketi olmayan firma yöneticileri ve/veya sahipleri arasında bir farklılık yoktur.

H2C2₁: DASKO'ları açısından aile şirketi yöneticileri ve/veya sahipleri ile aile şirketi olmayan firma yöneticileri ve/veya sahipleri arasında bir farklılık vardır.

Tablo 89: Firmanın aile şirketi olup olmamasına göre dayanak noktası düzeyinin bağımsız gruplar t testi

		Firmanız aile şirketi mi?		N	Ortalama	Std. Sapma	Std. Hata Ortalama			
DAYANAK NOKTASI DÜZEYİ	Evet			132	1,8182	,88082	,07667			
	Hayır			123	1,9350	,92097	,08304			
		Levene Homojenlik Testi								
		F	Anlamlılık	t	SD	Anlamlılık	Ortalama Fark	Std. Hata Fark	%95 Güven Aralığı	
									En Düşük	En Yüksek
DAYANAK NOKTASI DÜZEYİ	Varyans Eşitliği Varsayımı	1,105	,294	-1,035	253	,302	-,11678	,11284	,33901	-,10545
	Varyansların Eşit Varsayılmaması			-1,033	249,677	,302	-,11678	,11302	,33937	-,10582

Analiz sonucuna göre gruplar arasında herhangi bir fark yoktur (anlamlılık $0,302 > 0,05$) ve **H2C2₀** kabul edilir.

Literatürde üzerinde durulan bir başka konu ise yüksek düzeylerdeki yönetsel dayanak noktası önyargısının hatalı yatırım kararlarının alınma olasılığını yükselttiği şeklindedir (Huang ve Padmanabhan, 2011). Bu iddianın test edilmesi amacıyla oluşturulan ankette yer alan 8. soru ile E3. soruya verilen cevaplar ile DANSKO'lar karşılaştırılmıştır. Oluşturulan hipotez aşağıdaki gibidir;

H2C3₀: DANSKO ile firma yöneticilerinin ve/veya sahiplerinin faaliyetlerinde veya yatırımlarında verdikleri hatalı kararlar arasında bir ilişki yoktur.

H2C3₁: DANSKO ile firma yöneticilerinin ve/veya sahiplerinin faaliyetlerinde veya yatırımlarında verdikleri hatalı kararlar arasında bir ilişki vardır.

Tablo 90: Firmalarda verilen hatalı kararların dayanak noktası düzeyi ile ilişkisi

		DAYANAK NOKTASI DÜZEYİ	Başlarken karlı bir yatırım olarak gördüğünüz projelerden zarar ettiğiniz oldu mu?	Firmamın faaliyetlerinden ya da yatırımlarından gelecekte elde edeceği gelirleri genel olarak abartılı tahmin ederim ve bu tahminlerim tutmaz
DAYANAK NOKTASI DÜZEYİ	Pearson Korelasyon Katsayısı	1	-,050	,069
	Anlamlılık		,424	,272
	N	255	255	255

Yukarıdaki tabloda sonuçlarına yer verilen korelasyon analizi sonucunda **HC3₀** hipotezi kabul edilerek ilişkinin olmadığı sonucuna varılır.

Dayanak noktası ile ilgili olarak literatürde üzerinde durulan diğer bir konu dayanak noktası önyargısı ile hareket eden yöneticilerin asla borçlanma yolunu tercih etmedikleri bunun bir sonucu olarak firmalarının borçlanma ile elde edebilecekleri nakit akışlarından daha düşük düzeyde nakit akışlarına razı olduklarıdır (Kara, 2011). Bu iddianın test edilmesine yönelik geliştirilen test hipotezleri aşağıdaki gibidir;

H2C4₀: DANSKO ile firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin borçlanma tercihleri arasında bir ilişki yoktur.

H2C4₁: DANSKO ile firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin borçlanma tercihleri arasında bir ilişki vardır.

Bu hipotezin test edilmesi amacıyla korelasyon analizi uygulanmıştır. Aşağıda sonuçlarına yer verilen analize göre dayanak noktası önyargısı ile borçlanma tercihleri arasında bir ilişki tespit edilememiştir (anlamlılık 0,05'ten büyüktür).

Tablo 91: Katılımcıların borçlanma tercihleri ile dayanak noktası düzeyleri arasındaki ilişki

		DAYANAK NOKTASI DÜZEYİ	FİRMA DIŞI BORÇLANMA BİRİNCİ TERCİH Mİ?	FİRMA DIŞI BORÇLANMA İKİNCİ TERCİH Mİ?	FİRMA DIŞI BORÇLANMA ÜÇÜNCÜ TERCİH Mİ?
DAYANAK NOKTASI DÜZEYİ	Pearson Korelasyon Katsayısı	1	,020	,003	-,001
	Anlamlılık		,748	,959	,990
	N	255	255	255	255

4.6.12. İyimserlik ve Finansal Kararlar ile İlgili Hipotezlerin Test Edilmesi

Sermaye Yapısı ile İlgili Hipotezler

Çalışmanın literatür bölümünde de üzerinde durulduğu gibi, iyimserlik davranışsal önyargısının sermaye yapısı kararlarında etkisi olduğunu öne süren çok sayıda çalışma mevcuttur. Bu çalışmalardan bazıları Heaton (2002), Hackbarth (2004), Landier ve

Thesmar (2009), Graham ve diğerleri (2007), Barros ve Silveira (2007) ve Baccar ve diğerleri (2013)'ne aittir. Bu çalışmaların bir kısmı (Baccar ve diğerleri, 2013) iyimserlik önyargısının iç kaynaklarla finansmanı teşvik edeceğini öne sürerken diğer bir bölümü (Heaton, 2002; Hackbarth, 2004) iyimserliğin daha fazla borç kullanımına neden olacağını ileri sürmektedirler. Aynı zamanda iyimserlik önyargısının daha fazla kısa dönemli borç kullanımına neden olacağı belirtilmektedir (Landier ve Thesmar, 2009; Graham ve diğerleri, 2007).

Yukarıdaki literatür özetinden hareketle ilk olarak test edilecek hipotez aşağıdaki gibi belirlenmiştir;

H2D1₀: Firma yöneticilerinin ve/veya sahiplerinin dış finansman kullanma tercihleri ile İYİSKO'ları arasında anlamlı bir ilişki yoktur.

H2D1₁: Firma yöneticilerinin ve/veya sahiplerinin dış finansman kullanma düzeyleri ile İYİSKO'ları arasında anlamlı bir ilişki vardır.

Bu hipotez korelasyon analizi ile test edilmiştir. Aşağıda yer alan tablodan da anlaşıldığı gibi dış finansman kullanma tercihleri ile İYİSKO'ları arasında herhangi bir ilişki söz konusu değildir (anlamlılık değerleri 0,490, 0,387 ve 0,472, 0,05 anlamlılık düzeyinden küçüktür). Bu sonucun ortaya çıkmasında, önceki analizlerde de belirtildiği gibi örneklemin yapısı ve kullanılan ölçme teknikleri etkin birer faktördür. Bunun yanında katılımcıların yüksek düzeyde iyimserlik önyargısına sahip oldukları (tablo 44 iyimserlik düzeyi ortalaması: 32,64) göz önüne alındığında frekans tablolarına bakmak gerekir. Bu tablolara göre (Ek 12) katılımcıların %65,9'u "ilk tercihim firma karını kullanmak" şeklinde cevap verirken %34,1'i "firma dışı borçlanma alternatifleri birinci tercihimdir" şeklinde cevap verdikleri görülmektedir.

Kendine aşırı güven ve kayıptan kaçınma önyargısının incelendiği bölümde de değinildiği gibi, finansman da öncelikle iç kaynakların kullanılmak istenmesi ya da kullanılmasının nedenlerinden biri finansman kaynaklarına ulaşmada yaşanan güçlükler olduğu göz ardı edilmemelidir. Diğer bir neden, iyimser karar vericilerin yaptıkları

yatırımlarından ya da diğer faaliyetlerinden el edecekleri getirinin yüksek düzeylerde tahmin edilmesi ve dış finansmana ihtiyaç duyulmayacağını öngörülmesidir.

Tablo 92: Katılımcıların borçlanma tercihleri ile iyimserlik düzeyleri arasındaki ilişki

		FİRMA DIŞI BORÇLANMA BİRİNCİ TERCİH Mİ?	FİRMA DIŞI BORÇLANMA İKİNCİ TERCİH Mİ?	FİRMA DIŞI BORÇLANMA ÜÇÜNCÜ TERCİH Mİ?
İYİMSERLİK DÜZEYİ	Pearson Korelasyon Katsayısı	,043	-,054	-,045
	Anlamlılık	,490	,387	,472
	N	255	255	255

Bu konuyla ilgili olarak test edilecek ikinci hipotez aşağıdaki gibidir;

H2D2₀: Firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin kısa vadeli borçlanma tercihleri İYİSKO'larına göre farklılık göstermez.

H2D2₁: Firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin kısa vadeli borçlanma tercihleri İYİSKO'larına göre farklılık gösterir.

Aşağıda her 3 tercih için İYİSKO'larına göre kısa vadeli borçlanmayı tercih etme veya etmeme durumları bağımsız gruplar t testi ile analiz edilmiştir. Yapılan analiz sonucunda faaliyetlerin finansmanında ilk olarak kullandıkları finansman alternatifleri bağlamında herhangi bir farklılık bulunamamıştır ($0,810 > 0,05$).

Tablo 93: Katılımcıların iyimserlik düzeylerine göre kısa vadeli borçlanma tercihlerinin bağımsız gruplar t testi

		Birinci olarak kullanılan dış finansman kısa vadeli mi?	N	Ortalama	Std. Sapma	Std. Hata Ortalama				
İYİMSERLİK DÜZEYİ	EVET		45	2,16	,562	,084				
	HAYIR		210	2,13	,563	,039				
		Levene Homojenlik Testi								
		F	Anlamlılık	t	SD	Anlamlılık	Ortalama Fark	Std. Hata Fark	%95 Güven Aralığı	
									En Düşük	En Yüksek
İYİMSERLİK DÜZEYİ	Varyans Eşitliği Varsayımı	,017	,895	,240	253	,810	,022	,092	-,160	,204
	Varyansların Eşit Varsayılmaması			,241	64,318	,811	,022	,092	-,162	,207

Bununla beraber aşağıdaki tabloda görüldüğü gibi, ikinci tercihler söz konusu olduğunda kısa vadeli borçlanmayı tercih etmeyenlerin iyimserlik düzeyinin (2,18) tercih edenlerden (2,00) daha yüksek olmasının istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir ($0,018 < 0,05$).

Tablo 94: Katılımcıların iyimserlik düzeylerine göre kısa vadeli borçlanma ikinci tercihlerinin bağımsız gruplar t testi

		İkinci olarak kullanılan dış finansman kısa vadeli mi?	N	Ortalama	Std. Sapma	Std. Hata Ortalama
İYİMSERLİK DÜZEYİ		EVET	63	2,00	,508	,064
		HAYIR	192	2,18	,573	,041

		Levene Homojenlik Testi								
		F	Anlamlılık	t	SD	Anlamlılık	Ortalama Fark	Std. Hata Fark	%95 Güven Aralığı	
									En Düşük	En Yüksek
İYİMSERLİK DÜZEYİ	Varyans Eşitliği Varsayımı	11,616	,001	2,252	253	,025	-,182	,081	-,342	-,023
	Varyansların Eşit Varsayılmaması			2,393	117,819	,018	-,182	,076	-,333	-,031

Üçüncü tercihlere bakıldığında ise yine kısa vadeli borçlanmayı tercih durumu ile İYİSKO'lar arasında herhangi bir ilişkinin olmadığı görülmektedir ($0,381 > 0,05$).

Tablo 95: Katılımcıların iyimserlik düzeylerine göre kısa vadeli borçlanma üçüncü tercihlerinin bağımsız gruplar t testi

		Üçüncü olarak kullanılan dış finansman kısa vadeli mi?	N	Ortalama	Std. Sapma	Std. Hata Ortalama
İYİMSERLİK DÜZEYİ		EVET	110	2,17	,539	,051
		HAYIR	145	2,11	,579	,048

		Levene Homojenlik Testi								
		F	Anlamlılık	t	SD	Anlamlılık	Ortalama Fark	Std. Hata Fark	%95 Güven Aralığı	
									En Düşük	En Yüksek
İYİMSERLİK DÜZEYİ	Varyans Eşitliği Varsayımı	,001	,981	,878	253	,381	,062	,071	-,078	,202
	Varyansların Eşit Varsayılmaması			,886	242,508	,376	,062	,070	-,076	,201

Yatırım Kararları ile İlgili Hipotezler

İyimserlik davranışsal önyargısının aynı zamanda yatırım kararları üzerinde de bir etkisinin olduğunu öne sürülmektedir. Bu konuda yapılan çalışmalardan bazıları Gervais ve diğerleri (2002), Heaton (2002), Lin ve diğerleri (2005), Ben-David ve diğerleri (2006), Baker ve diğerleri (2006), Glaser ve diğerleri (2008), Hackbarth (2009), Chen ve Lin (2012, 2013), Azouzi ve Jarboui (2013) ve Baccar ve diğerleri (2013)'ne aittir.

İyimser firma yöneticilerinin ve/veya sahiplerinin daha fazla yatırım projesi gerçekleştirme eğiliminde oldukları öne sürülmektedir (Heaton, 2002; Glaser ve diğerleri, 2008; Chen ve Lin, 2012; 2013). Bu bulgunun test edilmesi amacıyla oluşturulan hipotez aşağıdaki gibidir;

H2D3₀: Firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin İYİSKO'ları ile gerçekleştirdikleri yatırım düzeyi arasında bir ilişki yoktur.

H2D3₁: Firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin İYİSKO'ları ile gerçekleştirdikleri yatırım düzeyi arasında bir ilişki yoktur.

Aşağıdaki tabloda korelasyon analizi sonuçları görülmektedir. Buna göre bu iki değişken arasında zayıf düzeyde pozitif bir ilişki vardır (HD3₀ reddedilir). Firma yöneticilerinin ve/veya sahiplerinin iyimserlik düzeyleri arttıkça yatırım yapma sıklıkları da artış göstermektedir.

Tablo 96: Katılımcıların iyimserlik düzeylerine göre yatırım yapma sıklıklarının korelasyon analizi

		S10 - İşletmeniz için hangi sıklıkla yatırım (yeni bir tesis ya da ürün yatırımı, proje yatırımı, makine, ekipman, arsa, bina, taşıt vs. alımı, araştırma-geliştirme faaliyetleri vb.) yaparsınız?	İyimserlik Düzeyi
İyimserlik Düzeyi	Pearson Korelasyon Katsayısı	,130	1
	Anlamlılık	,038	
	N	255	255

Yatırım kararları ve iyimserlik konusunda öne sürülen bir başka bir başka bulguda, iyimserlik önyargısının yatırım fırsatlarının olduğundan çok daha fazla karlı olarak algılanmasına neden olduğu ve karlı bir yatırım olarak algılanan yatırımlardan zarar edilebileceği belirtilmektedir (Heaton, 2002). Bu hipotez test edilmesi amacıyla aşağıdaki şekilde yeniden ifade edilmiştir;

H2D4₀: Firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin başlangıçta karlı bir yatırım olarak algıladıkları yatırım fırsatlarından zarar etme sıklıkları ile İYİSKO'ları arasında bir ilişki yoktur.

H2D4₁: Firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin başlangıçta karlı bir yatırım olarak algıladıkları yatırım fırsatlarından zarar etme sıklıkları ile İYİSKO'ları arasında bir ilişki vardır.

Bu hipotez ankette yer alan 8. soruya verilen cevaplar ile İYİSKO'lar baz alınarak test edilmiştir. 8. soruya verilen cevapların frekans analizi aşağıda görüldüğü gibidir.

Tablo 97: Katılımcıların yaptıkları yatırımdan zarar etmelerinin frekans analizi

S8 - Başlarken karlı bir yatırım olarak gördüğünüz projelerden zarar ettiğiniz oldu mu?

	Frekans (Sıklık)	Yüzde	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde
Geçerli	Çok sık oluyor (1)	6	2,4	2,4
	Sıklıkla oluyor (2)	7	2,7	5,1
	Nadiren oluyor (3)	74	29,0	34,1
	Çok nadiren oluyor (4)	101	39,6	73,7
	Hiç zarar etmedim (5)	67	26,3	100,0
	Toplam	255	100,0	100,0

Hipotez testinde korelasyon analizinden yararlanılmıştır. Buna göre iki değişken arasında zayıf düzeyde bir ilişkiden söz etmek mümkündür (anlamlılık $0,001 < 0,05$, pearson korelasyon katsayısı 0,200). Fakat bu ilişkinin yönü pozitifdir ve incelenen firmalar açısından iyimserlik düzeyi arttıkça başlangıçta karlı bir yatırım olarak algılanan yatırımlardan zarar etme düzeyi düşmektedir.

Tablo 98: Katılımcıların yaptıkları yatırımdan zarar etme düzeylerinin iyimserlik düzeyleri ile ilişkisinin korelasyon analizi

		İyimserlik Düzeyi	S8 -Başlarken karlı bir yatırım olarak gördüğünüz projelerden zarar ettiğiniz oldu mu?
İyimserlik Düzeyi	Pearson Korelasyon Katsayısı	1	,200**
	Anlamlılık		,001
	N	255	255

İyimserlik ve yatırım kararları üzerine öne sürülen bir başka görüşe göre iyimser firma sahipleri ve/veya yöneticileri karlı olduklarını düşündükleri yatırım projeleri üstünde çok fazla düşünmeden o projeye girişirler (Gervais ve diğerleri, 2002). Dolayısıyla, iyimser bir karar verici, firmanın karşısına çıkan bir yatırım projesi üzerinde yeteri kadar araştırma, inceleme veya değerlendirme kısaca yeterli bir fizibilite çalışması yapmadan ilgili projeyi gerçekleştirmeye yönelik girişimlere başlar. Bu hipotezin test edilmesi amacıyla aşağıdaki şekilde yeniden ifade edilmesi uygun görülmüştür.

H2D5₀: Firma sahipleri ve/veya yöneticilerinin karlı olduklarını düşündükleri yatırım projelerini yeterli araştırma ve inceleme yapmadan üstlenme davranışları ile İYİSKO'ları arasında bir ilişki yoktur.

H2D5₁: Firma sahipleri ve/veya yöneticilerinin karlı olduklarını düşündükleri yatırım projelerini yeterli araştırma ve inceleme yapmadan üstlenme davranışları ile İYİSKO'ları arasında bir ilişki vardır.

Katılımcıların söz konusu duruma ilişkin davranışları E7. soru ile ölçülmüştür. Yapılan korelasyon ve frekans analizi sonuçları aşağıda verilmiştir.

Tablo 99: Katılımcıların yatırım projelerini üstlenme davranışları ile iyimserlik düzeyleri ilişkisinin korelasyon analizi

		İyimserlik Düzeyi	E7-Genelde, firmam için bir yatırım fırsatı karşıma çıktığında, üzerinde fazla düşünme gereği duymadan o yatırımı gerçekleştiririm.
İyimserlik Düzeyi	Pearson Korelasyon Katsayısı	1	,064
	Anlamlılık		,311
	N	255	255

Buna göre iyimserlik düzeyi ile E7. soruya verilen cevaplar arasında herhangi bir ilişki bulunamamıştır.

Bu konudaki bir başka bulguya göre ise iyimser firma yöneticileri ve/veya sahipleri karlı yatırım fırsatlarını dış finansman kullanmamak amacıyla göz ardı edebilirler (Heaton, 2002; Malmendier ve Tate, 2005; Thaler, 2005; Chen ve Lin, 2012). Test edilecek hipotez ise aşağıdaki gibidir;

H2D6₀: Firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin karlı yatırım fırsatlarını dış finansman kullanmamak amacıyla göz ardı etme davranışları ile İYİSKO'ları arasında bir ilişki yoktur.

H2D6₁: Firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin karlı yatırım fırsatlarını dış finansman kullanmamak amacıyla göz ardı etme davranışları ile İYİSKO'ları arasında bir ilişki vardır.

Bu hipotez E4. ifade ve İYİSKO arasındaki ilişki test edilerek ölçülmüştür. Yapılan korelasyon analizi sonucunda bu iki değişken arasında anlamlı fakat düşük bir ilişki bulunmuştur (anlamlılık $0,013 < 0,05$, pearson korelasyon katsayısı 0,156). Buna göre katılımcıların iyimserlik düzeyinin yüksek olması finansal bağımsızlık unsuru nedeniyle kar elde edilebilecek fırsatların göz ardı edilmesine neden olabilmektedir.

Tablo 100: Katılımcıların finansal bağımsızlık tutumları ile iyimserlik düzeyleri ilişkisinin korelasyon analizi

	E4-Firmamın finansal bağımsızlığına (borçlanmama) zarar verecek herhangi bir kar elde etme durumu söz konusu olduğunda bunu göz ardı ederim.	İyimserlik Düzeyi
İyimserlik Düzeyi	,156*	1
Pearson Korelasyon Katsayısı		
Anlamlılık	,013	
N	255	255

4.6.13. Karar Vericiler ve Firmalar Açısından Davranışsal Önyargıların Analizi

Çalışmanın bu bölümünde, davranışsal önyargıların, katılımcıların firmadaki statüsüne ve iş tecrübesine, firmaların sektörüne, hukuki statüsüne ve ölçeğine göre farklılaşım farklılaşmadığı araştırılacaktır.

Katılımcıların Firmadaki Pozisyonlarına ve İş Tecrübelerine Göre Davranışsal Önyargılar

Katılımcıların pozisyonlarına göre davranışsal önyargıların farklılık gösterip göstermediği Kruskal Wallis tek yönlü varyans analizi ile araştırılmıştır. Test sonuçları aşağıda yer almaktadır. Buna göre kendine aşırı güven ve iyimserlik davranışsal önyargıları katılımcıların pozisyonlarına göre farklılık göstermezken kayıptan kaçınma ve dayanak noktası önyargılarında farklılaşmaktadır. Diğer yönetici pozisyonlarında görev alan katılımcı sayısının düşük olması nedeniyle bu grup katılımcılar değerlendirmeye alınmamıştır.

Tablo 101: Katılımcıların firmadaki pozisyonlarına göre ile davranışsal önyargı düzeylerinin Kruskal Wallis testi

	KENDİNE AŞIRI GÜVEN DÜZEYİ	KAYIPTAN KAÇINMA DÜZEYİ	DAYANAK NOKTASI DÜZEYİ	İYİMSERLİK DÜZEYİ
Ki Kare	6,109	21,331	13,430	6,658
SD	4	4	4	4
Anlamlılık	,191	,000	,009	,155

Aşağıdaki sıralama tablosunda da görüldüğü üzere kayıptan kaçınma düzeyi en yüksek grup finans (151,22) ve muhasebe (158,03) yöneticisi ve/veya sorumlusu iken dayanak noktası önyargısı en yüksek olan grup işletme yöneticisi (142,39) ve diğer yönetici (144,25) pozisyonlarında görev alan karar vericilerdir.

