

FİRMALARIN FİNANSMAN KARARLARI: DAVRANIŞSAL PERSPEKTİF

THE FINANCING DECISIONS OF FIRMS: BEHAVIORAL PERSPECTIVE

Yrd. Doç. Dr. Bilgehan TEKİN

Çankırı Karatekin Üniversitesi
İİBF, İşletme Bölümü
btekin@karatekin.edu.tr

Öz

Bu çalışma, firmalarda alınan finansman kararlarına davranışsal açıdan yaklaşmaktadır. Çalışmada karar vericilerin finansman kaynağı tercihlerinde etkisi olan iki davranışsal önyargı dikkate alınmaktadır. Bunlar kendine aşırı güven ve kayıptan kaçınmadır. Veri toplanması amacıyla anket yöntemi kullanılmıştır. Araştırma örneklemini, İstanbul'da ticaret ve sanayi odalarına kayıtlı olarak faaliyet gösteren 255 küçük ve orta büyüklükteki işletme (KOBİ) oluşturmaktadır. Çalışmanın hipotezleri parametrik ve parametrik olmayan hipotez testleri ile test edilmiştir. Çalışma sonucunda firmalarda finansman kararlarından sorumlu kişilerin kendine aşırı güvenli ve kayıptan kaçınan bireyler oldukları görülmüştür. KOBİ sahiplerinin veya yöneticilerinin verdikleri finansman veya sermaye yapısı kararları davranışsal önyargı düzeylerine göre farklılık gösterebilmektedir.

Anahtar Kelimeler: SMEs, Finansal Kararlar, Davranışsal Finans, Davranışsal Önyargılar.

JEL Sınıflandırması: G02, G31, G32.

Abstract

This study approaches to the financing decisions in firms from the behavioral perspective. In this study, two behavioral biases that have effect on the decision makers' chose for financial resources are mainly considered. These biases are overconfidence and loss aversion. The questionnaire method is used in order to collect data. The research sample consists of the 255 SMEs which operate and are registered in chamber of commerce and industry in Istanbul, Turkey. The study hypothesizes were tested by parametric and nonparametric hypothesis tests. In the study results, it has been observed that people responsible for financing in the firms are overconfident and loss averse. SME owners or managers' financing or capital structure decisions can differ according to the level of behavioral biases.

Keywords: SMEs, Financing Decisions, Behavioral Finance, Behavioral Biases.

JEL Classification: G02, G31, G32.

1. GİRİŐ

1950’li yılların ortalarından itibaren geleneksel finans teorileri baskın hale gelmiştir. Bununla beraber ilerleyen dönemlerde bu alanın öne sürdüğü akılcı (rasyonel) insan, rasyonel karar, etkin piyasalar gibi varsayımların karşılaşılan her durumda tatmin edici sonuçlar veremediğı görölmüştür.

Geleneksel finans teorileri, rasyonel olmayan insan faktörü açısından ele alındığında, rasyonel kararlardan sapmalara yol açan faktörlerin incelenmesi gündeme gelmiştir. Sonuç olarak, finansal bir boyut içeren kararlarda, rasyonaliteden sapmalara yol açan faktörlerin incelendiğı bir disiplin olan davranışsal finans ortaya çıkmıştır.

Davranışsal finans disiplinler arası bir çalışma alanıdır. Bu alışma alanı psikoloji, sosyoloji, davranış bilimleri, ekonomi ve finans gibi farklı disiplinleri bir araya getirir. Davranışsal finans gün geçtikçe daha çok dikkati çeken ve gerçek dünyadaki uygulamalara daha fazla konu olmaya başlayan bir disiplindir. Bu bağlamda dünyadaki saygın üniversitelerde görev yapan saygın akademisyenler tarafından yapılan çok sayıda çalışmaya konu edildiğı görölmektedir. Bunun yanında davranışsal finans alanında yapılan çalışmaları kapsamına alan akademik dergiler çıkarılmakta ve sürekli olarak bilimsel toplantılara konu olmaktadır.

Günümüzde, teorik ve ampirik çerçevede yapılan davranışsal finans çalışmalarına bakıldığında, bu disiplinin ilk ortaya çıktığı tarihlerde olduğu gibi sadece piyasalarda faaliyet gösteren bireysel yatırımcı davranışları ve piyasa anomalileri bağlamı ile sınırlı kalmadıkları ve farklı uygulama alanlarına doğru genişledikleri görölmektedir. Bu alanlardan biri de firma yöneticilerinin aldıkları kararlar üzerine yapılan çalışmalar üzerine oluşan davranışsal işletme finansı alanıdır.