Tablo 102: Katılımcıların davranışsal önyargı düzeylerine göre firmadaki pozisyonlarının sıralaması

Sıralamalar		N	Ortalama Sıra
KAYIPTAN KAÇINMA DÜZEYİ	Dmg5 - Firmadaki Pozisyonunuz:		
	() İşletme Sahibi	58	105,07
	() İşletme Yöneticisi	98	118,95
	() Finans Yöneticisi/Sorumlusu	55	151,22
	() Muhasebe Yöneticisi/Sorumlusu	32	158,03
	() Diğer Statülerdeki Firma Yöneticisi	12	126,25
	Toplam	255	
DAYANAK NOKTASI DÜZEYİ	() İşletme Sahibi	58	131,38
	() İşletme Yöneticisi	98	142,39
	() Finans Yöneticisi/Sorumlusu	55	108,82
	() Muhasebe Yöneticisi/Sorumlusu	32	104,69
	() Diğer Statülerdeki Firma Yöneticisi	12	144,25
		Toplam	255

Bu sonuçlara göre firmalarda finans ve muhasebe yöneticisi pozisyonlarında görev alan karar vericiler daha fazla kayıptan kaçınma önyargısı sergilerken, işletme yöneticileri diğer karar vericilere göre daha fazla dayanak noktası önyargısı sergilemektedirler.

Katılımcıların firmadaki iş tecrübelerine göre davranışsal önyargıların farklılaşp farklılaşmadığının testi için yine Kruskal Wallis testi yapılmıştır. Aşağıda sonuçlarına yer verilen bu teste göre davranışsal önyargıların düzeyi tecrübeye göre farklılaşmamaktadır.

Tablo 103: Katılımcıların firmadaki iş tecrübelerine göre davranışsal önyargılarının Kruskal Wallis testi

	KENDİNE AŞIRI GÜVEN DÜZEYİ	KAYIPTAN KAÇINMA DÜZEYİ	DAYANAK NOKTASI DÜZEYİ	İYİMSERLİK DÜZEYİ
Ki Kare	4,692	3,013	1,676	1,835
SD	4	4	4	4
Anlamlılık	,320	,556	,795	,766

Firmaların Faaliyette Buldukları Sektör, Hukuki Statüleri ve Ölçeklerine Göre Davranışsal Önyargılar

Firmaların faaliyette buldukları sektöre göre davranışsal önyargıların analizi Kruskal Wallis testi ile yapılmıştır. Aşağıda yer alan sonuçlara göre, firmaların faaliyette buldukları sektöre göre farklılaşan davranışsal önyargı yalnızca kayıptan kaçınma davranışsal önyargısıdır.

Tablo 104: Katılımcıların firmanın faaliyette bulunduğu sektöre göre davranışsal önyargılarının Kruskal Wallis testi

	KENDİNE AŞIRI GÜVEN DÜZEYİ	KAYIPTAN KAÇINMA DÜZEYİ	DAYANAK NOKTASI DÜZEYİ	İYİMSERLİK DÜZEYİ
Ki Kare	14,400	24,963	19,200	13,384
SD	11	11	11	11
Anlamlılık	,212	,009	,058	,269

Sıralamalar tablosuna bakıldığında ise bu farklılığın “diğer imalat” (173,52) grubundan kaynaklandığı görülmektedir. Diğer imalat grubunda yer alan firmaların kayıptan kaçınma düzeyleri diğer gruplara göre daha yüksek olarak ölçülmüştür.

Tablo 105: Katılımcıların davranışsal önyargılarına göre firmanın faaliyette bulunduğu sektörün sıralaması

	Firmanız hangi sektörde faaliyet göstermektedir	N	Ortalama Sıra
Kayıptan kaçınma düzeyi	Diğer imalat (metal, yazılım, ayakkabı, petrol vb.)	23	173,52
	Otomotiv	6	65,83
	İnşaat	18	126,50
	Mobilya ve orman ürünleri	26	95,65
	Gıda	26	131,85
	Toptan ve perakende ticaret	61	121,52
	Ulaştırma ve depolama	20	122,50
	Tekstil	21	143,62
	Bilgi ve iletişim teknolojileri	20	133,60
	İnsan sağlığı ve sosyal hizmetler	7	157,57
	Kültür sanat eğlence dinlenme ve spor	6	126,50
	Diğer	21	126,14
	Toplam	255	

Davranışsal önyargıların incelenen firmaların hukuki statülerine göre farklılaşp farklılaşmadığının tespiti amacıyla Mann-Whitney U Testi yapılmıştır. Analiz sonuçları aşağıda (tablo 105) yer almaktadır. Buna göre davranışsal önyargılardan yalnızca kayıptan kaçınma davranışsal önyargısı firmaların hukuki yapılarına göre farklılık göstermektedir. Sıralamalar tablosuna bakıldığında kayıptan kaçınma önyargısının anonim şirketlerde görev yapan karar vericilerde daha yüksek (146,41) düzeylerde ölçüldüğü görülmektedir.

Tablo 106: Katılımcıların firmanın hukuki yapısına göre davranışsal önyargılarının Mann Whitney U testi

	KENDİNE AŞIRI GÜVEN DÜZEYİ	KAYIPTAN KAÇINMA DÜZEYİ	DAYANAK NOKTASI DÜZEYİ	İYİMSERLİK DÜZEYİ
Mann-Whitney U	5670,500	5610,000	5755,500	5480,000
Wilcoxon W	8830,500	20488,000	8915,500	8640,000
Z	-,984	-3,027	-,820	-1,451
Asymp. Anlamlılık	,325	,002	,412	,147
	Firmanızın Hukuki Yapısı	N	Ortalama Sıra	Toplam Sıralamalar
KAYIPTAN KAÇINMA DÜZEYİ	Limited Şirket	172	119,12	20488,00
	Anonim Şirket	83	146,41	12152,00
	Toplam	255		

Diğer yandan firmaların ölçeğine (çalışan sayılarına) göre davranışsal önyargıların farklılaşıp farklılaşmadığına da bakılmıştır. Çalışmada, küçük ve orta ölçekli firmalar ile görüşüldüğünden çalışan sayısına göre iki farklı firma grubu söz konusudur. Bunlar 10-49 ve 50-249 arasında çalışan sayısına sahip firmalardır. Bu nedenle Mann-Whitney U testi yapılmıştır. Sonuçlar aşağıda görüldüğü gibidir. Buna göre kendine aşırı güven ve iyimserlik davranışsal önyargıları firmaların ölçeğine göre farklılaşmaktadır. Sıralamalar tablosuna bakıldığında “ortalama kendine aşırı güven (133,20) ve iyimserlik (132,85) düzeyi sıralama değerlerinin ”her iki davranışsal önyargı için de küçük ölçekli firmalarda daha yüksek olduğu görülmektedir. Bu durum, küçük ölçekli firmalarda görev yapan karar vericilerin daha fazla kendine aşırı güvenli ve iyimser olduklarının bir göstergesidir.

Tablo 107: Katılımcıların firmanın ölçeğine göre davranışsal önyargılarının Mann-Whitney U testi

	KENDİNE AŞIRI GÜVEN DÜZEYİ	KAYIPTAN KAÇINMA DÜZEYİ	DAYANAK NOKTASI DÜZEYİ	İYİMSERLİK DÜZEYİ
Mann-Whitney U	4835,500	5085,000	5009,000	4904,500
Wilcoxon W	6665,500	24195,000	6839,000	6734,500
Z	-2,164	-1,674	-1,831	-2,094
Asymp. Anlamlılık	,030	,094	,067	,036
	Firmanızda, siz dahil, çalışan sayısı kaçtır?	N	Ortalama Sıra	Toplam Sıralamalar
KENDİNE AŞIRI GÜVEN DÜZEYİ	10-49 (Küçük ölçek)	195	133,20	25974,50
	50-249 (Orta Ölçek)	60	111,09	6665,50
	Toplam	255		
İYİMSERLİK DÜZEYİ	10-49 (Küçük ölçek)	195	132,85	25905,50
	50-249 (Orta ölçek)	60	112,24	6734,50
	Toplam	255		

SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Herbert Simon tarafından karar verme süreçlerinde rasyonel ve irrasyonel insan faktörünün irdelenmesi ile karar verme teorisinde ve rasyonel birey varsayımında yeni bir süreç başlamıştır. Bu süreç, sınırlı rasyonellik (Simon, 1947, 1972) ve Kahneman ve Tversky (1979) tarafından ortaya konan beklenti teorisi ile rasyonel insan varsayımının sorgulanması aşamasıyla devam etmiş, günümüzde ise davranışsal önyargıların karar verme süreçlerine ya da finansal modellere entegre edilmesini gerekli kılan bir noktaya gelmiştir.

Özellikle 2000’li yıllardan sonra bilgi ve iletişim teknolojilerinin, bilgisayar sistemlerinin ve internet ağının hızla gelişmesi ve finans alanında insan psikolojisini ve davranışlarını dikkate alarak yapılan çalışmaların kıyaslanabileceği, geleneksel finans bağlamında yapılan çalışmaların ve modellerin sayısının artması ile geleneksel finans modelleri daha ciddi sorgulanmaya başlanmıştır.

Tüm bu olgular aynı zamanda bireylerin finansal kararlarında psikolojik ve davranışsal faktörlerin de etkisini dikkate alan davranışsal finans disiplininin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Geleneksel finans belirtildiği gibi, ekonomik aktörlerin, edindikleri bilgileri tam olarak etkin bir biçimde işlediklerini ve bilgi işleme süreçlerinin tamamen önyargısız yürütüldüğünü ve aldıkları kararların fayda maksimizasyonu ile tutarlı olduğunu ileri sürer ve onları rasyonel bireyler olarak varsayar. Davranışsal finansa göresise ekonomik aktörler bilgi işleme süreçlerini kısıtlayan davranışsal ve psikolojik etkenler nedeniyle tam olarak rasyonel kararlar alamazlar.

Davranışsal finans disiplini çerçevesinde, davranışsal işletme finansı, yöneticilerin davranışsal önyargıları ve işletmelerde alınan finansal kararlar bağlamında yapılan çalışmalar da yer almaktadır. Roll’un (1986) “kibir hipotezi” çalışması, firmalarda karar mercilerinde görev yapan bireylerin finansal kararları üzerinde davranışsal faktörlerin etkisinin incelendiği ilk çalışma olarak kabul edilmektedir. Roll’ün çalışmasından bu yana konu ile ilgili özellikle kendine aşırı güven davranışsal önyargısını temel alan çok sayıda çalışma yapılmış ve yapılmaya devam etmektedir.

Bu çalışmaların sonucunda insan zihninin bilgi işleme sürecinin, bilişsel ve duygusal sebepler ile bu sürecin motivasyon kaynakları nedeniyle ortaya çıkan geniş çaptaki önyargılardan etkilendiğini ortaya koymuştur. Bu önyargılar arasından, literatür araştırmaları sırasında konuyla ilgili olarak dikkatimizi çeken ve bu önyargılar üzerine nispeten daha fazla çalışma yapıldığı görülen dört tanesi de bu çalışmaya konu olmuştur.

Bu önyargılardan birincisi kendine aşırı güven önyargısıdır. Kendine aşırı güven, bireylerin en iyisini kendilerinin bildiklerine, üstün yeteneklere sahip olduklarına ve olayların kendi kontrollerinde gerçekleştiğine olan inançları nedeniyle herhangi bir işteki başarı şanslarını abartmalarına neden olmaktadır. Kayıptan kaçınma önyargısı ise bireylerin kayıplara kazançlardan daha fazla anlam yüklemelerinin bir sonucudur. Bu nedenle alacakları kararlarında olası kayıplarını minimum yapacaklarını düşündükleri alternatiflere yönelmektedirler. Dayanak noktası önyargısında ise verilen kararlar, daha önce yaşanmış olaylara veya karar verilecek konuyla ilgili edinilen tecrübeye dayanmaktadır. Bunun sebebi konuyla ilgili belirsizliğin fazla olmasıdır. İyimserlik davranışsal önyargısı ise gelecekle ilgili beklentilerin abartılı şekilde olumlu tahmin edilmesidir. Gelecekle ilgili beklentilerde her zaman alternatifler arasından en iyisinin gerçekleşeceği düşünülür.

Bu çalışma kapsamında söz konusu dört davranışsal önyargı, firmaların finansal karar verme süreçlerine entegre edilerek konuya farklı bir açıdan yaklaşılmıştır. Bu amaçla uluslararası literatürde bu konuda hazırlanan çalışmalar incelenerek öncelikle literatür taraması yapılmış ve ilgili literatür özetlenmiştir. Literatürde ortaya konan bulgular Türkiye’de faaliyet gösteren KOBİ’ler üzerinde test edilmiştir.

Çalışmada firmaların faaliyetleri dönemince karşı karşıya kaldıkları başlıca finansal karar durumları davranışsal finans literatüründe öne sürülen argümanlardan yola çıkılarak irdelenmiştir. Çalışmaya konu olan finansal kararlar sermaye yapısı, yatırım ve kar dağıtım kararlarını içermektedir.

Söz konusu finansal kararlar firma değerinin arttırılmasında son derece önemli işletme faaliyetlerini kapsamaktadır. Firma sorumluları firma değerini ve paydaşlarının refahını maksimize edebilmek amacıyla pozitif getirisi olan yatırımları tercih etmeli, bu yatırımlar için en uygun finansman kaynaklarını seçmeli ve elde ettikleri karlarını yeni yatırımlarda ya da paydaşlarına dağıtmakta kullanmalıdırlar. Bu kararlar teorik olarak, geleneksel finans teorilerinin öne sürdüğü bazı matematiksel modeller rasyonel karar süreçlerine dahil edilerek kolaylıkla alınabilir. Fakat gerçekte durum çok daha karmaşıktır. Özellikle belirsizlik ortamında gelecekle ilgili alınan ve rasyonel birey ve matematiksel modeller temelinde yalnızca tahminlere ve beklentilere dayanan kararlar öngörülemez durumların ortaya çıkmasına engel olamamakta ve olumsuz sonuçlarla karşılaşılmasına neden olmaktadır.

Çalışmanın örneklemini ise tüm dünyada olduğu gibi Türkiye’de de ekonomik kalkınma ve refah artışı içerisinde önemli bir paya sahip küçük ve orta büyüklükte yer alan limited ve anonim şirket statüsündeki firmalar oluşturmuştur. Uygulama İstanbul’da Ticaret ve Sanayi Odaları’na kayıtlı 255 firma üzerine gerçekleştirilmiştir. Anketler firmalarda söz konusu karar mercilerinde görev yapan firma sorumluları üzerine uygulanmıştır. Toplanan veriler, parametrik ve parametrik olmayan hipotez testlerinden yararlanılarak analiz edilmiştir.

Yapılan analizler neticesinde ulaşılan sonuçlar özetle aşağıdaki gibidir;

- Türkiye’de faaliyet gösteren firma yöneticileri ve/veya sahipleri yüksek düzeyde kendine aşırı güven önyargısı sahibidirler.
- Türkiye’de faaliyet gösteren firma yöneticileri ve/veya sahipleri yüksek düzeyde kayıptan kaçınma önyargısı sahibidirler.
- Türkiye’de faaliyet gösteren firma yöneticileri ve/veya sahipleri orta düzeyde dayanak noktası önyargısı sahibidirler.

- Türkiye’de faaliyet gösteren firma yöneticileri ve/veya sahipleri yüksek düzeyde iyimserlik önyargısı sahibidirler.
- Türkiye’de faaliyet gösteren firma yöneticileri ve/veya sahipleri faaliyetlerinin finansmanında öncelikle elde ettikleri karlarını, ikinci olarak firma ortaklarından borçlanmayı ve son olarak kısa veya uzun vadeli borçlanmayı tercih etmektedirler.
- Kendine aşırı güven düzeyi ile sermaye yapısı kararları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmamakla beraber kendine aşırı güven önyargısı kısa vadeli borçlanmanın uzun vadeli borçlanmaya tercih edilmesine neden olmaktadır.
- Kendine aşırı güvenen firma yöneticisi ve/veya sahiplerinin yaptıkları yatırımlardan beklenen getiri, gerçekleşen getiriden yüksek olmaktadır. Bununla birlikte kendine aşırı güven düzeyi arttıkça yapılan yatırımlardan elde edilen getiri azalmaktadır.
- Kendine aşırı güvenen firma yöneticisi ve/veya sahiplerinin yatırım projelerini hatalı değerleyerek zarar ettikleri düşük düzeyde de olsa ortaya konmuştur.
- Kendine aşırı güvenen erkek yönetici ve/veya firma sahiplerinin yaptıkları yatırımlardan elde ettikleri getiri kadın yönetici ve/veya firma sahiplerine göre daha fazladır.
- Kendine aşırı güvenen firma yöneticisi ve/veya sahipleri genel olarak araştırma ve geliştirme faaliyetleri ile inovasyon ve patent çalışmalarına önem vermekte ve başarı elde etmektedirler.
- Kadın ve erkek yöneticiler arasında kendine aşırı güven düzeyi açısından bir farklılık yoktur.

- Kendine aşırı güven düzeyi diğerlerine göre daha yüksek olan firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin ödedikleri kar payı oranı diğerlerine göre daha düşük olarak gerçekleşmektedir.
- Kendine aşırı güven düzeyi arttıkça kar dağıtım oranı azalmaktadır.
- Kendine aşırı güven düzeyi yüksek firma yöneticisi ve/veya sahiplerinin mevcut yatırımlarından bekledikleri getiri oranı yüksek ise ödedikleri kar payı oranları da yüksek olmaktadır.
- Kendine aşırı güven düzeyi yüksek firma yöneticisi ve/veya sahiplerinin firmalarını tehdit eden risklere karşı algı düzeyleri düşük olmaktadır.
- Kayıptan kaçınma düzeyleri diğerlerine göre yüksek olan firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin faaliyetlerinin finansmanında ilk olarak kullandıkları finansman alternatifi elde ettikleri firma karlarıdır.
- Kayıptan kaçınma düzeyleri yüksek firma yöneticisi ve/veya sahiplerinin yaptıkları yatırım projelerinin miktarı da yüksektir.
- Kayıptan kaçınma düzeyleri yükseldikçe, firma yöneticisi ve/veya sahiplerinin kar payı dağıtım oranları ve dağıtılan dönem sayısı azalmaktadır.
- Aile şirketi yöneticisi ve/veya sahipleri diğerlerine göre daha fazla kayıptan kaçınma önyargısı sergilemektedirler.
- Kadın yönetici ve/veya firma sahiplerinin kayıptan kaçınma düzeyleri erkek yönetici ve/veya firma sahiplerinden daha yüksektir.
- Firma yöneticilerinin ve/veya sahiplerinin iyimserlik düzeyleri arttıkça yatırım yapma sıklıkları da artış göstermektedir.

- Firma yöneticilerinin ve/veya sahiplerinin iyimserlik düzeyi arttıkça başlangıçta karlı bir yatırım olarak algılanan yatırımlardan zarar etme düzeyi düşmektedir.
- Firma yöneticilerinin ve/veya sahiplerinin iyimserlik düzeyinin yüksek olması kar elde edilebilecek fırsatların göz ardı edilmesine neden olabilmektedir.
- Çalışmada ayrıca sektörlere ve katılımcıların firmadaki pozisyonlarına göre davranışsal önyargı düzeyleri de incelenmiştir. Kendine aşırı güven önyargısı ve iyimserlik sektörlere göre farklılık göstermemektedir. Kayıptan kaçınma önyargısı ise, imalat sektöründe diğer sektörlere göre daha yüksek düzeyde ortaya çıkarken mobilya ve orman ürünleri sektöründe daha düşük düzeyde ölçülmüştür. Dayanak noktası önyargısı ise imalat sektöründe yüksek düzeyde ölçülürken, mobilya ve orman ürünleri sektöründe düşük düzeyde ölçülmüştür. Katılımcıların firmadaki pozisyonları dikkate alındığında ise yine kayıptan kaçınma ve dayanak noktası düzeylerinde bir farklılık gözlenirken kendine aşırı güven ve iyimserlik düzeylerinde herhangi bir fark gözlenmemiştir. Buna göre işletme sahiplerinde kayıptan kaçınma düzeyi düşük düzeylerde ölçülürken işletme yöneticilerinde yüksek düzeylerde ölçülmüştür. Dayanak noktası önyargısı ise finansal kararlardan sorumlu muhasebe yöneticilerinde en yüksek düzeyde ölçülürken işletme yöneticilerinde en düşük düzeyde ölçülmüştür.
- Çalışmada üzerinde durulan bir başka olgu araştırmaya katılan ilgili firmanın aile şirketi statüsünde olup olmamasına göre davranışsal önyargı düzeyidir. Buna göre ilgili firmanın aile şirketi olup olmamasına göre davranışsal önyargıların hiçbirisi farklılık göstermemektedir.
- Aynı şekilde yaş ve eğitim durumlarına göre de davranışsal önyargılar bağlamında bir farklılık gözlenmemiştir.

Geleneksel finans teorisi, sermaye yapısı, yatırımlar ve kar payı dağıtımını ile ilgili kararların normatif bir bakış açısıyla paydaşların karlarını maksimize etme amacı taşıdığını ileri sürmekte ve literatürde yapılan çalışmaların büyük çoğunluğu bu

varsayımdan hareketle yapılmaktadır. Bununla birlikte firmalarda alınan kararların nasıl alındığı ya da alınması gerektiği hala tam olarak cevabını bulmuş bir soru değildir. Bu çalışmada KOBİ'ler baz alınarak, bu firmalarda finansal kararların nasıl alındığı ve firmaların önemli finansal karar mercilerinde görev alan bireylerin davranışsal önyargılarının bu kararlar üzerinde nasıl bir etkisinin olduğu konusuna açıklayıcı bir yaklaşım getirilmiştir.

Yukarıda sonuçları özetlenen bu çalışmaya göre, genel olarak davranışsal önyargılar ile finansal kararlar arasında bir ilişki olduğu ve davranışsal önyargıların alınan kararlar üzerinde belirli bir etkisinin olduğu görülmektedir. Bu noktadan hareketle şunu vurgulamak gerekir ki, firmalarda karar vericiler, davranışsal ve psikolojik unsurlarının karar verme süreçlerindeki etkisini de dikkate alarak daha etkin ve tutarlı bir karar verme süreci ortaya koymalıdır.

Tüm bunlara ek olarak mevcut akademik literatüre bakıldığında, son yıllarda geleneksel rasyonel finans paradigmasına karşı, davranışsal finans ve davranışsal işletme finansı disiplinlerinin geliştirilmesine yönelik çabaların arttığı görülmektedir. Bununla birlikte bir kısım araştırmacı (Statman, 1999; Thaler, 1999) tarafından öne sürülen görüşe göre araştırmacıların asıl yapmaları gereken, ampirik olarak gözlemlenen davranışları içeren bir takım alt modeller geliştirmekten ziyade mevcut tüm modellerde davranışlarla ilgili en iyi ve en doğru varsayımları yapmaya çaba göstermeleridir. Buradan hareketle son yıllarda büyük atılımlar gerçekleştirmesine rağmen davranışsal finans çalışmalarının tüm modellerde kabul edilme noktasına gelmediği de farklı çevrelerde ifade edilmektedir (Byrne ve Brooks, 2008:2).

Davranışsal işletme finansı alanı Türkiye'de yeni bir çalışma alanıdır. Bu özelliği nedeniyle alanda yapılacak çalışmalara ve gelişmeye son derece açıktır. Şüphesiz bu türden çalışmaların sayısının artması, ülke gerçeklerine ve analizlerde yapılan hataların ya da karşılaşılan eksikliklerin giderilmesine de büyük katkı sunacaktır. Bu nedenle bu alanı konu alan çalışmaların sayısının artmasına son derece ihtiyaç vardır.

Yukarıdaki olgular bağlamında bu çalışmanın, gelecekte yapılacak çalışmalara temel oluşturması ve olaya farklı açılardan yaklaşılacak suretiyle, farklı örneklemeler, ölçüm ve analiz yöntemleri kullanılarak eksik kalan yönlerinin tamamlanması ve daha nitelikli eserlerin ortaya çıkması arzu edilen bir husustur.

Firmalarda görev yapan finansal kararlardan sorumlu kişilerin, bu çalışmada değinilen ve uluslararası planda yapılmış çalışmalarla finansal kararlar üzerinde etkisi olduğu ortaya konulmuş davranışsal önyargıların farkında olmaları ve verecekleri kararlarda bu önyargıların etkisini dikkate almaları tavsiye edilmektedir.

Davranışsal finans ve davranışsal işletme finansı alanları, her ne kadar sürekli olarak eleştirilere maruz kalsa da bireylerin finansal karar verme süreçlerinin daha etkin yürütülmesi ve sonuçlandırılmasına yardımcı olacak sonuçlar ortaya koymaya devam etmektedir.

Bu çalışma, Türkiye’de faaliyet gösteren firmalar açısından da davranışsal önyargıların etkisinin varlığını belli ölçüde onaylamaktadır. Firmalarda görev yapan karar vericiler davranışsal önyargılar sergilemektedir. Karar vericilerin firmalarını ilgilendiren belirli kararları üzerinde söz konusu önyargıların belirli etkilere sahip olduğu bu çalışma sonucunda da ortaya konmuştur.

Özetle, firmalarda alınan kararların yalnızca geleneksel finansın normatif yöntemleri kullanılarak tam olarak açıklanamayacağı, bu nedenle karar verme süreçlerine insan doğasından kaynaklanan psikolojik ve davranışsal faktörlerin etkisinin de dahil edilerek daha spesifik modellerin ortaya konulması gerektiği düşünülmektedir. Bu nedenle bu gibi çalışmaların sayısının ve niteliğinin artırılması bu noktada yol gösterici olacaktır.

KAYNAKÇA

Kitaplar

- ACKERT, L. ve Deaves, R., 2010. *Behavioral Finance: Psychology, Decision-Making, and Markets*, South-Western College Publishing, 1. Baskı.
- AKGÜÇ, Ö. (1998). *Finansal Yönetim*, Avcıol Basım-Yayın, İstanbul, 7.
- ALPERT, M., ve Raiffa, H. (1982), *A Progress Report on the Training of Probability Assessors. In Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*, edited by Daniel Kahneman, Paul Slovic, and Amos Tversky. Cambridge: Cambridge Univ. Press.
- ALPUGAN, O., (1988), *Küçük İşletmeler-Kavramı, Kuruluşu ve Yönetimi*, Karadeniz Teknik Üniversitesi Basımevi, Trabzon.
- ATKINSON, R.E.E. Smith, D.J. Bem ve S.N. Hoeksemaç. (1996). *Psikolojiye Giriş* (Çev.: Yavuz Alogan) 12. Edition, USA.
- ATKINSON, RL (1996), *Hilgard's introduction to psychology*. Philadelphia, PA: Harcourt Brace College Publishers.
- ATKINSON, RL Atkinson, RC Smith, EE Bem, DJ Nolen-Hoeksema, S. (1996). *Hilgard's introduction to psychology* (12th ed.). Fort Worth, TX: Harcourt Brace.
- BAJTELSMIT, V. L. ve VanDerhei, J. L. (1997). *Positioning pensions for the twenty-first century (Editörler: Gordon M., Mitchell O., Twinney, M.)*, Kitaptaki ilgili bölüm: Risk aversion and pension investment choices (ss. 45-66) University of Pennsylvania Press.
- BAKER, H. K. (Ed.). (2009). *Dividends and dividend policy* (Vol. 1). John Wiley & Sons. New Jersey.
- BAKER, H. K. ve Nofsinger, J. R. (Eds.). (2010). *Behavioral finance: investors, corporations, and markets* (Vol. 6). John Wiley & Sons.
- BANDURA, A. (1997). *Self efficacy: The exercise of control*. New York: W.H. Freeman and Company
- BAŞOĞLU, U., Ceylan, A. ve Parasız, İ. (2009). *Finans: teori, kurum ve araçlar*. Ekin Basım Yayım Dağıtım.
- BAZERMAN, M. H. (1990). *Judgment in managerial decision making* (2nd ed.). New York: John Wiley.

- BEN-DAVID, I., 2010. *Dividend policy decisions*. In: Baker, H.K., Nofsinger, J.R. (Eds.), *Behavioral Finance*, Robert W. Kolb Series in Finance. John Wiley & Sons Inc., pp. 435–451 (Chapter 23).
- BIERMAN, H. ve Smidt, Jr; S. (1970), *Yatırım Projelerinin İktisadi Analizi ve Finansmanı*, Var, T. (çev.), İstanbul: Güzel İstanbul Matbaası.
- BREALEY, R. A., Myers, S. C. ve Allen, F. (2006). *Corporate finance*, 8. Ed., Auflage, New York.
- BUCHANAN, D. ve Huczynski, A. (2004). *Organizational behaviour*. An Introductory Text. FT Prentice Hall, 441.
- CAMERER, C. F. ve Malmendier, U. (2004). *Behavioral organizational economics. Behavioral Economics and Its Applications*, Princeton University Press, Princeton and Oxford. http://eml.berkeley.edu/~ulrike/Papers/BEO_chap7.pdf (Erişim:11/04/2015)
- CAMERER, C. F., & Malmendier, U. (2007). *Behavioral organizational economics. Behavioral Economics and Its Applications*, Princeton University Press, Princeton and Oxford.
- CAMERER, C. ve Loewenstein, G. (2004). *Behavioral economics: Past, present, future*. Princeton: Princeton University Press
- CARPENTER, M. A. ve Weikel, M. K. (Eds.). (2011). *The handbook of research on top management teams*. Edward Elgar Publishing.
- CARVER, C. S. ve Scheier, M. F. (1981). *Attention and self-regulation: A control-theory approach to human behavior*. New York: Springer- Verlag.
- CEYLAN, A. ve Korkmaz, T. (2013), *İşletmelerde Finansal Yönetim*, Bursa: Ekin Yayınevi.
- CHAMBERS, N. (2009). *Firma değerlemesi*. İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım.
- CYERT, R. M. ve March, J. G. (1963). *A behavioral theory of the firm*. Englewood Cliffs, NJ, 2.
- DAMODARAN, A. (2011). *The little book of valuation: how to value a company, pick a stock and profit*. John Wiley & Sons, New Jersey, USA.
- DANIEL, K. (2011). *Thinking fast and slow*. Allen Lane, New York, USA.
- DAVIDSSON, P. (2005). *Researching entrepreneurship* (Vol. 5). Springer Science & Business Media.
- DAYANANDA, D., Irons, R., Harrison, S., Herbohn, J. ve Rowland, P. (2002). *Capital Budgeting*. Cambridge Books.

- DIAMOND, P. ve Vartiainen H. (ed.)(2007), *Behavioral Economics and Its Applications*, Princeton: Princeton University Press, 2012.
- DOBELLI, R. (2013), *Hatasız Düşünme Sanatı: Yapmamanız gereken 52 düşünce hatası*, Doğuş Yayın Grubu.
- DÖM, S. (2003), *Yatırımcı Psikolojisi*, İstanbul: Değişim Yayınları.
- FRANKFURTER, G. M. ve Bob G. W. (2006). *Dividend policy: Theory and practice*. London: Academic Press.
- FRANKFURTER, G. M. ve Wood B. G.. (2003). *Dividend policy: Theory and practice*. London: Academic Press.
- FRIEDMAN, M. (1966), *The Methodology of Positive Economics In Essays In Positive Economics*, Chicago: Univ. of Chicago Press, 1966, pp. 3-16, 30-43
- FRIEDMAN, M. 1957. *A Theory of the Consumption Function*. Princeton: Princeton University Press.
- GAZEL, S., (2014), *Davranışsal Finans (Psikolojik Eşik ve Önyargılar)*, Ankara: Detay Yayıncılık.
- GILOVICH, T., Griffin, D. ve Kahneman, D. (2002). *Heuristics and biases: The psychology of intuitive judgment*. Cambridge University Press.
- GOMEZ, C., (2008), *Financial Markets, Institutions and Financial Services*, Prentice Hall of India Private Limited, New Delhi.
- GÖRMÜŞ, Ş., (2010), *Kriz ve Seçim Dönemlerinde İMKB: Teori ve Uygulama (İMKB Yatırımcısına Tavsiyeler)*, Ankara.Gazi: Kitapevi.
- HENS, T. ve Bachmann, K. (2008). *Behavioural finance for private banking*. Chichester, West Sussex: John Wiley & Sons Ltd.
- KALAYCI Ş. (2009). *SPSS Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistik Teknikleri*, 4.Baskı, Ankara: Asıl Yayın Dağıtım.
- KANHEMAN, D., Slovic, P. ve Tversky, A. (1982). *Judgement under uncertainty: Heuristics and biases*. Cambridge University Press, Cambridge, UK.
- KARAN, B.(2001). *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*, Ankara: Gazi Kitabevi.
- KARDES, F., Cronley, M. ve Cline, T. (2014). *Consumer behavior*. Cengage Learning.
- KEITH, E. L. ve Theodore, G. J. (1984). *Characterization of Innovations Introduced on the US: Market in 1982*. The Futures Group, US: Smal Business Administration, Contract No: SBA-6050-0A-82, March.

- LICHTENSTEIN, S., Fischhoff, B. ve Phillips, L. D. (1977). *Calibration of probabilities: The state of the art* (pp. 275-324). Springer Netherlands.
- LICHTENSTEIN, S., Fischhoff, B. ve Phillips, L. D. (1982). Calibration of Probabilities: The State of the Art to 1980, in *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases* 306, 321-22 (D. Kahneman, P. Slovic & A. Tversky eds. 1982).
- LUCE, R. D. ve Raiffa, H. (1957). *Games and decisions: Introduction and critical surveys*. New York, NY.: Wiley.
- MCCLELLAND, A., and F. Bolger, 1994, *The calibration of subjective probabilities: Theories and models 1980-1993*, in George Wright and Peter Ayton, eds.: *Subjective Probability* (Wiley, Chichester).
- MEDINA, R. (2006), *Business Finance*, Rex Printing Company.
- MONTIER, J. (2002). *Behavioural finance: Insights into Irrational Minds and Markets*, Wiley Finance, First Edition.
- MULLAINATHAN, S. ve R. Thaler. 2001. *Behavioral economics*. International Encyclopedia of Social Sciences, 1094-1100. Pergamon Press.
- NEALE, M. A. ve Bazerman, M. H. (1991). *Cognition and rationality in negotiation*. Free Press.
- NISBETT, R. ve Ross L., (1980), *Human Inference: Strategies and Shortcomings of Social Judgment*, Engle-wood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.
- NOFSINGER, J. R. (2001), *Investment Madness*, Prentice Hall, pp 13-15
- NOFSINGER, J. R. (2011). *The psychology of investing*. 4. Baskı, New Jersey: Prentice Hall.
- ÖZEROL, H. (2011), *Davranışsal Finans: Bireysel Yatırımcıların Nasıl Davranacakları Belli Olmaz*, Elma yayınevi.
- PEALE, N. V. (1952). *The power of positive thinking*. New York: Fawcett Crest.
- POMPIAN, M. (2011). *Behavioral finance and wealth management: how to build optimal portfolios that account for investor biases* (Vol. 667). John Wiley & Sons.
- RAIFFA, H. (1968), *Decision analysis: Introductory lectures on choices under uncertainty*. Reading, MA: Addison-Wesley.
- ROSEN, H. (2008), *e-Study Guide for: Public Finance*, Content Technologies and Cram101 Publishing.

- SARIASLAN, H. (2014), *Yatırım Projelerinin Hazırlanması ve Değerlendirilmesi*, Siyasal Kitapevi.
- SAVAGE, L.J. (1954), *The Foundations of Statistics*. New York: John Wiley.
- SCHLEIFER, A., 1999, *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioural Finance*, Oxford University Press, Oxford, United Kingdom.
- SHARPE, W. ve Alexander, G. (1990), *Investments*, 4th edition, (Prentice Hall, Englewood Cliffs, N.J.)
- SHEFRIN, H. (2000). *Beyond greed and fear: Understanding behavioral finance and the psychology of investing*. Oxford University Press.
- SHEFRIN, H. (2006). *Behavioral corporate finance*. New York: McGraw-Hill..
- SHEFRIN, H. (2008). *A behavioral approach to asset pricing*. Academic Press, 2nd Edition.
- SHILLER, R. J. (2000), *Irrational Exuberance*, Princeton, N.J.: Princeton Univ. Press.
- SHLEIFER, A. (2000). *Inefficient markets: An introduction to behavioral finance*. Oxford university press.
- SIMON, H. A. (1982). *Models of bounded rationality: Empirically grounded economic reason* (Vol. 3). MIT press.
- SIMON, H. A. (1996). *The sciences of the artificial* (Vol. 136). MIT press.
- SIMON, H. A. (1999). *The potlatch between economics and political science*. Alt, J., Levi, M., and Ostrom, E.(eds.) *Competition and Cooperation*, 112-119.
- SIMON, H., A., (1947), *Administrative Behavior, a Study of Decision-Making Processes in Administrative Organization*. New York: The Macmillan Co.
- SIMON, H., A., (1957) *Models of Man: Social and Rational*. New York: John Wiley and Sons, Inc.,279 pp.
- SİPAHİ, B., Yurtkoru, E. S. ve Çinko, M. (2008), *Sosyal Bilimlerde SPSS'le Veri Analizi*, İstanbul: Beta Basım.
- SMITH, A. (1985). *Ulusların Zenginliği*, çev. Ayşe Yunus ve Mehmet Bakırcı, Alan Yayıncılık, İstanbul.
- STATMAN, M. (2010). *What is behavioral finance*. adopted from *Handbook of Finance*, vol. II, Chapter 9, Edited by Frank J. Fabozzi. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.:79–84. Copyright © 2008 John Wiley & Sons, Inc

- STEVENSON, M. K., Busemeyer, J. R. ve Naylor, J. C. (1990). *Judgment and decision making theory*. In MD Dunnette & LM Hough (Eds.), *Handbook of industrial and organizational psychology* (Vol. 1, pp. 283-374). Palo Alto, California: Consulting Psychologists Press.
- TABACHNICK, B.G, Fidell L.S. (2013), *Using Multivariate Statistics* (sixth ed.) Pearson, Boston.
- TANÖR, R. (1999). *Türk Sermaye Piyasası*, 1. Cilt (Taraflar).
- THALER, R. H. (1993), *Advances in Behavioral Finance* (Roundtable Series in Behavioral Economics), New York: Russell Sage Foundation.
- THALER, R. H. (2015). *Misbehaving: The Making of Behavioral Economics*. WW Norton & Company.
- THALER, R., H., (2005), *Advances in Behavioral Finance*, 2nd Ed. /The Roundtable Series in Behavioral Economics, Princeton University Press.
- TUFAN, E., (2008), *Davranışsal Finans: Finansal Kararları Yönlendiren Sosyal Psikolojik Anomalilerin Davranışsal Finans Bağlamında İncelenmesi*, İmaj Yayıncılık.
- TÜRKÜM, A.S. (2011). *Optimism: Its Benefits and Deficits on Individuals' Behaviors. Psychology of Optimism*. (Ed. P. R. Brandt). USA: Nova Publishing.
- VON NEUMANN, J. ve Morgenstern, O. (2007). *Theory of games and economic behavior (60th Anniversary Commemorative Edition)*. Princeton university press.
- VON NEUMANN, J., ve Morgenstern, O. (1953). *Theory of games and economic behavior*. Oxford UP. <https://pup.princeton.edu/TOCs/c2114.html>
- WILKE A. and Mata R. (2012) *Cognitive Bias*. In: V.S. Ramachandran (ed.) *The Encyclopedia of Human Behavior*, vol. 1, pp. 531-535. Academic Press.
- YAZDIPOUR, R. (2010). *A behavioral finance approach to decision making in entrepreneurial finance*. *Advances in Entrepreneurial Finance: With Applications from Behavioral Finance and Economics*, Springer, New York, NY, 11-30.
- YAZICIOĞLU, Y. ve Erdoğan, S. (2004). *Spss uygulamalı bilimsel araştırma yöntemleri*. Ankara: Detay Yayıncılık.

Sürelî Yayınlar

- ABDELLAOUI, M., Bleichrodt, H. ve l'Haridon, O. (2008). A tractable method to measure utility and loss aversion under prospect theory. *Journal of Risk and uncertainty*, 36(3), 245-266.
- ABDİOĞLU, Z. ve Değirmenci, N. (2013). İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Mevsimsel Anomaliler. *Business and Economics Research Journal*, 4(3), 55-73.
- ABELSON, R. P. ve Levi, A. (1985). Decision making and decision theory. *Handbook of social psychology*, 1, 231-309.
- ADAMS, J. K. ve Adams, P. A. (1961). Realism of confidence judgments. *Psychological review*, 68(1), 33.
- AHMED, A. S. ve Duellman, S. (2013). Managerial overconfidence and accounting conservatism. *Journal of Accounting Research*, 51(1), 1-30.
- AKKAYA, G. C. (2008). Sermaye Yapısı, Varlık Verimliliği ve Karlılık: İMKB'de Faaliyet Gösteren Deri-Tekstil Sektörü İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 30(30).
- AKSOY, T. ve Şahin, I. (2015). Belirsizlik Altında Karar Alma: Geleneksel Ve Modern Yaklaşımlar. *İktisat Politikası Araştırmaları Dergisi*, 2(2), 1-28.
- ALICKE, M. D., Klotz, M. L., Breitenbecher, D. L., Yurak, T. J. ve Vredenburg, D. S. (1995). Personal contact, individuation, and the better-than-average effect. *Journal of personality and social psychology*, 68(5), 804.
- ALİ, A. M. ve Anis, J. (2012). CEO Emotional Bias and Capital Structure Choice Bayesian Network Method. *Researchers World*, 3(2), 14.
- ALLAIS, M. (1953). Le comportement de l'homme rationnel devant le risque: critique des postulats et axiomes de l'école américaine. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 503-546.
- ALLEN, F. ve Michaely, R. (2003). Payout policy. *Handbook of the Economics of Finance*, 1, 337-429.
- AMEL, B. ve Abdelfettah, B. (2013). Dividend decision rationality and CEOs managerial optimism: evidence from Tunisian traded firms. *Journal of Modern Economy and Management*, 2(1), 42-56.
- AMIR, E. ve Ganzach, Y. (1998). Overreaction and underreaction in analysts' forecasts. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 37(3), 333-347.
- ANG, J. S. ve Cheng, Y. (2006). Direct evidence on the market-driven acquisition theory. *Journal of Financial Research*, 29(2), 199-216.

- ANOUAR, K. ve Juhel, J. C. (2014) Excès de confiance des dirigeants et politique du dividende. <http://lexicometrica.univ-paris3.fr/jadt/jadt2014/01-ACTES/03-JADT2014.pdf>
- ANTONCZYK, R. C. ve Salzmann, A. J. (2014). Overconfidence and optimism: The effect of national culture on capital structure. *Research in International Business and Finance*, 31, 132-151.
- APAK, S. ve Demirel, E. (2013), Finansal Yönetim Cilt 1:Sermaye Piyasaları, İstanbul: Papatya Yayıncılık
- ARIELY, D., Huber, J. ve Wertenbroch, K. (2005). When do losses loom larger than gains?. *Journal of Marketing Research*, 42(2), 134-138.
- ARIELY, D., Loewenstein, G., Prelec, D., 2003. Coherent arbitrariness: stable demand curves without stable preferences. *Quarterly Journal of Economics* 118, 73–105.
- ASAB, M. Z. (2014). Impact of Behavioral Finance & Traditional Finance on Financial Decision Making Process. *Journal of Economics and Sustainable Development*, 5(18), 89-95.
- ATA, H. A. ve AĞ, A. G. Y. (2010), Firma Karakteristiğinin Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkisinin Analizi. *Istanbul University Econometrics and İstatistikler e-Journal*, 11(1), 45-60.
- AYPAY, A. (2008), Gerçekçi Olmayan İyimserlik Kuramı, *TSA*, Yıl 12, S. 1, <http://www.tsadergisi.org/tsadergi/arsiv/Nisan2008/2.pdf>
- AYPAY, A. (2010). Genel Öz Yeterlik Ölçeği'nin (GÖYÖ) Türkçe'ye Uyarlama Çalışması, *İnönü Üniversitesi Eğitim Fakültesi Dergisi*, 11 (2), 113-131.
- AYTEKİN, S. ve SAKARYA, Ş. (2014). Ocak Ayı Anomalisi: Borsa İstanbul Endeksleri Üzerine Bir Uygulama. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 10(23), 137-156.
- AYYILDIZ ÜNNÜ, N. A., (2014): “Rasyonel” Perspektif Işığında Karar Verme Eylemi: Nitel Bir Analiz, *Journal of Management and Economics Research (Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi)*, Sayı: 24, ss. 91-116
- AZOUZI, M. A. ve Jarboui, A. (2013). Why CEO Emotional Biases Affect Firm Assets Specificity Choice Bayesian Network Method: The Evidence from Tunisia. *Asian Journal of Empirical Research*, 3(3), 329-350.
- AZOUZI, M. ve Anis, J. (2012). CEO emotional bias and investment decision, Bayesian network method. *Management Science Letters*, 2(4), 1259-1278.
- AZOUZI, M. ve Anis, J. (2013). CEO emotional bias and investment decision, Bayesian network method. *Management Science Letters*, 2(4), 1259-1278.

- BACCAR, A., Mohamed, B. E. ve Bouri, A. (2013), Managerial Optimism, Overconfidence and Board Characteristics: Toward a New Role of Corporate Governance, *Australian Journal of Basic and Applied Sciences*, 7(7):287-301.
- BAKER, H. K. ve Nofsinger, J. R. (2002). Psychological biases of investors. *Financial Services Review*, 11(2), 97-116.
- BAKER, M. ve Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *The Journal of Finance*, 57(1), 1-32.
- BAKER, M. ve Wurgler, J. (2004). A catering theory of dividends. *The Journal of Finance*, 59(3), 1125-1165.
- BAKER, M. ve Wurgler, J. (2006). Investor sentiment and the cross-section of stock returns. *The Journal of Finance*, 61(4), 1645-1680.
- BAKER, M., Pan, X. ve Wurgler, J. (2012). The effect of reference point prices on mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 106(1), 49-71.
- BALTAŞ, Z., (2011), Karar Vermenin Psikolojisi, *Kaynak Dergisi*, Sayı 46, Nisan-Haziran.
- BANDURA, A. (1982). Self-efficacy mechanism in human agency. *American Psychologist*, 37, 122-147.
- BARAK, O. (2008). İMKB’de Aşırı Reaksiyon Anomalisi ve Davranışsal Finans Modelleri Kapsamında Değerlendirilmesi. *İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 10(1), 1-24.
- BARBER, B. M. ve Odean, T. (2001). Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment. *Quarterly Journal of Economics*, 261-292.
- BARBERIS, N. ve Huang, M. (2001). Mental accounting, loss aversion, and individual stock returns. *The Journal of Finance*, 56(4), 1247-1292.
- BARBERIS, N. ve Thaler, R. (2003). A survey of behavioral finance. *Handbook of the Economics of Finance*, Volume 1, Part B, Pages 1053–1128.
- BARBERIS, N., Huang, M. ve Santos, T. (2001). Prospect Theory and Asset Prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 1-53.
- BARCLAY, M. J. ve Smith, C. W. (2005). The capital structure puzzle: The evidence revisited. *Journal of Applied Corporate Finance*, 17(1), 8-17.
- BASKIN, J. B. (1988). The development of corporate financial markets in Britain and the United States, 1600–1914: overcoming asymmetric information. *Business History Review*, 62(02), 199-237.
- BAUMEISTER, R. F., Bratslavsky, E., Finkenauer, C. ve Vohs, K. D. (2001). Bad is stronger than good. *Review of general psychology*, 5(4), 323.

- BEBER, A. ve Fabbri, D. (2012). Who times the foreign exchange market? Corporate speculation and CEO characteristics. *Journal of Corporate Finance*, 18(5), 1065-1087.
- BECK, A. T., Weissman, A., Lester, D. ve Trexler, L. (1974). The measurement of pessimism: the hopelessness scale. *Journal of consulting and clinical psychology*, 42(6), 861.
- BENARTZI, S. ve Thaler, R. (1995). Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle. *Quarterly Journal of Economics*. 110: 1, pp. 73-9
- BENARTZI, S. ve Thaler, R. H. (1999). Risk aversion or myopia? Choices in repeated gambles and retirement investments. *Management science*, 45(3), 364-381.
- BENARTZI, S., Michaely, R. ve Thaler, R. (1997). Do changes in dividends signal the future or the past?. *Journal of finance*, 1007-1034.
- BEN-DAVID, I., Graham, J. R. ve Harvey, C. R. (2013). Managerial Miscalibration. *The Quarterly journal of economics*, 128(4), 1547-1584.
- BENGTSSON, C., Persson, M. ve Willenhag, P. (2005). Gender and overconfidence. *Economics letters*, 86(2), 199-203.
- BENOS, A. V. (1998). Aggressiveness and survival of overconfident traders. *Journal of Financial Markets*, 1(3), 353-383.
- BERGER, A. N. ve Udell, G. F. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking & Finance*, 22(6), 613-673.
- BERKELAAR, A. B., Kouwenberg, R. ve Post, T. (2004). Optimal portfolio choice under loss aversion. *Review of Economics and İstatistikler*, 86(4), 973-987.
- BERNARDO, A. E. ve Welch, I. (2001). On the evolution of overconfidence and entrepreneurs. *Journal of Economics & Management Strategy*, 10(3), 301-330.
- BERTRAND M. ve Mullainathan S. (2003). Enjoying the quiet life? Corporate governance and managerial preferences, *Journal of Political Economy*, 111, 5, 1043-1075.
- BEZİRCİ, M., (2003), Yatırım projelerinin değerlendirilmesinde risk analizi ve karar destek sistemleri, *Doktora Tezi*, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.
- BHASKAR, V. (1990). Wage relativities and the natural range of unemployment. *The Economic Journal*, 60-66.
- BHATTACHARYA, S. (1979). Imperfect information, dividend policy, and “the bird in the hand” fallacy. *Bell journal of economics*, 10(1), 259-270.

- BIAIS, B., Hilton, D., Mazurier, K. ve Pouget, S. (2005). Judgemental overconfidence, self-monitoring, and trading performance in an experimental financial market. *The Review of economic studies*, 72(2), 287-312.
- BILLETT, M. T. ve Qian, Y. (2008). Are overconfident CEOs born or made? Evidence of self-attribution bias from frequent acquirers. *Management Science*, 54(6), 1037-1051.
- BLACK, F. (1976). The dividend puzzle. *The Journal of Portfolio Management*, 2(2), 5-8.
- BLACK, F. (1986). Noise. *The journal of finance*, 41(3), 529-543.
- BLACK, F. ve Scholes, M. (1973). The pricing of options and corporate liabilities. *The journal of political economy*, 637-654.
- BLANKENSHIP, K. L., Wegener, D. T., Petty, R. E., Detweiler-Bedell, B. ve Macy, C. L. (2008). Elaboration and consequences of anchored estimates: An attitudinal perspective on numerical anchoring. *Journal of Experimental Social Psychology*, 44(6), 1465-1476.
- BLEICHRODT, H., Abellan-Perpiñan, J. M., Pinto-Prades, J. L. ve Mendez-Martinez, I. (2007). Resolving inconsistencies in utility measurement under risk: Tests of generalizations of expected utility. *Management Science*, 53(3), 469-482.
- BLEICHRODT, H., Pinto, J. L. ve Wakker, P. P. (2001). Making descriptive use of prospect theory to improve the prescriptive use of expected utility. *Management science*, 47(11), 1498-1514.
- BODNARUK, A. ve Simonov, A. (2014). Do Financial Experts Make Better Investment Decisions? (October 7, 2014). *Journal of Financial Intermediation*, Forthcoming. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2506988>
- BONDT, W. F. ve Thaler, R. (1985). Does the stock market overreact?. *The Journal of finance*, 40(3), 793-805.
- BOOIJ, A. S. ve van de Kuilen, G. (2006). A Parameter-Free Analysis of the Utility of Money for the General Population under Prospect Theory, *Journal of Economic Psychology*, 30(4), 651-666.
- BOSTIC, R., Herrnstein, R. J. ve Luce, R. D. (1990). The effect on the preference-reversal phenomenon of using choice in Farkas. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 13(2), 193-212.
- BOUWMAN, C. H. (2014). Managerial optimism and earnings smoothing. *Journal of Banking & Finance*, 41, 283-303.
- BOWMAN, D., Minehart, D. ve Rabin, M. (1999). Loss aversion in a consumption-savings model. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 38(2), 155-178.

- BOZKURT, V. ve Baştürk, Ş. (2009). KOBİ Girişimcilerinde Risk ve Belirsizlik Algıları: Bursa Örneği. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 64(02), 043-074.
- BRAV, A., Graham, J. R., Harvey, C. R. ve Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of financial economics*, 77(3), 483-527.
- BRENNER L., Rottenstreich Y. ve Sood S.(1999). Comparison, grouping, and preference. *Psychological Science*, 10(3), 225–229.
- BRENNER, L. A., Koehler, D. J., Liberman, V. ve Tversky, A. (1996). Overconfidence in probability and Frekans (Sıklık) judgments: A critical examination. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 65(3), 212-219.
- BREUER, W., Rieger, M. O. ve Soypak, K. C. (2014). The behavioral foundations of corporate dividend policy a cross-country analysis. *Journal of Banking & Finance*, 42, 247-265.
- BUDESCU, D. V., Erev, I., Wallsten, T. S. ve Yates, J. F. (1997). Introduction to this Special Issue on Stochastic and Cognitive Models of Confidence. *Journal of Behavioral Decision Making*, 10, 153-155.
- BUSENITZ, L. W. ve Barney, J. B. (1997). Farks between entrepreneurs and managers in large organizations: Biases and heuristics in strategic decision-making. *Journal of business venturing*, 12(1), 9-30.
- CABALLÉ, J. ve Sákovics, J. (2003). Speculating against an overconfident market. *Journal of Financial Markets*, 6(2), 199-225.
- CAMERER, C. F. (2004). Prospect theory in the wild: Evidence from the field. Colin F. Camerer, George Loewenstein, and Matthew. Rabin, eds., *Advances in Behavioral Economics*, 148-161.
- CAMERER, C. ve Lovallo, D. (1999). Overconfidence and excess entry: An experimental approach. *American economic review*, 306-318.
- CAMPBELL, T. C., Gallmeyer, M., Johnson, S. A., Rutherford, J. ve Stanley, B. W. 2011. CEO optimism and forced turnover. *Journal of Financial Economics*, 101: 695-712.
- CARMON, Z. ve Ariely, D. (2000). Focusing on the forgone: How value can appear so different to buyers and sellers. *Journal of Consumer Research*, 27(3), 360-370.
- CARVER, C. S. ve Scheier, M. F. (1990). Origins and functions of positive and negative affect: A control-process view. *Psychological Review*, 97, 19-35.
- CHANG, C., Lee, A. C. ve Lee, C. F. (2009). Determinants of capital structure choice: A structural equation modeling approach. *The quarterly review of economics and finance*, 49(2), 197-213.

- CHANG, E. C., D'Zurilla, T. J. ve Maydeu-Olivares, A. (1994). Assessing the dimensionality of optimism and pessimism using a multimeasure approach. *Cognitive therapy and research*, 18(2), 143-160.
- CHAPMAN, G. B. ve Johnson, E. J. (2002). Incorporating the irrelevant: Anchors in judgments of belief and value. *Heuristics and biases: The psychology of intuitive judgment*, 120-138.
- CHARNESS, G. ve Rabin, M. (2002). Understanding social preferences with simple tests. *Quarterly journal of Economics*, 817-869.
- CHEN, A. H. (1978). Recent developments in the cost of debt capital. *The Journal of Finance*, 33(3), 863-877.
- CHEN, A. H. ve Kim, E. H. (1979). Theories of corporate debt policy: A synthesis. *Journal of Finance*, 371-384.
- CHEN, I. J. ve Lin, S. H. (2012). Will managerial optimism affect the investment efficiency of a firm?. *Procedia Economics and Finance*, 2, 73-80.
- CHEN, S. S., Ho, K. Y. ve Ho, P. H. (2014). CEO Overconfidence and Long-Term Performance Following R&D Increases. *Financial Management*, 43(2), 245-269.
- CHIA-HSING, H., Padmanabhan, P. ve Zhang, W. (2012). Mitigating the Impact of Managerial Anchoring: The Case for Management by Committee for Major Corporate Financial Decisions, *Multinational Finance Journal*, 2013, Vol 17, No. 3/4, pp. 341-369.
- CONGER, R. F. ve Wolstein, Ch. R., (2004), Managing overconfidence in pricing. *Emphasis*, (2), 10 – 13.
- COOPER, A. C., Woo, C. Y. ve Dunkelberg, W. C. (1988). Entrepreneurs' perceived chances for success. *Journal of business venturing*, 3(2), 97-108.
- CORDEIRO, L., (2009) Managerial Overconfidence and Dividend Policy, Available at SSRN:<http://ssrn.com/abstract=1343805> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1343805>
- CORRADO, C. J. ve Su, T. (1996). S&P 500 index option tests of Jarrow and Rudd's approximate option valuation formula. *Journal of Futures Markets*, 16(6), 611-629.
- CORRELL, S. J. (2001). Gender and the Career Choice Process: The Role of Biased Self-Assessments. *American journal of Sociology*, 106(6), 1691-1730.
- COSMIDES, L. ve Tooby, J. (1992). Cognitive adaptations for social exchange. *The adapted mind*, 163-228.

- COSMIDES, L. ve Tooby, J. (1994). Beyond intuition and instinct blindness: Toward an evolutionarily rigorous cognitive science. *Cognition*, 50(1), 41-77.
- COVAL, J. D. ve Shumway, T. (2005). Do behavioral biases affect prices?. *The Journal of Finance*, 60(1), 1-34.
- COX, J. C., Ross, S. A., ve Rubinstein, M. (1979). Option pricing: A simplified approach. *Journal of financial Economics*, 7(3), 229-263.
- CRITCHER, C. R. ve Gilovich, T. (2008). Incidental environmental anchors. *Journal of Behavioral Decision Making*, 21(3), 241-251.
- CROCI, E., Petmezas, D. ve Vagenas-Nanos, E. (2010). Managerial overconfidence in high and low valuation markets and gains to acquisitions. *International Review of Financial Analysis*, 19(5), 368-378.
- CRONQVIST, H., Makhija, A. K. ve Yonker, S. E. (2012). Behavioral consistency in corporate finance: CEO personal and corporate leverage. *Journal of financial economics*, 103(1), 20-40.
- CROSON, R. ve Gneezy, U. (2009). Gender Farks in preferences. *Journal of Economic literature*, 448-474.
- ÇETİN, A. C. (2007). Markowitz Kuadratik Programlama ile Optimal Portföy Seçimi. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 12(1), 63-81.
- DANIEL, K., Hirshleifer, D. ve Teoh, S. H. (2002). Investor psychology in capital markets: Evidence and policy implications. *Journal of monetary economics*, 49(1), 139-209.
- DANIEL, K., Hirshleifer, D., Subrahmanyam, A., 1998. A theory of overconfidence, self-attribution, and security market under and over reaction, *J. Finance*, (53), 1839-1885.
- DATTA, S., Iskandar-Datta, M. ve Raman, K. (2003). Value creation in corporate asset sales: The role of managerial performance and lender monitoring. *Journal of Banking & Finance*, 27(2), 351-375.
- DE BONDT, W. F. ve Thaler, R. (1985). Does the stock market overreact? *The Journal of finance*, 40(3), 793-805.
- DE LONG, J. B., Shleifer, A., Summers, L. H. ve Waldmann, R. J. (1990). Noise trader risk in financial markets. *Journal of political Economy*, 703-738.
- DEANGELO, H. ve Masulis, R. W. (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of financial Economics*, 8(1), 3-29.

- DEANGELO, H., DeAngelo, L. ve Skinner, D. J. (1996). Reversal of fortune dividend signaling and the disappearance of sustained earnings growth. *Journal of financial economics*, 40(3), 341-371.
- DEANGELO, H., DeAngelo, L. ve Skinner, D. J. (2008). Corporate payout policy. *Foundations and trends in finance*, 3(2-3).
- DECARLO, L. T. (1997). On the meaning and use of kurtosis. *Psychological methods*, 2(3), 292.
- DELLAVIGNA, S. (2007). *Psychology and economics: Evidence from the field* (No. w13420). National Bureau of Economic Research.
- DEMİRTAŞ, Ö. ve Güngör, Z. (2004). Portföy yönetimi ve portföy seçimine yönelik uygulama. *Havacılık ve Uzay Teknolojileri Dergisi*, 1(4), 103-109.
- DESHMUKH, S., Goel, A. M. ve Howe, K. M. (2013). CEO overconfidence and dividend policy. *Journal of Financial Intermediation*, 22(3), 440-463.
- DITTMANN, I., Maug, E. ve Spalt, O. (2008). Sticks or Carrots? Optimal CEO Compensation when Managers are Loss-Averse (March 24, 2008). *Journal of Finance*, 65 (6), 2015-2050, 2010. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=914502>
- DONG, M., Hirshleifer, D., Richardson, S. ve Teoh, S. H. (2006). Does investor misvaluation drive the takeover market?. *The Journal of Finance*, 61(2), 725-762.
- DOUKAS, J. A. ve Petmezas, D. (2007). Acquisitions, Overconfident Managers and Self-attribution Bias. *European Financial Management*, 13(3), 531-577.
- DUNN, L. F. (1996). Loss aversion and adaptation in the labor market: Empirical inFark functions and labor supply. *The Review of Economics and Statistics*, 441-450.
- EASTERBROOK, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American Economic Review*, 650-659.
- ECKEL, C. C. ve Grossman, P. J. (2008). Men, women and risk aversion: Experimental evidence. *Handbook of experimental economics results*, 1, 1061-1073.
- EDWARDS, W. (1954). The theory of decision making. *Psychological bulletin*, 51(4), 380.
- EGE, İ., Topaloğlu, E. E. ve Coşkun, D. (2012). Davranışsal Finans ve Anomaliler: Ocak Ayı Anomalisinin İMKB'de Test Edilmesi. *Journal of Accounting & Finance*, (56).

- ENGLICH, B. ve Mussweiler, T. (2001). Sentencing under uncertainty: Anchoring effects in the courtroom,. *Journal of Applied Social Psychology*, 31,1535–1551.
- ENGLICH, B., Mussweiler, T. ve Strack, F. (2006). Playing dice with criminal sentences: The influence of irrelevant anchors on experts' judicial decision making. *Personality and Social Psychology Bulletin*, 32(2), 188-200.
- ENGLMAIER, F. (2010). Managerial optimism and investment choice. *Managerial and decision Economics*, 31(4), 303-310.
- EPLEY, N. ve Gilovich, T. (2001). Putting adjustment back in the anchoring and adjustment heuristic: Differential processing of self-generated and experimenter-provided anchors. *Psychological Science*, 12(5), 391-396.
- EPLEY, N. ve Gilovich, T. (2006). The anchoring-and-adjustment heuristic Why the adjustments are insufficient. *Psychological science*, 17(4), 311-318.
- ERDOĞAN, M. ve Elmas, B. (2010). Hisse Senedi Piyasalarında Görülen Anomaliler ve Bireysel Yatırımcı Üzerine Bir Araştırma/The Anomalies Seen in the Stock Markets and A Research an the Individual Investor. *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 14(2).
- ESHRAHGI, A. (2011), How does Mutual Fund Manager Overconfidence Impact Mutual Fund Investment Performance?, https://www.cass.city.ac.uk/__data/assets/pdf_file/0005/79466/Eshraghi.pdf
- ETZIONI, A. (1988). Normative-affective factors: Toward a new decision-making model. *Journal of Economic Psychology*, 9(2), 125-150.
- FAIRCHILD, R. (2009). Managerial overconfidence, moral hazard problems, and excessive life cycle debt sensitivity. *Investment Management and Financial Innovations*, 6 (3).
- FAIRCHILD, R. (2010). Behavioural corporate finance: existing research and future directions. *International Journal of Behavioural Accounting and Finance*, 1(4), 277-293.
- FAIRCHILD, R. J. (2012). From behavioural to emotional corporate finance: a new research direction. *International Journal of Behavioural Accounting and Finance*, 3(3-4), 221-243.
- FAMA, E. F. (1965). The behavior of stock-market prices. *Journal of business*, 34-105.
- FAMA, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- FAMA, E. F. (1991). Efficient capital markets: II. *The journal of finance*, 46(5), 1575-1617.

- FAMA, E. F. (1998). Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. *Journal of financial economics*, 49(3), 283-306.
- FAMA, E. F. ve French, K. R. (1997). Industry costs of equity. *Journal of financial economics*, 43(2), 153-193.
- FEHR, E. ve Gächter, S. (2000). Fairness and retaliation: The economics of reciprocity. *The journal of economic perspectives*, 159-181.
- FERRIS, S. P., Jayaraman, N. ve Sabherwal, S. (2013). CEO overconfidence and international merger and acquisition activity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(01), 137-164.
- FIELDING, D. ve Stracca, L. (2007). Myopic loss aversion, disappointment aversion, and the equity premium puzzle. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 64(2), 250-268.
- FISCHHOFF, B., Slovic, P. ve Lichtenstein, S. (1977). Knowing with certainty: The appropriateness of extreme confidence. *Journal of Experimental Psychology: Human perception and performance*, 3(4), 552.
- FRANKFURTER, G. M. ve McGoun, E. G. (2000). Market efficiency or behavioral finance: The nature of the debate. *The Journal of Psychology and Financial Markets*, 1(3-4), 200-210.
- FROOT, K. A. ve Dabora, E. M. (1999). How are stock prices affected by the location of trade? *Journal of financial economics*, 53(2), 189-216.
- FULLER, R. J. (1998). Behavioral finance and the sources of alpha. *Journal of Pension Plan Investing*, 2(3), 291-293.
- FURNHAM, A. ve Boo, H. C. (2011). A literature review of the anchoring effect. *The Journal of Socio-Economics*, 40(1), 35-42.
- GABAIX, X., Laibson, D., Moloche, G. ve Weinberg, S. (2006). Costly information acquisition: Experimental analysis of a boundedly rational model. *The American Economic Review*, 1043-1068.
- GALASSO, A. ve Simcoe, T. S. (2011). CEO overconfidence and innovation. *Management Science*, 57(8), 1469-1484.
- GALINSKY, A. D. ve Mussweiler, T. (2001). First offers as anchors: the role of perspective-taking and negotiator focus. *Journal of personality and social psychology*, 81(4), 657.
- GARCIA, M. J. R. (2013). Financial education and behavioral finance: new insights into the role of information in financial decisions. *Journal of Economic Surveys*, 27(2), 297-315.

- GEDİK, T., Akyüz, K. C. ve Akyüz, İ. (2005). Yatırım Projelerinin Hazırlanması ve Değerlendirilmesi (İç Karlılık Oranı ve Net Bugünkü Değer Yöntemlerinin İncelenmesi). *Bartın Orman Fakültesi Dergisi*, 7(7).
- GERVAIS, S., Heaton, J. B. ve Odean, T. (2011). Overconfidence, compensation contracts, and capital budgeting. *The Journal of Finance*, 66(5), 1735-1777.
- GIGERENZER, G., Hoffrage, U. ve Kleinbölting, H. (1991). Probabilistic mental models: a Brunswikian theory of confidence. *Psychological review*, 98(4), 506.
- GLASER, M. ve Weber, M. (2007). Overconfidence and trading volume. *The Geneva Risk and Insurance Review*, 32(1), 1-36.
- GOEL, A. M. ve Thakor, A. V. (2008). Overconfidence, CEO selection and corporate governance. *The Journal of Finance*, 63(6), 2737-2784.
- GOMES, F. J. (2005). Portfolio Choice and Trading Volume with Loss-Averse Investors*. *The Journal of Business*, 78(2), 675-706.
- GÓMEZ-MEJÍA, L. R., Haynes, K. T., Núñez-Nickel, M., Jacobson, K. J., & Moyano-Fuentes, J. (2007). Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: Evidence from Spanish olive oil mills. *Administrative science quarterly*, 52(1), 106-137.
- GÖZÜM, S. ve Aksayan, S. (1999). Öz-Etkililik-Yeterlik Ölçeği'nin Türkçe Formunun Güvenilirlik ve Geçerliliği. *Journal of Anatolia Nursing and Health Sciences*, 2(1).
- GRAHAM, J. R., Harvey, C. R. ve Puri, M. (2013). Managerial attitudes and corporate actions. *Journal of Financial Economics*, 109(1), 103-121.
- GRAU, I. ve Bohner, G. (2014). Anchoring revisited: The role of the comparative question. *PloS one*, 9(1).
- GRULLON, G., Michaely, R. ve Swaminathan, B., (2002). Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity, *The Journal of Business* 75 (3), 387-424
- GRULLON, G., Michaely, R., Benartzi, S. ve Thaler, R. H. (2003). Dividend Changes Do Not Signal Changes in Future Profitability. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=431762> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.431762>
- GUANGYİN, S. Y. Z. (2010). An Empirical Study on the Relationship between Managerial Overconfidence and Corporate Mergers and Acquisitions [J]. *Chinese Review of Financial Studies*, 2, 009.
- GÜNGÖR, B. (2003). Finans Literatüründe Anomali Kavramı Ve Etkin Piyasalar Hipotezi. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 17(1-2).
- GÜRÜNLÜ, M. (2011), Finansal piyasaların etkinliği teorisinden davranışsal finansa: finans teorisinin evrimi, *Maliye Finans Yazıları*, 92, 31-50, Temmuz.

- HACKBARTH, D. (2008). Managerial traits and capital structure decisions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(04), 843-881.
- HACKBARTH, D. (2009). Determinants of corporate borrowing: A behavioral perspective. *Journal of Corporate Finance*, 15(4), 389-411.
- HALEY, U. C. ve Stumpf, S. A. (1989). Cognitive trails in strategic decision-making: linking theories of personalities and cognitions. *Journal of Management Studies*, 26(5), 477-497.
- HARRIS, L. ve Gurel, E. (1986). Price and volume effects associated with changes in the S&P 500 list: New evidence for the existence of price pressures. *The Journal of Finance*, 41(4), 815-829.
- HARRIS, M. ve Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *the Journal of Finance*, 46(1), 297-355.
- HARVEY, M. ve Evans, R. (1995). Strategic windows in the entrepreneurial process. *Journal of business venturing*, 10(5), 331-347.
- HASELTON, M. G., Nettle, D. ve Andrews, P. W. (2005). The evolution of cognitive bias. *The handbook of evolutionary psychology*, 724-746.
- HASSAN, T. R., Khalid, W. ve Habib, A. (2014). Overconfidence and Loss Aversion in Investment Decisions: A Study of the Impact of Gender and Age in Pakistani Perspective. *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(11), 148-157.
- HEATON, J. B. (2002). Managerial optimism and corporate finance. *Financial management*, 31(2), 33-45.
- HELLIAR, C. V., Power, D. M. ve Sinclair, C. D. (2005). Managerial “irrationality” in financial decision making. *Managerial Finance*, 31(4), 1-11.
- HERACLEOUS, L., Th., (1994), Rational Decision Making: Myth or Reality? *Management Development Review*, 7(4), 16-23
- HERSTEIN, I. N. ve Milnor, J. (1953). An axiomatic approach to measurable utility. *Econometrica, Journal of the Econometric Society*, 21(2), 291-297.
- HESTON, S. L. (1993). A closed-form solution for options with stochastic volatility with applications to bond and currency options. *Review of financial studies*, 6(2), 327-343.
- HESTON, S. L. ve Nandi, S. (2000). A closed-form GARCH option valuation model. *Review of Financial Studies*, 13(3), 585-625.
- HEYNEN, R., Kemna, A. ve Vorst, T. (1994). Analysis of the term structure of implied volatilities. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29(01), 31-56.

- HIEBL, M. R. (2012). Risk aversion in family firms: what do we really know?. *The Journal of Risk Finance*, 14(1), 49-70.
- HIRSHLEIFER, D. (2001). Investor psychology and asset pricing. *The Journal of Finance*, 56(4), 1533-1597.
- HIRSHLEIFER, D., Low, A. ve Teoh, S. H. (2012). Are overconfident CEOs better innovators?. *The Journal of Finance*, 67(4), 1457-1498.
- HUANG, C. H. ve Padmanabhan, P. (2011). Off-Shoring, Managerial Anchoring, and Firm Value: A Two Period Model. *International Review of Business Research Papers*, 7(5), 16-34.
- HUANG, J. ve Kisgen, D. J. (2013). Gender and corporate finance: Are male executives overconfident relative to female executives? *Journal of Financial Economics*, 108(3), 822-839.
- HUANG, J., Padmanabhan, K. ve Collins, O. M. (2011). The sampling theorem with constant amplitude variable width pulses. *Circuits and Systems I: Regular Papers, IEEE Transactions on*, 58(6), 1178-1190.
- HUANG, R. ve Ritter, J. R. (2005). Testing the market timing theory of capital structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1, 221-246.
- HUANG, R., Tan, K. J. K. ve Faff, R. (2013). CEO Overconfidence and Corporate Debt Maturity. *Journal of Corporate Finance*, Forthcoming. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2311530> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2311530>
- HULL, J. ve White, A. (1988). The use of the control variate technique in option pricing. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 23(03), 237-251.
- HURD, M. D. (1999). Anchoring and Acquiescence Bias in Measuring Assets in Household Surveys. *Journal of Risk and Uncertainty*, 19(1-3), 111-136.
- HURWICZ, L., (1959), The Investment Decision: An Empirical Study by John R. Meyer, Edwin Kuh, *The American Economic Review*, 49(1), 162-165.
- HUTCHINSON, R. W. (1995). The capital structure and investment decisions of the small owner-managed firm: some exploratory issues. *Small Business Economics*, 7(3), 231-239.
- JACOWITZ, K. E. ve Kahneman, D. (1995). Measures of anchoring in estimation tasks. *Personality and Social Psychology Bulletin*, 21, 1161-1166.
- JENSEN, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 323-329.
- JENSEN, M. C. ve Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.

- JIANAKOPLIS, N. A. ve Bernasek, A. (1998). Are women more risk averse?. *Economic inquiry*, 36(4), 620.
- JONES, B. D. (1999). Bounded rationality. *Annual review of political science*, 2(1), 297-321.
- JONSSON, A. C. ve Allwood, C. M. (2003). Stability and variability in the realism of confidence judgments over time, content domain, and gender. *Personality and Individual Differences*, 34(4), 559-574.
- JUREVICIENĖ, D. ve Gausienė, E. 2010. Peculiarities of individuals' financial behaviour. *Business: Theory and Practice*, 11(3), 222-237. <http://dx.doi.org/10.3846/btp.2010.25>
- JUREVIČIENĖ, D. ve Ivanova, O. (2013). Behavioural Finance: Theory and Survey. *Science–Future of Lithuania/Mokslas–Lietuvos Ateitis*, 5(1), 53-58.
- KAHNEMAN, D. (1992). Reference points, anchors, norms, and mixed feelings. *Organizational behavior and human decision processes*, 51(2), 296-312.
- KAHNEMAN, D. (2003). Maps of bounded rationality: Psychology for behavioral economics. *American economic review*, 1449-1475.
- KAHNEMAN, D. ve Lovallo, D. (1993). Timid choices and bold forecasts: A cognitive perspective on risk taking. *Management science*, 39(1), 17-31.
- KAHNEMAN, D. ve Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 263-291.
- KAHNEMAN, D. ve Tversky, A. (1984). Choices, values, and frames. *American psychologist*, 39(4), 341.
- KAHNEMAN, D., Knetsch, J. L. ve Thaler, R. H. (1991). Anomalies: The endowment effect, loss aversion, and status quo bias. *The journal of economic perspectives*, 193-206.
- KAHNEMAN, D., Knetsch, J. ve Thaler, R. (1990). Test of Endowment Effect and the Coase Theorem. *Journal of Political Economy*, 1325-1348.
- KAPLAN, S. N., Klebanov, M. M. ve Sorensen, M. (2012). Which CEO characteristics and abilities matter?. *The Journal of Finance*, 67(3), 973-1007.
- KARA, İ., E., (2011). The Impact of Anchoring Bias on Corporate Profits and Shareholders Wealth, *Journal of Economics and Finance Studies*, 3(2), 105-115
- KARABULUT, A. N. (2013). Tüketicilerin Algılanan Risk Değişkeni Karşısında İnternette Alışveriş Yapma Eğilimlerinin Ölçülmesi: Beklenen Fayda Teorisine Karşı Beklenti Teorisi, *Journal Of Yaşar University*, 8(32), 5515-5536.

- KARADENİZ, E., (2008), Türk Konaklama İşletmelerinde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Analizi, Doktora Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana.
- KARAN, M. B. (2001). İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Haftanın Günleri ve Ocak Ayı Etkilerinin Firma Büyüklüğü Açısından Değerlendirilmesi, *Ankara Üniversitesi Sbf Dergisi*, 56(02).
- KAUSTIA, M., Alho, E. ve Puttonen, V. (2008). How much does expertise reduce behavioral biases? The case of anchoring effects in stock return estimates. *Financial Management*, 37(3), 391-412.
- KEASEY, K. ve Watson, R. (1989). Consensus and accuracy in accounting studies of decision-making: A note on a new measure of consensus. *Accounting, Organizations and Society*, 14(4), 337-345.
- KEÇECİ, N. F. (2015). Second Order Stochastic Dominance Efficiency Analysis of Borsa Istanbul. *Journal Of Economics Finance And Accounting*, 2(3).
- KEREN, G. (1997). On the calibration of probability judgments: Some critical comments and alternative perspectives. *Journal of Behavioral Decision Making*, 10(3), 269-278.
- KIM, E. H. (1978). A Ortalama-variance theory of optimal capital structure and corporate debt capacity. *The Journal of Finance*, 33(1), 45-63.
- KIM, J. B. B., Wang, Z. ve Zhang, L. (2014). CEO overconfidence and stock price crash risk. *Contemporary Accounting Research*, Forthcoming. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2331189> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2331189>
- KISGEN, D. J. (2006). Credit ratings and capital structure. *The Journal of Finance*, 61(3), 1035-1072.
- KLAUSS, P., C., (2006), Capital Investment Decisions with Managerial Overconfidence and Regret Aversion, *PhD Thesis*, University of Bath School of Management.
- KLAYMAN, J. ve Ha, Y. W. (1987). Confirmation, disconfirmation, and information in hypothesis testing. *Psychological review*, 94(2), 211.
- KLAYMAN, J., Soll, J., Gonzalez - Vallejo, C. ve Barlas, S. (1999). Overconfidence: It depends on how, what, and whom you ask. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 79, 216 – 247.
- KOLASINSKI, A. C., Li, X. (2013). Can strong boards and trading their own firm's stock help CEOs make better decisions? Evidence from acquisitions by overconfident CEOs. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(04), 1173-1206.

- KORIAT, A., Lichtenstein, S. ve Fischhoff, B. (1980). Reasons for confidence. *Journal of Experimental Psychology: Human learning and memory*, 6(2), 107.
- KORTE, R. F. (2003). Biases in decision making and implications for human resource development. *Advances in Developing Human Resources*, 5(4), 440-457.
- KOUWENBERG, R. ve Ziemba, W. T. (2007). Incentives and risk taking in hedge funds. *Journal of Banking & Finance*, 31(11), 3291-3310.
- KRAUS, A. ve Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911-922.
- KUDRYAVTSEV, A. ve Cohen, G. (2011). Behavioral biases in economic and financial knowledge: Are they the same for men and women?. *Advances in Management & Applied Economics*, 1(1), 15-52.
- KÜÇÜK, A. (2014). Bireysel Yatırımcıları Finansal Yatırım Kararına Yönlendiren Faktörlerin Davranışsal Finans Açısından Ele Alınması: Osmaniye Örneği. *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi (AKAD)*, 6(11).
- KYLE, A. S., and Wang, F. A. (1997). Speculation duopoly with agreement to disagree: Can overconfidence survive the market test? *J. Finance*, 52, 2073–2090
- LANGER, E. J. (1975). The illusion of control. *Journal of personality and social psychology*, 32(2), 311.
- LARWOOD, L. ve Whittaker, W. (1977). Managerial myopia: Self-serving biases in organizational planning. *Journal of applied psychology*, 62(2), 194.
- LE BRETON-MİLLER, I., Miller, D. ve Lester, R. H. (2011). Stewardship or agency? A social embeddedness reconciliation of conduct and performance in public family businesses. *Organization Science*, 22(3), 704-721.
- LEE, C., Shleifer, A. ve Thaler, R. H. (1991). Investor sentiment and the closed-end fund puzzle. *The Journal of Finance*, 46(1), 75-109.
- LELAND, H. E., Pyle, D. H. (1977), Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation, *Journal of Finance*, 32, 371-378.
- LIN, Y. H., Hu, S. Y. ve Chen, M. S. (2005). Managerial optimism and corporate investment: Some empirical evidence from Taiwan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(5), 523-546.
- LINTNER, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes. *The American Economic Review*, 97-113.
- LİCHTENSTEİN, S. ve Fischhoff, B. (1977). Do those who know more also know more about how much they know?. *Organizational Behavior and Human Performance*, 20(2), 159-183.

- LJUNGQVIST, A. ve Wilhelm, W. J. (2005). Does prospect theory explain IPO market behavior? *The Journal of Finance*, 60(4), 1759-1790.
- LOEWENSTEIN, G. ve Lerner, J. S. (2003). The role of affect in decision making. *Handbook of affective science*, 619(642), 3.
- LOPES, L. L. (1987). Between hope and fear: The psychology of risk. *Advances in experimental social psychology*, 20(3), 255-295.
- LOUGHRAN, T. ve Ritter, J. R. (2002). Why don't issuers get upset about leaving money on the table in IPOs?, *Review of financial studies*, 15(2), 413-444.
- LUNDEBERG, M. A., Fox, P. W. ve Puncóháf, J. (1994). Highly confident but wrong: Gender differences and similarities in confidence judgments. *Journal of educational psychology*, 86(1), 114.
- LUPPE, M. R. ve Fávero, L. P. L. (2012). Anchoring heuristic and the estimation of accounting and financial indicators. *International Journal of Finance and Accounting*, 1(5), 120-130.
- LUSZCZYNSKA, A., Scholz, U. ve Schwarzer, R. (2005). The general self-efficacy scale: Multicultural Geçerliation studies. *The Journal of psychology*, 139(5), 439-457.
- MALKIEL, B. G. (2003). The efficient market hypothesis and its critics. *Journal of economic perspectives*, 59-82.
- MALMENDIER, U. ve Tate, G. (2005). CEO overconfidence and corporate investment. *The journal of finance*, 60(6), 2661-2700.
- MALMENDIER, U. ve Tate, G. (2005). Does overconfidence affect corporate investment? CEO overconfidence measures revisited. *European Financial Management*, 11(5), 649-659.
- MALMENDIER, U. ve Tate, G. (2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of financial Economics*, 89(1), 20-43.
- MALMENDIER, U., Tate, G. ve Yan, J. (2011). Overconfidence and early-life experiences: the effect of managerial traits on corporate financial policies. *The Journal of finance*, 66(5), 1687-1733.
- MAN, K. F. ve Chau, K. W. (2006). Is the existence of property cycles consistent with the Efficient Market Hypothesis?. In *The twelfth Annual Conference of the Pacific Rim Real Estate Society, January 22 to 25, 2006, Auckland, New Zealand*. Pacific Rim Real Estate Society..
- MARCH, J. G. ve Shapira, Z. (1987). Managerial perspectives on risk and risk taking. *Management science*, 33(11), 1404-1418.
- MARKOWITZ, H. (1952). Portfolio selection. *The journal of finance*, 7(1), 77-91.

- MASSA, M. ve Simonov, A. (2005). Behavioral biases and investment. *Review of Finance*, 9(4), 483-507.
- MATSUMOTO, A. S., Fernandes, J. L., Ferreira, I. K. ve Chagas, P. C. (2013). Behavioral Finance: A Study of Affect Heuristic and Anchoring in Decision Making of Individual Investors. *Available at SSRN 2359180*.
- MCCARTHY, A. M., Schoorman, F. D. ve Cooper, A. C. (1993). Reinvestment decisions by entrepreneurs: Rational decision-making or escalation of commitment?. *Journal of Business Venturing*, 8(1), 9-24.
- MCDONALD, I. M. ve Sibly, H. (2001). *The Range of Equilibria, Inflation Targeting and the Non-inflationary Expansion* (No. 2001-11).
- MCELROY, T. ve Dowd, K. (2007). Susceptibility to anchoring effects: How openness-to-experience influences responses to anchoring cues. *Judgment and Decision Making*, 2(1), 48-53.
- MCGRAW, A. P., Larsen, J. T., Kahneman, D. ve Schkade, D. (2010). Comparing gains and losses. *Psychological science*, 21(10), 1438-1445.
- MEFTEH, S. ve Oliver, B. R. (2007). Capital structure choice: the influence of confidence in France. *French Finance Association*. 1(4), 294-311.
- MENKHOFF, L., Schmidt, U. ve Brozynski, T. (2006). The impact of experience on risk taking, overconfidence, and herding of fund managers: Complementary survey evidence. *European Economic Review*, 50(7), 1753-1766.
- MERTON, R. C. (1973). An intertemporal capital asset pricing model. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 867-887.
- MERTON, R. C. (1976). Option pricing when underlying stock returns are discontinuous. *Journal of financial economics*, 3(1), 125-144.
- MILLER, M. H. (1977). Debt And Taxes. *the Journal of Finance*, 32(2), 261-275.
- MILLER, M. H. (1986). Behavioral rationality in finance: The case of dividends. *Journal of Business*, S451-S468.
- MILLER, M. H. ve Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *the Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- MODIGLIANI, F. ve Brumberg, R. (1954). Utility analysis and the consumption function: An interpretation of cross-section data. *Franco Modigliani*, 1.
- MODIGLIANI, F. ve Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 261-297.
- MODIGLIANI, F. ve Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American economic review*, 433-443.

- MOHAMED, E. B., Baccar, A., Bouri A., (2013), Investment cash flow sensitivity and managerial optimism: a literature review via the classification scheme technique, *The Review of Finance and Banking*, 5 (1) (2013), pp. 07–26.
- MOHAMED, E. B., Baccar, A., Fairchild, R. ve Bouri, A. (2012). Does corporate governance affect managerial optimism? Evidence from NYSE panel data firms. *International Journal of Euro-Mediterranean Studies*, 5(1), 41-56.
- MOHAMED, E. B., Souissi, M. N., Baccar, A. ve Bouri, A. (2014). CEO's personal characteristics, ownership and investment cash flow sensitivity: Evidence from NYSE panel data firms. *Journal of Economics Finance and Administrative Science*, 19(37), 98-103.
- MOORE, P. G. (1977). The manager's struggles with uncertainty. *Journal of the Royal Statistical Society. Series A (General)*, 129-165.
- MUELLER, A. ve Brettel, M. (2012). Impact of biased pecking order preferences on firm success in real business cycles. *Journal of Behavioral Finance*, 13(3), 199-213.
- MUELLER, E. (2008). Benefits of control, capital structure and company growth. *Applied Economics*, 40(21), 2721-2734.
- MURPHY, A. H. (1973). A new vector partition of the probability score. *Journal of Applied Meteorology*, 12(4), 595-600.
- MUSSWEILER, T. ve Strack, F. (1999). Hypothesis-consistent testing and semantic priming in the anchoring paradigm: A selective accessibility model. *Journal of Experimental Social Psychology*, 35(2), 136-164.
- MUSSWEILER, T. ve Strack, F. (2004). The Euro in the common European market: A single currency increases the comparability of prices. *Journal of Economic Psychology*, 25(5), 557-563.
- MYERS C. S. (1977), Determinants of Corporate Borrowing, *Journal of Financial Economics*, (5), 147-175.
- MYERS, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The journal of finance*, 39(3), 574-592.
- MYERS, S. C. (2001). Capital structure. *Journal of Economic perspectives*, 81-102.
- MYERS, S. C. ve Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.
- NELSON, R. R. ve Winter, S. G. (1982). The Schumpeterian tradeoff revisited. *The American Economic Review*, 114-132.

- NGUYEN, T. ve Schüßler, A. (2012). How to make better decisions? Lessons learned from behavioral corporate finance. *International Business Research*, 6(1), p187.
- ODEAN, T., 1998. Volume, volatility, price and profit when all traders are above average. *J. Finance*, (53), 1887–1934.
- OĞUZLAR, A. (2003). Veri ön işleme. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 2(21), 67-76.
- OLIVER, Barry R. (2005) The Impact of Management Confidence on Capital Structure. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=791924> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.791924>
- OSKAMP, S. (1962). The relationship of clinical experience and training methods to several criteria of clinical prediction. *Psychological Monographs: General and Applied*, 76(28), 1.
- OSKAMP, S. (1965). Overconfidence in case-study judgments. *Journal of consulting psychology*, 29(3), 261.
- OTTO, C. A. (2014). CEO optimism and incentive compensation. *Journal of Financial Economics*, 114(2), 366-404.
- ÖZER, G. (2001). Hisse Senedi Piyasalarında Uzun Süreli Getiri Zıtlıkları: Aşırı Tepki Verme (Kazandıran-Kaybettiren) Hipotezi Ve Bir Değerlendirme. *Ekonomi ve Yönetim Bilimleri Dergisi*, 64-89.
- PALOMINO, F. ve Sadrieh, A. (2011). Overconfidence and delegated portfolio management. *Journal of Financial Intermediation*, 20(2), 159-177.
- PARK, C. ve Kim, H. (2011). The effect of managerial overconfidence on leverage. *International Business & Economics Research Journal (IBER)*, 8(12).
- PARK, H. ve Sohn, W. (2013). Behavioral Finance: A Survey of the Literature and Recent Development. *Seoul Journal of Business*, 19(1), 3.
- PARKER, A. M. ve Fischhoff, B. (2005). Decision-making competence: External validation through an individual differences approach. *Journal of Behavioral Decision Making*, 18(1), 1-27.
- PAYNE, J. W., Bettman, J. R. ve Johnson, E. J. (1988). Adaptive strategy selection in decision making. *Journal of Experimental Psychology: Learning, Memory, and Cognition*, 14(3), 534.
- PAYNE, J. W., Bettman, J. R. ve Johnson, E. J. (1992). Behavioral decision research: A constructive processing perspective. *Annual review of psychology*, 43(1), 87-131.

- PECH, W. ve Milan, M. (2009). Behavioral economics and the economics of Keynes. *The Journal of Socio-Economics*, 38(6), 891-902.
- PITZ, G. F. ve Sachs, N. J. (1984). Judgment and decision: Theory and application. *Annual Review of Psychology*, 35(1), 139-164.
- PLOUS, S. (1989). Thinking the unthinkable: The effects of anchoring on likelihood estimates of nuclear war¹. *Journal of Applied Social Psychology*, 19(1), 67-91.
- POLMAN, E. (2012). Self–other decision making and loss aversion. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 119(2), 141-150.
- POMPIAN, M. (2012). Behavioral finance and investor types. *Private Wealth Management Feature Articles*, 2012(1), 1-3.
- POMPIAN, M. M. (2006). Behavioral finance and wealth management. *How to Build Optimal Portfolios That Account for Investor Biases*, New Jersey.
- PONTIFF, J. (1996). Costly arbitrage: Evidence from closed-end funds. *The Quarterly Journal of Economics*, 1135-1151.
- PRATT, J. W. (1964). Risk aversion in the small and in the large. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 122-136.
- PURHANUDİN, N. ve Zakaria, Z. (2015), Managerial Overconfidence and Debt Maturity Structure of Malaysian Construction and Material Companies. *Review of Contemporary Business Research*, 4(1).
- RABIEGA, J. ve Cannon, B. (2001). The relationship of optimism with psychological and physical well-being. *Journal of Psychology and Behavioural Sciences*. (15). Retrieved on June 24, 2005 from: <http://alpha.fdu.edu/psychweb/vol16-17/rabiega.pdf>
- RABIN, M. (1998). Psychology and economics. *Journal of economic literature*, 11-46.
- RAMIAH, V., Zhao, Y., Moosa, I. ve Graham, M. (2014). A behavioural finance approach to working capital management. *The European Journal of Finance*, (ahead-of-print), 1-26.
- RASHEED, R., Sadaqat, S. ve Chughtai, S. (2012), Managerial Overconfidence and Discretion: Do Managerial Hubris Affect The Dividend Policy In Pakistan?, *OSR Journal of Business and Management (IOSR - JBM)*,. 6(4), 50 - 62
- READ, D. ve Van Leeuwen, B. (1998). Predicting hunger: The effects of appetite and delay on choice. *Organizational behavior and human decision processes*, 76(2), 189-205.
- RICCIARDI, V. ve Simon, H. K. (2000). What is behavioral finance?. *Business, Education & Technology Journal*, 2(2), 1-9.

- RITTER, J. R. (2003). Behavioral finance. *Pacific-Basin Finance Journal*, 11(4), 429-437.
- ROCKENBACH, B. (2004). The behavioral relevance of mental accounting for the pricing of financial options. *Journal of economic behavior & organization*, 53(4), 513-527.
- ROLL, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of business*, 197-216.
- ROMANO, C. A., Tanewski, G. A. ve Smyrniotis, K. X. (2001). Capital structure decision making: A model for family business. *Journal of Business Venturing*, 16(3), 285-310.
- ROSS, S. A. (1976). The arbitrage theory of capital asset pricing. *Journal of economic theory*, 13(3), 341-360.
- ROSS, S. A. (1977). The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. *The bell journal of economics*, 23-40.
- ROTTER, J. B. (1966). Generalized expectancies for internal versus external control of reinforcement. *Psychological monographs: General and applied*, 80(1), 1.
- ROY, A. D. (1952). Safety first and the holding of assets. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 431-449.
- ROZIN, P. ve Royzman, E. B. (2001). Negativity bias, negativity dominance, and contagion. *Personality and social psychology review*, 5(4), 296-320.
- RUSSO, J. E. ve Schoemaker, P. J. (1992). Managing overconfidence. *Sloan Management Review*, 33(2), 7-17.
- SANTONI, A. ve Kelshiker, A. R. (2010). Behavioral finance: an analysis of the performance of behavioral finance funds. *The Journal of Index Investing*, 1(2), 56-72.
- SCHEIER, M. F. ve Carver, C. S. (1985). Optimism, coping, and health: assessment and implications of generalized outcome expectancies. *Health psychology*, 4(3), 219.
- SCHEIER, M. F. ve Carver, C. S. (1992). Effects of optimism on psychological and physical well-being: Theoretical overview and empirical update. *Cognitive therapy and research*, 16(2), 201-228.
- SCHEIER, M. F. ve Carver, C. S. (2003). Self-regulatory processes and responses to health threats: Effects of optimism on well-being. *Social psychological foundations of health and illness*, 395-428.
- SCHEIER, M. F., Carver, C. S. ve Bridges, M. W. (1994). Distinguishing optimism from neuroticism (and trait anxiety, self-mastery, and self-esteem): a

- reevaluation of the Life Orientation Test. *Journal of personality and social psychology*, 67(6), 1063.
- SCHEINKMAN, J. A. ve Xiong, W. (2003). Overconfidence and speculative bubbles. *Journal of political Economy*, 111(6), 1183-1220.
- SCHKADE, D. A. ve Johnson, E. J. (1989). Cognitive processes in preference reversals. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 44(2), 203-231.
- SCHMIDT, U. ve Zank, H. (2005). What is loss aversion? *Journal of Risk and Uncertainty*, 30(2), 157-167.
- SCHOEMAKER, P. J. (1982). The expected utility model: Its variants, purposes, evidence and limitations. *Journal of economic literature*, 529-563.
- SCHOLZ, U., Doña, B. G., Sud, S. ve Schwarzer, R. (2002). Is general self-efficacy a universal construct? Psychometric findings from 25 countries. *European journal of psychological assessment*, 18(3), 242.
- SCHRAMM-NIELSEN, J. (2001). Cultural dimensions of decision making: Denmark and France compared. *Journal of Managerial Psychology*, 16(6), 404-423.
- SCHRAND, C. M. ve Zechman, S. L. (2012). Executive overconfidence and the slippery slope to financial misreporting. *Journal of Accounting and Economics*, 53(1), 311-329.
- SCHWENK, C. R. (1988). The cognitive perspective on strategic decision making. *Journal of management studies*, 25(1), 41-55.
- SCOTT Jr, J. H. (1976). A theory of optimal capital structure. *The Bell Journal of Economics*, 33-54.
- SEFİL, S. ve Çilingiroğlu, H., K., (2011), Davranışsal Finansın Temelleri: Karar vermenin Bilişsel ve Duygusal Eğilimleri, *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 10 (19), 247-268.
- SHAFER, G. (1986). Savage revisited. *Statistical science*, 1(4), 463-485.
- SHAO, X., Wang, L., (2013). Manager's Irrational Behavior in Corporate Capital Investment Decision-Making, *International Journal of Economics, Finance and Management*, 3(4), pp. 183-193.
- SHAVIT, T. ve Adam, A. M. (2011). A preliminary exploration of the effects of rational factors and behavioral biases on the managerial choice to invest in corporate responsibility. *Managerial and Decision Economics*, 32(3), 205-213.
- SHEA, J. (1995). Union contracts and the life-cycle/permanent-income hypothesis. *The American Economic Review*, 186-200.

- SHEFRIN, H. (1999). Irrational exuberance and option smiles. *Financial Analysts Journal*, 91-103.
- SHEFRIN, H. (2001). Behavioral corporate finance. *Journal of Applied Corporate Finance*, 14(3).
- SHEFRIN, H. (2002). Behavioral decision making, forecasting, game theory, and role-play. *International journal of forecasting*, 18(3), 375-382.
- SHEFRIN, H. (2007, June). Behavioral finance: biases, Ortalama-variance returns, and risk premiums. In *CFA Institute Conference Proceedings Quarterly*, 24(2), 4-12.
- SHEFRIN, H. M. ve Statman, M. (1984). Explaining investor preference for cash dividends. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 253-282.
- SHEFRIN, H. ve Statman, M. (1993). Behavioral aspects of the design and marketing of financial products. *Financial Management*, 123-134.
- SHEFRIN, H. ve Statman, M. (1994). Behavioral capital asset pricing theory. *Journal of financial and Quantitative Analysis*, 29(03), 323-349.
- SHEFRIN, H. ve Statman, M. (2000). Behavioral portfolio theory. *Journal of financial and quantitative analysis*, 35(02), 127-151.
- SHILLER, R. J. (2003). From efficient markets theory to behavioral finance. *Journal of economic perspectives*, 83-104.
- SHLEIFER, A. ve Vishny, R. W. (1997). The limits of arbitrage. *The Journal of Finance*, 52(1), 35-55.
- SHLEIFER, A. ve Vishny, R. W. (2003). Stock market driven acquisitions. *Journal of financial Economics*, 70(3), 295-311.
- SIMON, H. A. (1955). A behavioral model of rational choice. *The quarterly journal of economics*, 99-118.
- SIMON, H. A. (1967). Motivational and emotional controls of cognition. *Psychological review*, 74(1), 29.
- SIMON, H. A. (1972). Theories of bounded rationality. *Decision and organization*, 1(1), 161-176.
- SIMON, H. A. (1979). Rational decision making in business organizations. *The American economic review*, 493-513.
- SIMON, M., Houghton, S. M. ve Aquino, K. (2000). Cognitive biases, risk perception, and venture formation: How individuals decide to start companies. *Journal of business venturing*, 15(2), 113-134.

- STATMAN, M. (1999). Behavioral finance: Past battles and future engagements. *Financial Analysts Journal*, 55(6), 18-27.
- STATMAN, M. (2014). Behavioral Finance: Finance with normal people, *Borsa İstanbul Review*, 14, 65-73.
- STATMAN, M. ve Caldwell, D. (1987). Applying behavioral finance to capital budgeting: project terminations. *Financial Management*, 7-15.
- STEIN, J. C. (1996). Rational capital budgeting in an irrational world. *Journal of Business*, 69(4), 429-455.
- STERMAN, J. D. (1989). Modeling managerial behavior: Misperceptions of feedback in a dynamic decision making experiment. *Management science*, 35(3), 321-339.
- STRACK, F. ve Mussweiler, T. (1997). Explaining the enigmatic anchoring effect: Mechanisms of selective accessibility. *Journal of Personality and Social Psychology*, 73(3), 437.
- SUBRAHMANYAM, A. (2008). Behavioural finance: A review and synthesis. *European Financial Management*, 14(1), 12-29.
- SVENSON, O. (1981). Are we all less risky and more skillful than our fellow drivers? *Acta Psychologica*, 47(2), 143-148.
- ŞEN, M. (2003). Beklenti Teorisi ve Ticari Bankalarda Uygulanması, *İktisat İşletme ve Finans*, 18(209), 82-92.
- TANER, A. T. ve Kayalıdere, K. (2002). 1995-2000 Döneminde İMKB'de Anomali Araştırması. *Yönetim ve Ekonomi: Celal Bayar Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 9(3), 1-24.
- TANER, B. ve Akkaya, G. C. (2005). Yatırımcı Psikolojisi ve Davranışsal Finans Yaklaşımı. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 27, 47-54.
- TAŞDEMİR, M. (2007). Belirsizlik Altında Tercihler ve Beklenen Fayda Modelinin Yetersizlikleri. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(1).
- TAYLOR, S. E. ve Brown, J. D. (1988). Illusion and well-being: a social psychological perspective on mental health. *Psychological bulletin*, 103(2), 193.
- THALER, R. (1980). Toward a positive theory of consumer choice. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 1(1), 39-60.
- THALER, R. (1985). Mental accounting and consumer choice. *Marketing science*, 4(3), 199-214.
- THALER, R. H. (1991). Some Empirical Evidence on Dynamic Inconsistency. *Quasi rational economics*, 1, 127-136.

- THALER, R. H. (1992). The winner's curse. *Across the Board*, 29, 30-30.
- THALER, R. H. (1999). Mental accounting matters. *Journal of Behavioral decision making*, 12(3), 183-206.
- THALER, R. ve H. M. Shefrin. 1981. An economic theory of self-control. *J. Political Econom.*, 39 (April), 392-406.
- THALER, R., 1999. The end of behavioral finance. *Financial Analysts Journal* 55, 12-17.
- TOM, S. M., Fox, C. R., Trepel, C. ve Poldrack, R. A. (2007). The neural basis of loss aversion in decision-making under risk. *Science*, 315(5811), 515-518.
- TOMAK, S. (2009). Girişimci hevristikleri: Bir kavramsal çözümleme. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 10(2).
- TOVAR, P. (2009). The effects of loss aversion on trade policy: Theory and evidence. *Journal of International Economics*, 78(1), 154-167.
- TREPEL, C., Fox, C. R. ve Poldrack, R. A. (2005). Prospect theory on the brain? Toward a cognitive neuroscience of decision under risk. *Cognitive Brain Research*, 23(1), 34-50.
- TRINUGROHO, I. ve Sembel, R. (2011). Overconfidence and Excessive Trading Behavior: An Experimental Study. *International Journal of Business and Management*, 6(7), 147.
- TSAI, K. H. (2005). R&D productivity and firm size: a nonlinear examination. *Technovation*, 25(7), 795-803.
- TURAL, N., K., (1988), Rasyonel Karar Kuramı ve Eğitim Yönetiminde Karar Kuramı, Ankara Üniversitesi Eğitim Bilimleri Fakültesi Dergisi, 21(1), 497-508.
- TVERSKY, A. ve Kahneman, D. (1973). Availability: A heuristic for judging Frekans (Sıklık) and probability. *Cognitive psychology*, 5(2), 207-232.
- TVERSKY, A. ve Kahneman, D. (1974). Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. *science*, 185(4157), 1124-1131.
- TVERSKY, A. ve Kahneman, D. (1991). Loss aversion in riskless choice: A reference-dependent model. *The quarterly journal of economics*, 1039-1061.
- TVERSKY, A. ve Kahneman, D. (1992). Advances in prospect theory: Kümülatif representation of uncertainty. *Journal of Risk and uncertainty*, 5(4), 297-323.
- UECKER, W. C. (1978). A behavioral study of information system choice. *Journal of Accounting Research*, 169-189.

- UYSAL, İ. (2013). Akademisyenlerin Genel Öz-Yeterlik İnançları: AİBÜ Eğitim Fakültesi Örneği. *Trakya Üniversitesi Eğitim Fakültesi Dergisi*, 3(2).
- VASILIOU, D. ve Daskalakis, N. (2009). Behavioral capital structure: Is the neoclassical paradigm threatened? Evidence from the field. *The Journal of Behavioral Finance*, 10(1), 19-32.
- VON HOLSTEIN, C. A. S. S. (1972). Probabilistic forecasting: An experiment related to the stock market. *Organizational Behavior and Human Performance*, 8(1), 139-158.
- WAKKER, P. ve Tversky, A. (1993). An axiomatization of cumulative prospect theory. *Journal of risk and uncertainty*, 7(2), 147-175.
- WANG, F. A. (2001). Overconfidence, investor sentiment, and evolution. *Journal of Financial Intermediation*, 10(2), 138-170.
- WANG, F. A., 1998, Strategic trading, asymmetric information and heterogeneous prior beliefs, *Journal of Financial Markets*, forthcoming.
- WEGENER, D. T., Petty, R. E., Detweiler-Bedell, B. T. ve Jarvis, W. B. G. (2001). Implications of attitude change theories for numerical anchoring: Anchor plausibility and the limits of anchor effectiveness. *Journal of Experimental Social Psychology*, 37(1), 62-69.
- WEINSTEIN, N. D. (1980). Unrealistic optimism about future life events. *Journal of personality and social psychology*, 39(5), 806.
- WEINSTEIN, N. D. (1982). Unrealistic optimism about susceptibility to health problems. *Journal of behavioral medicine*, 5(4), 441-460.
- WELSH, D. H. ve Zellweger, T. (2010). Can we afford it? Investment decisions of family and nonfamily owners. *Academy of Entrepreneurship Journal*, 16(2), 21-41.
- WILSON, T. D., Houston, C. E., Etling, K. M. ve Brekke, N. (1996). A new look at anchoring effects: basic anchoring and its antecedents. *Journal of Experimental Psychology: General*, 125(4), 387.
- WRIGHT, W. F. ve Anderson, U. (1989). Effects of situation familiarity and financial incentives on use of the anchoring and adjustment heuristic for probability assessment. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 44(1), 68-82.
- WU, X. ve Xu, L. (2005), The Value Information of Financing Decisions and Corporate Governance during and after the Japanese Deregulation, *Journal of Business, The University of Chicago*, 78(1), 243-280.
- WURGLER, J. ve Zhuravskaya, E. (2002). Does Arbitrage Flatten Demand Curves for Stocks?. *The Journal of Business*, 75(4), 583-608.

YURTTADUR, M., (2009), KOBİ'lerde sermaye yapısı ve kar dağıtım politikasının büyüme üzerine etkileri, *Doktora Tezi*, Kadir Has Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

ZELLWEGER, T. ve Sieger, P. (2012). Entrepreneurial orientation in long-lived family firms. *Small Business Economics*, 38(1), 67-84.

Diğer Yayınlar

- AGGARWAL, R. ve Samwick, A. A. (1998). *The other side of the tradeoff: The impact of risk on executive compensation* (No. w6634). National Bureau of Economic Research.
- AKSOY, T. ve Şahin, M. I. (2009). *Belirsizlik Altında Karar verme: Geleneksel ve Modern Yaklaşımlar* (No. 2009/7). Discussion Paper, Turkish Economic Association.
- AKTAŞ, H., (2002), Hisse senetleri piyasasında etkinlik ve rasyonellik: İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında deneysel bir araştırma, *Doktora Tezi*, Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- BAKER, M. ve Sesia A. J., (2007). *Behavioral finance at JP Morgan*. Harvard Business School Case 207-084, Şubat.
- BAKER, M. ve Wurgler, J. (2007). Investor Sentiment in the Stock Market. *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*, 13189. <http://www.nber.org/papers/w13189.pdf>
- BAKER, M. ve Wurgler, J. (2011). *Behavioral corporate finance: An updated survey* (No. w17333). National Bureau of Economic Research. <http://www.nber.org/papers/w17333.pdf>
- BAKER, M. ve Wurgler, J. (2013). *Do Strict Capital Requirements Raise the Cost of Capital? Banking Regulation and the Low Risk Anomaly* (No. w19018). National Bureau of Economic Research. https://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/con_044678.pdf
- BAKER, M., Pan, X. ve Wurgler, J. (2009). *A reference point theory of mergers and acquisitions* (No. w15551). National Bureau of Economic Research. <http://www.nber.org/papers/w15551.pdf>
- BAKER, M., Ruback, R. ve Wurgler, J. (2004). *Behavioral corporate finance: A survey*, forthcoming in *The Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*. <http://www.nber.org/papers/w10863.pdf>
- BAKER, M., Ruback, R. ve Wurgler, J. (2007). *Behavioral corporate finance: A survey*. In *The Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, Espen Eckbo (Ed.). New York: Elsevier/North Holland. <http://down.cenet.org.cn/upfile/10/2008725123226110.pdf#page=172>
- BAKER, M., Ruback, R., Wurgler, J., 2006. *Behavioral corporate finance: a survey*. In: Eckbo, E. (Ed.), *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*. North Holland, Amsterdam, pp. 145–186

- BAR - Hillel, M., (2001), Subjective probability judgments. In Smelser, N.J. and Baltes, D.B. (Eds.), *International Encyclopedia of the Social & Behavioral Sciences*, Amsterdam: Elsevier Science Ltd., p. 15247 – 15251
- BARAK, O., (2006), Hisse senedi piyasalarında anomaliler ve bunları açıklamak üzere geliştirilen davranışsal finans modelleri İMKB`de bir uygulama, *Doktora Tezi* Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- BARBER, B. M. ve Odean, T. (2011). The behavior of individual investors. Available at SSRN 1872211.
- BARROS, L. A. B. D. C. ve Da Silveira, A. D. M. (2007). Overconfidence, managerial optimism and the determinants of capital structure. *Available at SSRN 953273*.
- BARTON, S.L. (1989) Capital structure decisions in privately held firms: A summary of owner interviews. Working Paper, College of Business Administration, University of Cincinnati, Cincinnati, OH.
- BENARTZI, S. ve Thaler, R. H. (1993). *Myopic loss aversion and the equity premium puzzle* (No. w4369). National Bureau of Economic Research. <http://www.nber.org/papers/w4369.pdf>
- BEN-DAVID, I., Graham, J. R. ve Harvey, C. R. (2007). *Managerial overconfidence and corporate policies* (No. w13711). National Bureau of Economic Research. <http://www.nber.org/papers/w13711.pdf>
- BEN-DAVID, I., Graham, J. R. ve Harvey, C. R. (2010). *Managerial miscalibration* (No. w16215). National Bureau of Economic Research. https://faculty.fuqua.duke.edu/~charvey/Research/Working_Papers/W105_Management_miscalibration.pdf
- BERNARDO, A., Talley, E. ve Welch, I. (2011). A model of optimal government bailouts. *Berkeley Program in Law & Economics, Working Paper Series*.
- BERTRAND, M. ve Schoar, A., (2002), Managing With Style: The Effect of Managers on Firm Policies. MIT Sloan Working Paper No. 4280-02. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=376880> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.376880>
- BLOOM, N. ve Van Reenen, J. (2006). *Measuring and explaining management practices across firms and countries* (No. w12216). National Bureau of Economic Research.
- BLOOMFIELD, R. J. (2006). Behavioral finance. *Johnson School Research Paper*, (38-06).
- BOSTANCI, F., (2003). Davranışçı Finans, Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi Yeterlilik Etüdü, İstanbul, s.1. <http://spk.gov.tr/yayingoster.aspx?yid=399&ct=f&action=displayfile>

- BOUWMAN, C. H. (2009). Managerial optimism and the market's reaction to dividend changes. Case Western Reserve University Working Paper.
- BRESSANE, B. P. ve Maia, M. V. (2010). CEO overconfidence and the impact on M&A activity. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1674467> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1674467>
- BREUER, W., Rieger, M. O. ve Soypak, C. (2012). *The Behavioral Foundations of Corporate Dividend Policy A Cross-Country Empirical Analysis*. Working paper, RWTH Aachen University, Aachen, Germany. <http://www.efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2012>
- BRIOZZO, A. ve Vigier, H. (2007). Rethinking SME's financing decisions: a demand-side approach. *XLII Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política (AAEP)*.
- BROWN, J., D., (1997), Shiken: JALT Testing & Evaluation SIG Newsletter, 1 (1), (p. 20 - 23) [ISSN 1881-5537]. http://jalt.org/test/bro_1.htm
- BYRNE, A., Brooks, M., 2008. *Behavioral finance: theories and evidence*. Research Foundation of CFA Institute Monograph Series, pp. 1–26.
- CAMBRIDGE, R. M. ve Shreckengost, R. C. (1978). *Are You Sure?: The Subjective Probability Assessment Test*. Information Science Center, Office of Training, Central Intelligence Agency.
- CENGİL, M., (2002), Davranışçılık Ekolünün Dine Yaklaşımı, *Doktora Tezi*, Ondokuz Mayıs Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Samsun.
- CHOI, D. ve Lou, D., 2008. A test of self-serving attribution bias, evidence from mutual funds. Yale School of Management (unpublished manuscript).
- CORNICELLO, G. (2004), Behavioral finance and speculative bubble, *Doctoral dissertation*, University of Bocconi.
- DE BONDT, W. F. ve Thaler, R. H. (1994). *Financial decision-making in markets and firms: A behavioral perspective* (No. w4777). National Bureau of Economic Research.
- DEMİR, A., Z., (2014), Ar-ge ve inovasyon tercihlerinin incelenmesi, *Doktora Tezi*, Ondokuz Mayıs Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü, Samsun.
- DESHMUKH, S., Goel, A. M. ve Howe, K. M. (2009). *CEO overconfidence and dividend policy* (No. 2009-06). Working Paper, Federal Reserve Bank of Chicago.
- DESHMUKH, S., Goel, A. M. ve Howe, K. M. (2010). CEO Overconfidence and Dividend Policy. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1496404> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1496404>

- DIMMOCK, S. (2005), Loss aversion and household portfolio choice. Working paper, Michigan State University.
- DİNÇERGÖK, B., (2010), Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Mukayeseli İncelenmesi, *Doktora Tezi*, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- DOUGAL, C., Engelberg, J., Garcia, D. ve Parsons, C. A. (2012). Journalists and the stock market. *Review of Financial Studies*, hhr133.
- DÖM, S. (2002), Yatırımcı Psikolojisi: İMKB üzerine ampirik bir çalışma, *Doktora Tezi*, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- DUAN, J. C. (1996). A unified theory of option pricing under stochastic volatility-from GARCH to diffusion. *Hong Kong University of Science and Technology*. http://www.rmi.nus.edu.sg/duanjc/index_files/files/opm_sv.pdf
- DURUKAN, B. (2004). Aşırı Tepki Hipotezi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsasından Kanıtlar. *VIII. Ulusal Finans Sempozyumu*, 137-142.
- EISENBACH, T. M. ve Schmalz, M. C. (2015). Anxiety, overconfidence and excessive risk taking. *FRB of New York Staff Report*, (711).
- ENGELN, C. Neumann ve C. Schwens. (2014) , “Of Course I Can”: The Effect of CEO Overconfidence on Entrepreneurially Oriented Firms.” *Entrepreneurship Theory and Practice*. 2014. DOI: 10.1111/etap.12099.
- FAIRCHILD, R (2005). ‘The Effect of Managerial Overconfidence, Asymmetric Information, and Moral Hazard on Capital Structure Decisions’, Social Science Research Network, working paper, <http://ssrn.com/abstract=711845>.
- FAIRCHILD, R., (2007). *Managing overconfidence, agency problems, financing decisions and firm performance*. Working Paper. <http://opus.bath.ac.uk/285/>
- FISHBURN, P. C. (1970). *Utility theory for decision making* (No. RAC-R-105). Research Analysis Corp Mclean va.
- FITZSIMMONS, J. R. ve Douglas, E. J. (2005). The impact of overconfidence on entrepreneurial intentions. In *AGSE Entrepreneurship Exchange*, February, Auckland, N.Z. (Unpublished) <http://eprints.qut.edu.au/6490/>
- FRIEDMAN, M., (1953), *The case for flexible exchange rates, in: Essays in Positive Economics*, Chicago: University of Chicago Press.
- GELLER, E. S. (2003). *The psychology of helping behavior: How to build an actively caring culture*. In ASSE Professional Development Conference and Exposition. American Society of Safety Engineers.
- GENESOVE, D. ve Mayer, C. (2001). *Loss aversion and seller behavior: Evidence from the housing market* (No. w8143). National bureau of economic research.

- GEORGE, D. ve Mallery, M. (2010). *SPSS for Windows Step by Step: A Simple Guide and Reference*, 17.0 update (10a ed.) Boston: Pearson.
- GERVAIS, S., Heaton, J. B. ve Odean, T. (2002). The positive role of overconfidence and optimism in investment policy. *Rodney L White Center For Financial Research-Working Papers*-.
<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.195.7755&rep=rep1&type=pdf>
- GERVAIS, S., Heaton, J. B. ve Odean, T. (2003). Overconfidence, investment policy, and executive stock options. *Rodney L. White Center for Financial Research Working Paper, (15-02)*.
- GLASER, M., Schafers, P., Weber, M., (2008). Managerial Optimism and Corporate Investment: Is the CEO Alone Responsible for the Relation? AFA 2008 New Orleans Meetings Paper. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=967649>
- GORT, C., 2007. Overconfidence and active management: an empirical study across Swiss pension plans. University of Zurich (unpublished manuscript).
- GRAHAM, J. R., Harvey, C. R. ve Puri, M. (2007). Managerial attitudes and corporate actions. <https://weatherhead.case.edu/departments/banking-and-finance/Documents/Puripaper.pdf>
- GROMB, D. ve Vayanos, D. (2010). *Limits of arbitrage: The state of the theory* (No. w15821). National Bureau of Economic Research.
- HACKBARTH, D. (2002). Managerial optimism, overconfidence, and capital structure decisions. In European Finance Association Annual Meeting, (Aug, 2004), Maastricht, The Netherlands.
- HACKBARTH, D. (2007), Managerial optimism, overconfidence, and capital structure decisions, Working paper.
- HACKBARTH, D., (2004a). Managerial Traits and Capital Structure Decisions, Mimeo.
- HACKBARTH, D., (2004b). Determinants of Corporate Borrowing: A Behavioral Perspective, Mimeo.
- HAZARD, T. H. ve Peterson, C. R. (1973). *Odds Versus Probabilities for Categorical Events* (No. TR-73-2). DECISIONS AND DESIGNS INC MCLEAN VA
- HILARY, G., Hsu, C., Segal, B. ve Wang, R. (2014). The bright side of managerial over-optimism. INSEAD Working Paper No. 2013/82/AC. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2286226> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2286226>
- HIRSHLEIFER, D. A. (2014). Behavioral finance. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2480892>

- HIRSHLEIFER, David, Siew Hong Teoh ve Angie Low, (2010), Are overconfident CEOs better innovators? Working paper, University of California, Irvine.
- HU, X. Q., Lv, R. S. ve Hu, G. L. (2013, January). Chairman Overconfidence and Dividend Payout Policy: An Analysis Based on China's Listed Companies. In *The 19th International Conference on Industrial Engineering and Engineering Management* (pp. 749-757). Springer Berlin Heidelberg.
- HYNES, M. E. ve Vanmarcke, E. H. (1976). *Reliability of embankment performance predictions*. Department of Civil Engineering, Massachusetts Inst. of Technology.
- IYER, S. R., Sankaran, H. ve Nejadmalayeri, A. (2015), CEO Overconfidence and Agency Cost of Debt. http://www.efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2015-Amsterdam/papers/EFMA2015_0398_fullpaper.pdf
- JUREVIČIENĖ, D. ve Ivanova, O. (2012). Behavioral finances of financially savvy households: the types of investors, in *Contemporary Issues in Business, Management and Education'2012* [electronic reservoir], 15 November, 2012, Vilnius, Lithuania: Selected Papers: Conference Proceedings, 220–231.
- KARA, H., (2005), Davranışsal Finans ve İMKB Hisse Senedi Getirileri, *Yüksek Lisans Tezi*, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- KNIGHT, F. H. (1921). Risk, uncertainty and profit. *New York: Hart, Schaffner and Marx*.
https://mises.org/sites/default/files/Risk,%20Uncertainty,%20and%20Profit_4.pdf
- LAI, L. (2011), Behavioral biases in corporate financial decision making, Bachelor Thesis Finance, Tilburg University, International Business.
- LANDIER, A. ve Thesmar, D. (2009). Financial contracting with optimistic entrepreneurs. *Review of financial studies*, 22(1), 117-150.
- LEE, J. M., Hwang, B. H. ve Chen, H. (2014). Behavioral differences between founder CEOs and professional CEOs in large public firms: The role of overconfidence. Working Paper.
- LI, Y. ve Yang, L. (2010). Dividend Volatility and Asset Prices: A Loss Aversion/Narrow Framing Approach. *Unpublished Working Paper*.
- LIU, Y. ve Taffler, R. (2008). CEO overconfidence in M&A decision making and its impact on firm performance. In *Annual Conference of the French Finance Association* (pp. 20-22).
- MALMENDIER, U. ve Tate, G. (2002). *Does CEO overconfidence drive corporate acquisitions?*. Working paper, Harvard University.

- MALMENDIER, U. ve Zheng, H. (2012). Managerial duties and managerial biases. *University of California at Berkeley Working Paper*.
- MALMENDIER, U., and Tate, G. A., 2004, Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction, NBER Working Paper 10813
- MALMENDIER, U., Tate, G. ve Yan, J. (2007). *Corporate financial policies with overconfident managers* (No. w13570). National Bureau of Economic Research.
- MCMAHON, R. G. P., 2006, Behavioural Finance, Entrepreneurial Cognition and SME Financial Management, Working Paper Number: 06-3, School of Commerce, Flinders University.
- MCMAHON, R.G.P. 2002. Behavioral finance, entrepreneurial cognition and SME financial management, The Flinders University Of South Australia, Adelaide, 1-33
- MECKLING, William H. (1976). Values and the Choice of the Model of the Individual in the Social Sciences. *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft* (December)
- MEYER, John R. ve Edwin Kuh. 1957. *The Investment Decision: An Empirical Study*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- MICHAILOVA, J. (2010). Overconfidence and bubbles in experimental asset markets. https://mpira.ub.uni-muenchen.de/30579/1/MPRA_paper_30579.pdf
- MULHOLLAND, R., (1998), The Overconfidence Bias and Entrepreneurs, *PhD Thesis*, York University, Ontario, England.
- MULLAINATHAN, S. ve Thaler, R. H. (2000). *Behavioral economics* (No. w7948). National Bureau of Economic Research.
- NAKARA W. (2007) Stratégie d'investissement en R & D, structure de gouvernance et performance des entreprises innovantes: Proposition d'un modèle conceptuel, XVIème Conférence Internationale De Management Stratégique, Montréal 6 - 9 Juin.
- OFEK, E., Yildiz, M. and Haruvy, E. (2002), Sequential Decision Making: How Prior Choices Affect Subsequent Valuations. MIT Department of Economics Working Paper No. 02-40. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=353421> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.353421>
- PAREDES, T. A. (2004). Too much pay, too much deference: Behavioral corporate finance, CEOs and corporate governance. Washington U. School of Law Working Paper No. 04-08-02. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=587162> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.587162>

- PFIFFELMANN, M. (2011), Does Behavioral Portfolio Theory Support Markowitz Theory? Evidence From French Data, Proceedings of the 2011 Annual Meeting of the Academy of Behavioral Finance and Economics, September 21-23, 2011, Los Angeles, California.
- PHUNG, A., (2010), "Behavioral finance", http://www.investopedia.com/university/behavioral_finance/default.asp
- PIMENTA, A. ve Fama, R. (2014). Behavioral Finance: A Bibliometric Mapping of Academic Publications in USA Since 1993. Available at SSRN 2406763.
- PULFORD, B. D. (1996). *Overconfidence in human judgement*. University of Leicester.
- PUTZ, A., Ruenzi, S., 2008. Overconfidence among professional investors: evidence from mutual fund managers. University of Cologne (unpublished manuscript)
- REDDING, L. S. (1998). Can risk aversion explain the demand for dividends? University of Glasgow Department of Economics, Discussion Paper, #9906 http://www.gla.ac.uk/media/media_219067_en.pdf
- REINHART, C. M. ve Rogoff, K. S. (2010). *From financial crash to debt crisis* (No. w15795). National Bureau of Economic Research.
- SAYMAN, Y., (2012), Sahiplik yapısının firma performansı ve sermaye yapısı üzerine etkileri: İMKB'de işlem gören üretim firmalarında bir uygulama, *Doktora Tezi*, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- SCHUMACHER, B., (2006), Assessing the Relationship Between Optimism and Academic Success, Athabasca University, Master of Arts, Integrated Studies Project.
- SCHWARTZ, H., (1998), *Rationality Gone Awry? Decision Making Inconsistent With Economic and Financial Theory*, Praeger, Westport, Connecticut.
- SCHWARZER R, Jerusalem M (1995). *Generalized Self-Efficacy scale. In Measures in health psychology: A user's portfolio*. Causal and control beliefs Windsor. Weinman J, Wright S, Johnston M, Nfer-nelson UK, 35-37.
- SCHWARZER, R. ve Scholz, U. (2000). Cross-Cultural Assessment of Coping Resources: The General Perceived Self-Efficacy Scale. Paper presented at the First Asian Congress of Health Psychology: Health Psychology and Culture, Tokyo, Japan.
- SELIGMAN, M. E. (1990). Why is there so much depression today? The waxing of the individual and the waning of the commons. In *Contemporary psychological approaches to depression* (pp. 1-9). Springer US.
- SELODY, K. (2010). Board independence and the gender pay gap for top executives (CRI 2010-013). Retrieved [insert date] from Cornell University, ILR School,

Compensation Research Initiative site:
<http://digitalcommons.ilr.cornell.edu/cr/16>

- SEN, R. ve Tumarkin, R. (2015) Stocking Up: Executive Optimism, Option Exercise, and Share Retention (March 2, 2015). AFA 2010 Atlanta Meetings Paper; 24th Australasian Finance and Banking Conference 2011 Paper. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1343980> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1343980>
- SEWELL, M., (2010), Behavioural Finance, Available online at: <http://www.behaviouralfinance.net/behavioural-finance.pdf>
- SHYTI, A. (2013). Overconfidence and entrepreneurial choice under ambiguity. *HEC Paris Research Paper No. SPE-2013-982*.
- SLEETH-KEPPLER, D. P. (2004). The effects of anchor-based semantic priming on judgmental anchoring, *Dissertation*, Faculty of the Graduate School of the University of Maryland.
- SLOTHOUBER, E. I. J. S. (2010). The influence of CEO overconfidence on firm value. *Master Thesis*, Tilburg University, Tilburg School of Economics and Management Department of Finance.
- SOUFANI, K., Tse, T., Cole, O., Aboulamer, A. (2012). Do Behavioural Biases Explain Capital Structure Decisions?, European Financial Management Association 2012 Annual Meetings, June 27-30, Barcelona, Spain.
- SÖNMEZ, T. (2010), Davranışsal finans yaklaşımı: İMKB'de aşırı tepki hipotezi üzerine bir araştırma, *Doktora Tezi*, Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- ŞENKESEN, E., (2009), Davranışsal finans ve yatırımcı duyarlılığının tahvil verimi üzerindeki etkisi: İMKB tahvil ve bono piyasasında bir uygulama, *Doktora Tezi*, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- TERRY, E. (2014). Anchoring Effects in Inventory Control Decisions, *Doctoral dissertation*, Texas Christian University Department of Supply and Value Chain Management Fort Worth, TX.
- THALER, R. H. ve Mullainathan, S. (2008). How behavioral economics differs from traditional economics. *The concise encyclopedia of economics*, 2.
- THALER, R. ve Barberis, N., (2002), A Survey of Behavioral Finance, Handbook of the Economics of Finance, National Bureau of Economic Research.
- TOSHIO, P. ve Peng, X. (2012). Managerial Attitudes and Payout Policy: Asymmetric Information versus Overconfidence.
- UCKAR, D. (2012). Behavioral Elements in Capital Structure Management. In *Conference Proceedings: International Conference of the Faculty* (p. 168).

- ÜNAL, T., (1995), Gelişmekte Olan Piyasalar ve Kurumsal Yatırımcılar, İMKB Yayınları, No:7, İstanbul.
- VRABEL, D., (2015), Behavioral Biases and their Impact on Corporate Finance: Overview of literature and implications for valuation, corporate governance and corporate strategy, *Master Thesis*, HEC Paris, MSc International Business CEMS.
- WAGENAAR, W. A. ve Keren, G. B. (1986). Does the expert know? The reliability of predictions and confidence ratings of experts. In *Intelligent decision support in process environments*(pp. 87-103). Springer Berlin Heidelberg.
- WELCH, I., (2009), Corporate Finance: An Introduction, Prentice Hall Series in Finance.
- YALÇIN, K. C., (2009), Behavioral finance: Investor psychology, *Doktora Tezi*, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- YAN-XI, L. ve Min, Z. (2012, September). Empirical study on managerial overconfidence and corporate investment decisions—Based on the Farks of manager's level. In *Management Science and Engineering (ICMSE), 2012 International Conference on*(pp. 206-212). IEEE.
- YAVUZ, E. (2003), Davranışsal finans açısından finansal kriz süreçlerinde hisse senedi piyasası, *Yüksek Lisans Tezi*, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- YESİLAY, Schwarzer ve Jerusalem (1996). Turkish Adaptation of the General Perceived Self-Efficacy Scale (<http://userpage.fu-berlin.de/~health/turk.htm>).
- ZALESKIEWICZ, T. (2006). *Behavioral Finance. Handbook of Contemporary Behavioral Economics*, New York: Sharpe, 706-728.
- ZALESKIEWICZ, T. (2008). Behavioral finance. *Handbook of contemporary behavioral economics*, 707-728. http://www.researchgate.net/profile/Tomasz_Zaleskiewicz/publication/274192463_BEHAVIORAL_FINANCE/links/5517ea500cf2d70ee27959bc.pdf
- ZELLWEGGER, T. M., Frey, U. ve Halter, F. A. (2005). A behavioral perspective to financing decisions in family and nonfamily firms. *University of St. Gallen, Center for Family Business*, <https://www.alexandria.unisg.ch/export/DL/46212.pdf>.

İnternet Siteleri

www.aa.com.tr (11/04/2015)

www.jpmorganchase.com (10/10/2015)

www.jpmorganfunds.com (10/10/2015)

www.lsvasset.com (10/10/2015)

www.tuik.gov.tr (10/03/2015)

www.ykprivate.com.tr (11/04/2015)

www.ziraatportfoy.com.tr (11/04/2015)

EKLER

EK 1: Araştırmada Kullanılan Anket Formu



T.C.
SAKARYA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE-FİNANSMAN BİLİM DALI

Anket Formu

Sayın Firma Yetkilisi,

Bu anket formu, KOBİ yöneticilerinin davranışsal eğilimlerinin aldıkları finansal kararlardaki etkisinin ölçülmesi amacıyla hazırlanmıştır. Anket formunun tarafınızca doldurulması çalışmalarınıza önemli bir katkı sağlayacaktır. Bilimsel bir kaygı ile yürütülen bu çalışmaya dürüst ve içten yanıt vermeniz çalışmamın sonuçlarının alana katkısı için de oldukça önemlidir. Bu nedenle sizden beklenen aşağıda yer alan soruları okuyup size en uygun cevabı işaretlemenizdir. Bilgilerimiz sadece bu çalışma kapsamında değerlendirilecek ve kesinlikle üçüncü şahıslarla paylaşılmayacaktır. Katkınız için teşekkür ederiz.

Bilgehan TEKİN

Sakarya Üniversitesi

Muhasebe-Finansman Doktora Programı

bilgehantn@gmail.com

1. BÖLÜM

1. Firmanızda finansal kararlardan sorumlu kişi veya birim aşağıdakilerden hangisidir?

Muhasebe Birimi Yöneticisi Finans Birimi Yöneticisi İşletme sahibi İşletme yöneticisi

2. Firmanızın Yaşı: 1-5 yıl 6-10 yıl 11-15 yıl 16 yıl ve üstü

3. Firmanızın Hukuki Yapısı: Limited Şirket Anonim Şirket

4. Firmanız aile şirketi mi? Evet Hayır

5. Firmanız bir şirket grubunun parçası mı? Evet Hayır

6. Firmanızda, siz dâhil, çalışan sayısı kaçtır? 10-49 50-249

7. Firmanızın faaliyet gösterdiği sektör ya da sektörler aşağıdakilerden hangisidir?

() Otomotiv () İnşaat () Mobilya ve Orman Ürünleri () Gıda () Toptan ve Perakende Ticaret ()
Ulaştırma ve Depolama () Tekstil () Bilgi ve İletişim Teknolojileri () İnsan Sağlığı ve Sosyal Hizmetler () Kültür
Sanat Eğlence Dinlenme ve Spor () Diğer İmalat (Metal, Yazılım, Ayakkabı, Petrol vb.)
() Diğer (Lütfen Belirtiniz)

8. Başlatırken karlı bir yatırım olarak gördüğümüz projelerden zarar ettiniz oldu mu?

Her zaman oluyor Sık oluyor Nadiren oluyor Çok nadiren oluyor Hiç zarar etmedim.

9. (Satın alma ya da birleşme yatırımı yapmadıysanız, bu soruyu boş bırakabilirsiniz) Daha önce başka bir firmayı yatırım amaçlı satın aldım ya da başka bir firmayla birleştim ve çok zarar ettim.

Çok karlı bir yatırım gerçekleştirdim.
 Karlı bir yatırım gerçekleştirdim.
 Ne kar ne zarar elde ettim.
 Zarar ettim.
 Çok zarar ettim.

10. İşletmeniz için hangi sıklıkla yatırım (yeni bir tesis ya da ürün yatırımı, proje yatırımı, makine, ekipman, arsa, bina, tasit vs. alma, araştırma-geliştirme faaliyetleri vb.) yaparsınız?

Yılda en az 2 kere Yılda bir kere 2 Yılda bir kere 3 Yılda bir kere 4 Yılda bir kere
 5 Yılda bir kere 10 Yılda bir kere

EK 1'in devamı

11. Son 3 yılda işletme faaliyetleriniz kapsamında yaptığınız toplam yatırım tutarı ortalama olarak hangi aralıktadır?

- 10.000-50.000 \$ 51.000-100.000 \$ 101.000- 150.000 \$ 151.000- 200.000 \$
 201.000-250.000 \$ 251.000-300.000 \$ 301.000-350.000 \$ 351.000-400.000 \$ 401.000 \$ ve üstü

12. Yaptığınız işletme yatırımlarından elde ettiğiniz getiri, genel olarak yüzde kaç seviyelerinde gerçekleşmektedir?

- %9 ve altı %10-%20 %20-%30 %30-%40 %40-%50 %50-%60 %60 ve üstü

13. Firmanızın karlılığının, aynı sektörde rekabet ettiğiniz diğer firmaların karlılığından daha fazla olduğunu düşünüyor musunuz?

- Evet Hayır

14. Yaptığınız işletme yatırımlarından genel olarak yüzde kaç getiri elde etmeyi beklersiniz?

- %10 ve altı %10-%20 %20-%30 %30-%40 %40-%50 %50-%60 %60 ve üstü

15. Firmanızın normal faaliyetlerinin (hammadde ve malzeme, ticari mal, makine ve teçhizat, bina, arsa, araç vb. alımı, yatırım yapma gibi) finansmanında en çok kullandığımız aşağıdaki finansman kaynaklarını 1'den 3'e kadar sıralayınız.

Sermaye Finansman Kaynağı	Kullanım Sırası
Firma karını kullanmak (Dağıtılmamış Karlar)	
Ödenmiş Sermaye (Ortaklar)	
Kısa Vadeli Banka Kredisi	
Kısa Vadeli Satıcı Kredisi (Vadeli Mal Alımı)	
Alacak Senetleri İskontosu	
Uzun vadeli banka kredisi	
Uzun vadeli satıcı kredisi	
Hisse senedi ihracı	
Eş, dost, akraba aracılığıyla finansman	
Hibe ve Teşvikler	
Factoring	
Leasing	
Alınan teminat, depozit ve avanslar	
Diğer (Lütfen belirtiniz)	

16. Firmanızda hangi sıklıkta kar dağıtımı yaparsınız?

- () Her yıl () 2 yılda bir () 3 yılda bir () 4 yılda bir () 5 yılda bir () Diğer (Lütfen Belirtiniz)

17. Kar payı dağıtım oranımız, genel olarak aşağıdaki aralıklardan hangisinde yer alır?

- () Dağıtılabilir karın %1'i ile %10'i arasında değişir. () Dağıtılabilir karın %60'ı ile %70'i arasında değişir.
() Dağıtılabilir karın %11'i ile %20'si arasında değişir. () Dağıtılabilir karın %71'i ile %80'i arasında değişir.
() Dağıtılabilir karın %21'i ile %30'u arasında değişir. () Dağıtılabilir karın %81'ile %90'ı arasında değişir.
() Dağıtılabilir karın %31'i ile %40'ı arasında değişir. () Dağıtılabilir karın %90'ı ile %100'u arasında değişir.
() Dağıtılabilir karın %41'i ile %50'si arasında değişir.

EK 1'in devamı

2. BÖLÜM

A.		
KAG (Aşağıdaki sorulara size göre en yüksek ve en düşük olabilecek değerleri veriniz)	*Sorunun cevabı, en az %90 olasılıkla, belirttiğim aralıktadır.	
	En Yüksek*	En Düşük*
A1 2014 yılında, Türkiye'ye gelen toplam turist sayısı, sizce tahminen ne kadardır?	.....milyon kişi	.....milyon kişi
A2 2014 yılı, Türkiye'de kişi başına düşen gelir, sizce tahminen ne kadardır?	.....bin \$	.....bin \$
A3 2014 yılında İstanbul Atatürk havalimanı, sizce tahminen, günde ortalama kaç yolcuya hizmet vermiştir?	..... bin kişi	..... bin kişi
A4 2014 yılında, Türkiye'de 1000 kişiye düşen araç sayısı, sizce tahminen ne kadardır?	.....adet	.....adet
A5 2014 yılında, Türkiye'de toplam işsizlik oranı sizce tahminen, yüzde kaçtır?		
A6 2014 yılında, Türkiye'de kurulan toplam şirket sayısı sizce tahminen, ne kadardır?	..... bin adet	..... bin adet
A7 2014 yılında, Türkiye'de, Türkiye Patent Enstitüsü tarafından tescil edilen patent sayısı, sizce tahminen ne kadardır?	..... bin adet	..... bin adet
A8 2013 yılında, Türkiye'de, firmaların araştırma-geliştirme faaliyetlerinde çalışan toplam kişi sayısı sizce tahminen kaçtır?	.....kişi	.....kişi
A9 2014 yılında, Türkiye'de toplam kadın yönetici sayısı sizce tahminen kaçtır?	.....kişi	.....kişi
A10 2014 yılında, "FORTUNE İŞ DÜNYASI DERGİSİ"nin yayınladığı, dünyanın en büyük 500 firması listesinde, sizce tahminen, Almanya merkezli kaç firma vardır?	.....adet	.....adet

B. KK	
B1	<p>İşletmeniz için 280.000 TL tutarında bir yatırım yapacağımızı varsayalım. Bu yatırım sonucunda aşağıdaki senaryolarla karşı karşıya kalacağımız öngörülmüyor. Hangi senaryonun gerçekleşmesini tercih edersiniz?</p> <p><input type="checkbox"/> I. Senaryoya göre bu yatırımdan garanti 140.000 TL kar elde edeceksiniz.</p> <p><input type="checkbox"/> II. Senaryoya göre ise %75 olasılıkla 200.000 TL kar elde edebilir veya %25 olasılıkla hiçbir şey kazanamayabilirsiniz.</p>
B2	<p>İşletmeniz için 280.000 TL tutarında bir yatırım yapacağımızı varsayalım. Bu yatırım sonucunda aşağıdaki senaryolarla karşı karşıya kalacağımız öngörülmüyor. Hangi senaryonun gerçekleşmesini tercih edersiniz?</p> <p><input type="checkbox"/> I. Senaryoya göre bu yatırımdan garanti 140.000 TL kar elde edeceksiniz.</p> <p><input type="checkbox"/> II. Senaryoya göre ise %75 olasılıkla 280.000 TL kar elde edebilir veya %25 olasılıkla hiçbir şey kazanamayabilirsiniz.</p>
B3	<p>280.000 TL tutarında başka bir yatırım yaptınız. Bu yatırım sonucunda aşağıdaki senaryolarla karşı karşıya kaldığımızı varsayalım. Hangi senaryoyu tercih edersiniz?</p> <p><input type="checkbox"/> I. Senaryoya göre bu yatırımdan garanti 140.000 TL zarar edeceksiniz.</p> <p><input type="checkbox"/> II. Senaryoya göre ise %75 olasılıkla 200.000 TL zarar edebilir veya %25 olasılıkla 140.000 TL kar edebilirsiniz.</p>
B4	<p>280.000 TL tutarında başka bir yatırım yaptınız. Bu yatırım sonucunda aşağıdaki senaryolarla karşı karşıya kaldığımızı varsayalım. Hangi senaryoyu tercih edersiniz?</p> <p><input type="checkbox"/> I. Senaryoya göre bu yatırımdan garanti 140.000 TL zarar edeceksiniz.</p> <p><input type="checkbox"/> II. Senaryoya göre ise %75 olasılıkla 280.000 TL zarar edebilir veya %25 olasılıkla 140.000 TL kar edebilirsiniz.</p>

EK 1'in devamı

C. DN	
C1	Orta Afrika Cumhuriyeti'nin nüfusu 20 milyondan az mıdır fazla mıdır? <input type="checkbox"/> Azdır <input type="checkbox"/> Fazladır
C2	Tuna Nehri'nin uzunluğu 2000 km'den az mıdır fazla mıdır? <input type="checkbox"/> Azdır <input type="checkbox"/> Fazladır
C3	Orta Afrika Cumhuriyeti'nin nüfusu sizce ne kadardır? <input type="checkbox"/> 1 Milyondan daha az <input type="checkbox"/> 1 Milyon – 5 Milyon arasındadır <input type="checkbox"/> 6 Milyon – 10 Milyon arasındadır <input type="checkbox"/> 10 Milyon – 15 Milyon arasındadır <input type="checkbox"/> 16 Milyon – 20 Milyon arasındadır <input type="checkbox"/> 21 Milyon – 25 Milyon arasındadır <input type="checkbox"/> 26 Milyon – 30 Milyon arasındadır <input type="checkbox"/> 31 Milyon – 35 Milyon arasındadır <input type="checkbox"/> 35 Milyondan daha fazladır
C4	Tuna Nehri'nin uzunluğu sizce ne kadardır? <input type="checkbox"/> 250 km'den daha az <input type="checkbox"/> 251 km - 500 km arasındadır <input type="checkbox"/> 501 km - 1000 km arasındadır <input type="checkbox"/> 1001 km - 1500 km arasındadır <input type="checkbox"/> 1501 km - 2000 km arasındadır <input type="checkbox"/> 2001 km - 2500 km arasındadır <input type="checkbox"/> 2501 km – 3000 km arasındadır <input type="checkbox"/> 3001 km – 3500 km arasındadır <input type="checkbox"/> 3501 km'den daha fazladır

D.					
	İ	Tamamen Yanlış	Yanlış	Doğru	Tamamen Doğru
D1	Yeterince çaba harcarsam, zor sorunları çözenin bir yolunu daima bulabilirim.				
D2	Bana karşı çıktığımda, istediğimi elde etmemi sağlayacak bir yol ve yöntem bulabilirim.				
D3	Amaçlarıma bağlı kalmak ve bunları gerçekleştirmek benim için kolaydır.				
D4	Beklenmedik olaylarla, etkili bir biçimde başa çıkabileceğime inanıyorum.				
D5	Yeteneklerim sayesinde beklenmedik durumlarla nasıl baş edebileceğimi biliyorum.				
D6	Gerekli çabayı gösterirsem, birçok sorunu çözebilirim.				
D7	Baş etme gücüne güvendiğim için zorluklarla karşılaştığımda, genellikle birkaç çözüm yolu bulabilirim.				
D8	Bir sorunla karşılaştığımda, genellikle birkaç çözüm yolu bulabilirim.				
D9	Başım deritte olduğunda, genellikle bir çözüm düşünebilirim.				
D10	Önüme çıkan zorluk ne olursa olsun, üstesinden gelebilirim.				

EK 1'in devamı

E.					
FK	Kesinlikle Katılmıyorum	Katılmıyorum	Ne katılmıyorum Ne katılmıyorum	Katılıyorum	Tamamen Katılıyorum
E1	Bana göre, <u>borçlanma</u> ile finanse edilen bir işletme yatırımının faydası, aynı miktarda <u>öz sermaye</u> ile finanse edilen aynı yatırımın faydasından daha düşüktür.				
E2	Düşük getirili fakat kendi kaynaklarım ile finanse edebildiğim bir yatırım projesini, getirisi yüksek fakat yabancı kaynaklarla finanse edilmesi gereken yatırım projesine tercih ederim.				
E3	Firmamın faaliyetlerinden ya da yatırımlarımdan gelecekte elde edeceğim gelirleri genel olarak abartılı tahmin ederim ve bu tahminlerim tutmaz				
E4	Firmamın finansal bağımsızlığına (borç kullanmama durumu) zarar verecek herhangi bir kar elde etme durumu söz konusu olduğunda bunu göz ardı ederim.				
E5	Firmamı tehdit eden yönetilemez derecede herhangi bir risk unsuru (faiz oranı, enflasyon, döviz kuru, rekabet, siyasi v.b.) olduğumu ya da oluşacağını düşünmüyorum.				
E6	Firmam için yaptığım herhangi bir yatırımdan zarar etme ihtimalim oldukça düşüktür.				
E7	Genelde, firmam için bir yatırım fırsatı karşına çıktığında, üzerinde fazla düşünme gereği duymadan o yatırımı gerçekleştiririm.				
E8	İnovasyon (yenilikçilik) çalışmalarımız nedeniyle sıklıkla patent başvurusu yapar ve alırız.				
E9	Araştırma ve Geliştirme faaliyetlerine büyük önem veririz ve bu konuda harcama yapmaktan çekinmeyiz.				
E10	Araştırma ve Geliştirme faaliyetlerimiz nedeniyle çevremiz tarafından sürekli olarak takdir edilen ve örnek alınan bir firmayız.				

4. BÖLÜM

1. Cinsiyetiniz: Kadın Erkek
2. Medeni Haliniz: Evli Bekar
3. Yaşınız: 20-25 26-35 36-45 46-55 56 ve üstü
4. Eğitim Durumunuz: İlkokul Ortaokul Lise Ön lisans Lisans Lisansüstü
5. Firmadaki Pozisyonunuz: İşletme Sahibi İşletme Yöneticisi Finans Yöneticisi/Sorumlusu
 Muhasebe Yöneticisi/Sorumlusu
 Diğer Statülerdeki Firma Yöneticisi (Lütfen Belirtiniz)
6. Bu Firmadaki İş Tecrübeniz: 1-5 Yıl 6-10 Yıl 11-20 Yıl 21-30 Yıl 31 ve daha fazla

EK 2: Kendine aşırı güven önyargısı ölçeği: Cevaplar

A.	
A1 2014 yılında, Türkiye'ye gelen yabancı turist sayısı, sizce tahminen kaç kişidir?	36 milyon 837 bin kişi Kaynak: http://www.tursab.org.tr/tr/istatistikler/milliyetlerine-gore-gelen-yabanci-ziyaretciler
A2 2014 yılı, Türkiye'de kişi başına düşen gelir, sizce tahminen ne kadardır?	10 bin 404 \$ Kaynak: http://www.tuik.gov.tr/PreHaberBultenleri.do?id=18727
A3 2014 yılında İstanbul Atatürk havalimanı, sizce tahminen, günde ortalama kaç yolcuya hizmet vermiştir?	156 bin 40 kişi Kaynak: Telefonla soruldu.
A4 2014 yılında, Türkiye'de 1000 kişiye düşen araç sayısı, sizce tahminen ne kadardır?	164 adet Kaynak: http://www.tuik.gov.tr/basinOdasi/haberler/2014_9_20140227.pdf
A5 2014 yılında, Türkiye'de toplam işsizlik oranı sizce tahminen, yüzde kaçtır?	%9,9 Kaynak: http://www.tuik.gov.tr/PreHaberBultenleri.do?id=18645
A6 2014 yılında, Türkiye'de kurulan toplam şirket sayısı sizce tahminen, ne kadardır?	58 bin 716 adet (Anonim, Kollektif, Komandit, Limited, Kooperatif) Kaynak: http://www.tobb.org.tr/BilgiErisimMudurlugu/Sayfalar/KurulanKapananSirketistatistikleri.php
A7 2014 yılında, Türkiye'de, Türkiye Patent Enstitüsü tarafından belge verilen patent sayısı, sizce tahminen ne kadardır?	8 bin 530 adet Kaynak: http://www.aa.com.tr/tr/ekonomi/patent-alan-turk-icatlari-5-yilda-ikiye-katlandi/63128
A8 2013 yılında, Türkiye'de, firmaların araştırma-geliştirme faaliyetlerinde çalışan ar-ge personeli sayısı sizce tahminen kaçtır?	112 bin 969 kişi Kaynak: http://www.tuik.gov.tr/PreHaberBultenleri.do?id=16163
A9 2014 yılında, Türkiye'de toplam kadın firma yöneticisi sayısı sizce tahminen kaçtır?	Türkiye'de faaliyet gösteren şirket sayısına göre yaklaşık 200 bin kişi ile 400 bin kişi arasında Kaynaklar: http://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---dgreports/---dcomm/---publ/documents/publication/wems_334882.pdf http://www.tuik.gov.tr/PreHaberBultenleri.do?id=18645 icticaret.gtb.gov.tr/data KOBİ stratejisi eylem planı: http://cdd.kosgeb.gov.tr/2015-2018
A10 2014 yılında, "FORTUNE İŞ DÜNYASI DERGİSİ"nin yayınladığı, dünyanın en büyük 500 firması listesinde, sizce tahminen, Almanya merkezli kaç firma vardır?	28 adet Kaynaklar: http://fortune.com/global500/ https://en.wikipedia.org/wiki/Fortune_Global_500

EK 3: Kendine Aşırı Güven Ölçeğine Verilen Cevapların Ortalaması

İstatistikler

		A1.2014 yılında, Türkiye'ye gelen toplam turist sayısı, sizce, tahminen ne kadardır? En Düşük*	A1.2014 yılında, Türkiye'ye gelen toplam turist sayısı, sizce, tahminen ne kadardır? En Yüksek*	A2.2014 yılı, Türkiye'de kişi başı gelir, sizce, tahminen ne kadardır? En Düşük*	A2.2014 yılı, Türkiye'de kişi başı gelir, sizce, tahminen ne kadardır? En Yüksek*
N	Geçerli	255	255	255	255
	Kayıp	0	0	0	0
Ortalama		6596104,65	12103488,37	170001,74	

İstatistikler

		A3.İstanbul Atatürk havalimanı, sizce, tahminen, günde ortalama kaç yolcuya hizmet vermektedir? En Yüksek*	A4.2014 yılında, Türkiye'de 1000 kişiye düşen toplam araç sayısı, sizce, tahminen ne kadardır? En Düşük*	A4.2014 yılında, Türkiye'de 1000 kişiye düşen toplam araç sayısı, sizce, tahminen ne kadardır? En Yüksek*	A5.2014 yılında, Türkiye'de işsizlik yüzdesi, sizce, tahminen ne kadardır? En Düşük*
N	Geçerli	255	255	255	255
	Kayıp	0	0	0	0
Ortalama		526075,58	340,85	534,97	

İstatistikler

		A6.2014 yılında, Türkiye'de kurulan toplam şirket sayısı sizce, tahminen, ne kadardır? En Düşük*	A6.2014 yılında, Türkiye'de kurulan toplam şirket sayısı sizce, tahminen, ne kadardır? En Yüksek*	A7.2014 yılında, Türkiye'de, Türkiye Patent Enstitüsü tarafından tescil edilen patent sayısı, sizce, tahminen En Düşük*	A7.2014 yılında, Türkiye'de, Türkiye Patent Enstitüsü tarafından tescil edilen patent sayısı, sizce, tahminen En Yüksek*
N	Geçerli	255	255	255	255
	Kayıp	0	0	0	0
Ortalama		144442,73	236555,81	12894,85	

İstatistikler

		A8.2013 yılında, Türkiye'de, firmaların araştırma-geliştirme faaliyetlerinde çalışan toplam-ge personeli sayısı sizce En Yüksek*	A9.2014 yılında, Türkiye'de toplam kadın yönetici sayısı sizce, tahminen kaçtır? En Düşük*	A9.2014 yılında, Türkiye'de toplam kadın yönetici sayısı sizce, tahminen kaçtır? En Yüksek*	A10.2014 yılında, Türkiye'de kadın yöneticilerin DÜNYASAL listesindeki oranı, sizce, tahminen ne kadardır? En Düşük*
N	Geçerli	255	255	255	255
	Kayıp	0	0	0	0
Ortalama		130393,42	1004214,91	1472296,40	

EK 4: Kayıptan Kaçınma Ölçeğine Verilen Cevapların Ortalaması

İstatistikler

	B1 -	B2 -	B3 -	B4 -
N Geçerli	255	255	255	255
N Kayıp	0	0	0	0
Ortalama	1,21	1,25	1,76	1,69

EK 5: Dayanak Noktası Sorularına Verilen Cevapların Tanımlayıcı ve Frekans İstatistikleri

İstatistikler

		C1 - Orta Afrika Cumhuriyeti' nin nüfusu 20 milyondan az mıdır fazla mıdır?	C2 - Tuna Nehri' nin uzunluğu 2000 km'den az mıdır fazla mıdır?	C3 - COrta Afrika Cumhuriyeti' nin nüfusu hangi aralıktadır?	C4 - Tuna Nehri' nin uzunluğu hangi aralıktadır?
N	Geçerli	255	255	255	255
	Kayıp	0	0	0	0
Ortalama		1,61	1,59	5,78	4,98

C1 -Orta Afrika Cumhuriyeti' nin nüfusu 20 milyondan az mıdır fazla mıdır?

	Frekans (Sıklık)	Yüzde	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde
Azdır	99	38,8	38,8	38,8
Geçerli Fazladır	156	61,2	61,2	100,0
Toplam	255	100,0	100,0	

C2 -Tuna Nehri' nin uzunluğu 2000 km'den az mıdır fazla mıdır?

	Frekans (Sıklık)	Yüzde	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde
Azdır	104	40,8	40,8	40,8
Geçerli Fazladır	151	59,2	59,2	100,0
Toplam	255	100,0	100,0	

EK 5'in devamı

C3 - Orta Afrika Cumhuriyeti' nin nüfusu hangi aralıktadır?

	Frekans (Sıklık)	Yüzde	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde
1 Milyondan daha az	1	,4	,4	,4
1 Milyon – 5 Milyon arasındadır	13	5,1	5,1	5,5
6 Milyon – 10 Milyon arasındadır	21	8,2	8,2	13,7
10 Milyon – 15 Milyon arasındadır	32	12,5	12,5	26,3
16 Milyon – 20 Milyon arasındadır	43	16,9	16,9	43,1
21 Milyon – 25 Milyon arasındadır	59	23,1	23,1	66,3
26 Milyon – 30 Milyon arasındadır	34	13,3	13,3	79,6
31 Milyon – 35 Milyon arasındadır	19	7,5	7,5	87,1
35 Milyondan daha fazladır	33	12,9	12,9	100,0
Toplam	255	100,0	100,0	

C4 - Tuna Nehri' nin uzunluğu hangi aralıktadır?

	Frekans (Sıklık)	Yüzde	Geçerli Yüzde	Kümülatif Yüzde
500'den az	1	,4	,4	,4
500-1000 km	16	6,3	6,3	6,7
1001-1500km	20	7,8	7,8	14,5
1501-2000 km	31	12,2	12,2	26,7
2001-2500 km	43	16,9	16,9	43,5
2501-3000 km	44	17,3	17,3	60,8
3001-3500 km	28	11,0	11,0	71,8
3501-4000 km	32	12,5	12,5	84,3
4001-4500 km	22	8,6	8,6	92,9
4500'den fazla	18	7,1	7,1	100,0
Toplam	255	100,0	100,0	

EK 6: İyimserlik Ölçeğine Verilen Cevapların Ortalaması

İstatistikler

	D1-Yeterince çaba harcarsam, zor sorunları çözmenin bir yolunu daima bulabilirim.	D2-Bana karşı çıktığımda, istediğimi elde etmemi sağlayacak bir yol ve yöntem bulabilirim.	D3-Amaçlarıma bağlı kalmak ve bunları gerçekleştirmek benim için kolaydır.	D4-Beklenmedik olaylarla, etkili bir biçimde başa çıkabileceğime inanıyorum.	D5-Yeteneklerim sayesinde beklenmedik durumlara nasıl baş edebileceğimi biliyorum.	D6-Gerekli çabayı gösterirsem, birçok sorunu çözebilirim.	D7-Baş etme gücüme güvendiğim için zorluklarla karşılaştığımda, genellikle birkaç çözüm yolu bulabilirim.	D8-Karşılaştığım sorunların çoğunu çözebilirim.
Geçerli N	255	255	255	255	255	255	255	255
Kayıp	0	0	0	0	0	0	0	0
Ortalama	3,25	3,19	3,24	3,33	3,34	3,39	3,24	3,24

EK 7: İyimselik Ölçeğinin Güvenilirlik Analizi

Güvenilirlik İstatistikleri

Cronbach's Alpha	Cronbach's Alpha Based on Standardized Items	N of Items
,837	,837	10

EK 8: Çalışmada kullanılan değişkenlerin normal dağılım değerleri

		İstatistikler											
		Soru:8	Soru:9	Soru:10	Soru:11	Soru:12	Soru:13	Soru:14	Beklenen getiri ile elde edilen getiri arasındaki fark	Soru:16	Soru:17	KENDİNE AŞIRI GÜVEN	KAYIP KAÇI
N	Geçerli	255	255	255	255	255	255	255	255	255	255	255	255
	Kayıp	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Çarpıklık	,227	-,518	1,630	,523	1,054	-,328	,342	,686	,988	,886	,113	-
	Basıklık	-,035	-1,627	2,118	-1,324	,988	-1,908	-1,264	,344	-,752	-,458	-1,629	-

EK 9: İyimsellik ölçęi faktör analizi sonuçları

EK 9.1. KMO ve Bartlett Küresellik Testi Çıktısı

KMO and Bartlett's Test

Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy.		,867
	Ki Kare	693,177
Bartlett's Test of Sphericity	SD	45
	Anlamlılık	,000

EK 9.2. Açıklanan Toplam Varyans

Toplam Açıklanan Varyans

Bileşen	Başlangıç Özdeğerleri		
	Toplam	% of Variance	Kümülatif%
1	4,075	40,749	40,749
2	,989	9,889	50,638
3	,906	9,062	59,700
4	,854	8,540	68,241
5	,659	6,590	74,830
6	,607	6,066	80,896
7	,580	5,799	86,695
8	,489	4,890	91,585
9	,445	4,446	96,031
10	,397	3,969	100,000

EK 10: Allais Paradoksu (Örnek)

Bu paradoksa göre oyuncudan aşağıdaki A, B, C ve D seçeneklerinden birisini seçmesi istenir;

(A): Kesin olarak 1 milyon dolar kazanç elde edilecektir,

(B): %10 olasılıkla 5 milyon dolar kazanç elde edilecektir, %89 olasılıkla 1 milyon dolar kazanç elde edilecektir, %1 olasılıkla bir şey kazanılmayacaktır,

(C): %11 olasılıkla 1 milyon dolar kazanç elde edilecektir, %89 olasılıkla bir şey kazanılmayacaktır,

(D): %10 olasılıkla 5 milyon dolar kazanç elde edilecektir, %90 olasılıkla bir şey kazanılmayacaktır.

Allais, A durumunda milyoner olmanın kesin olmasından dolayı verilen cevaplarda A'nın B'ye tercih edildiğini görmüştür. Beklenen fayda teorisine göre ise B'nin tercih edilmesi gerekir. Aynı şekilde C'nin de D'ye tercih edilmesi gerekir. Ancak verilen cevaplarda, D C'ye tercih edilmiştir. Bu nedenle burada, beklenen fayda teorisinin varsayımları ihlal edilmekte ve bir paradoks ortaya çıkmaktadır.

EK 11: Jenkins ve Ward tarafından gerçekleştirilen “Işık Deneyi”

Deney duzeneği, iki şalter ile açık ya da kapalı olan bir işıktan oluşur. Jenkins ve Ward, işık ile şalterin ne oranda birbirine bağlı olduklarını ayarlayabiliyordu. Lambanın tamamen tesadufi olarak açılıp kapandığı zamanlarda dahi denekler şaltere basarak işığı bir şekilde etkileyebileceklerinden eminlerdi.

EK 12: Finansmanda birinci tercih

FİRMA KARINI KULLANMA BİRİNCİ TERCİH Mİ?

	Frekans	Yüzde	Geçerki Yüzde	Kümülatif Yüzde
EVET	168	65,9	65,9	65,9
Geçerli HAYIR	87	34,1	34,1	100,0
Toplam	255	100,0	100,0	

FİRMA DIŞI BORÇLANMA BİRİNCİ TERCİH Mİ?

	Frekans	Yüzde	Geçerki Yüzde	Kümülatif Yüzde
EVET	87	34,1	34,1	34,1
Geçerli HAYIR	168	65,9	65,9	100,0
Toplam	255	100,0	100,0	

ÖZGEÇMİŞ

1985 yılında KARABÜK/SAFRANBOLU’da doğan Bilgehan TEKİN; ilk, orta ve lise öğrenimini İstanbul’da tamamlamıştır. 2009 yılında Abant İzzet Baysal Üniversitesi İşletme Bölümü’nden mezun olmuş ve aynı yıl Çankırı Karatekin Üniversitesi İşletme Bölümü Sayısal Yöntemler Bilim Dalı’nda Araştırma Görevlisi olarak çalışmaya başlamıştır. Yine 2009 yılında,Çankırı Karatekin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı’nda yüksek lisans eğitimine başlamış ve 2011 yılında bu eğitimini tamamlamıştır. Eğitimine ara vermeden 2011 yılında, Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Muhasebe-Finansman Bilim Dalı’nda doktora eğitimine başlamıştır.

Halen Çankırı Karatekin Üniversitesi İşletme Bölümü Sayısal Yöntemler Bilim Dalı’nda araştırma görevlisi olarak çalışmaktadır.