Davranışsal finans uygulamalarının işletmelerde alınan kararlar üzerine uyarlanması sonucu davranışsal işletme finansı ortaya çıkmıştır. Bu disiplin ile davranışsal önyargıların firmalarda alınan finansal kararları nasıl etkilediğı sorusunun yanıtı araştırılmakta ve anlaşılmaya çalışılmaktadır. İşletmelerde alınan finansal kararların insan psikolojisinden nasıl ve ne derece etkilendikleri sorusu davranışsal işletme finansı alanının temel araştırma sorusunu oluşurmaktadır (Fairchild, 2012:2).

Bu alışma, firma yöneticilerinin veya sahiplerinin davranışsal önyargılarının firma finansman tercihleri (borçla veya öz sermaye ile finansman) üzerindeki etkisini incelemektedir. Bu alışma ile normatif yaklaşımla etkin bir özöme ulaşamayan firmaların finansman problemleri konusuna, davranışsal finansın irrasyonel birey ve sınırlı rasyonalite kavramları temelinde öne sürdüğü davranışsal önyargı modelleri kapsamında yaklaşılarak farklı bir bakış açısı getirilmek istenmiştir. Burada amaç, konuya özgü, insan psikolojisini de dikkate alan daha gerçekçi yaklaşımlar ortaya konulmasına ve probleme ilişkin daha etkin özömler geliştirilmesine imkân tanımaktır. Bu kapsamda çalışmaya konu olan davranışsal önyargılar, daha önce konuyla ilgili yapılmış çalışmalarda sıkça üzerinde durulan kendine aşırı güven ve kayıptan kaçınma davranışsal önyargılarıdır. Çalışma İstanbul ilinde 255 firma üzerinden anket ile toplanan

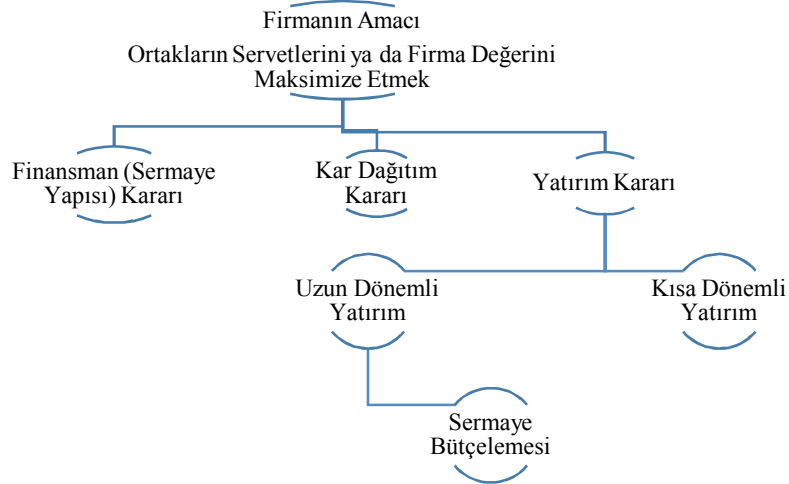
verilerin analiz edilmesiyle sonuçlandırılmıştır. Söz konusu firmalar ölçek bakımından küçük ve orta büyüklükteki şletmelerdir.

2. İŐLETMELERDE ALINAN FİNANSAL KARARLAR VE FİNANSMAN KARARLARI

Firmalarda alınan gelecekle ilgili tüm kararların her durumda finansal bir yönü söz konusudur. Tufan (2008), finansal karar kavramının, şletmelerde 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 tanımlanırken, firmalar açısından finansal kararlar, sahip oldukları ya da temin ettikleri kaynaklar ile bu kaynakların dönen veya duran varlıklara yatırılmasını içeren kararlardır (Tufan, 2008:9).

Firmalarda temel olarak üç önemli finansal karar durumu söz konusudur. Finansın fonksiyonları olarak da adlandırabileceğimiz bu kararlar yatırım kararları, sermaye yapısı (finansman) kararları ve kar dağıtım kararlardır. Özetle, ihtiyaç duyulan fon hangi kaynaklardan temin edilmeli, hangi amaçla hangi faaliyetlerde kullanılmalı ve elde edilen kar nasıl değerlendirilmeli sorularının yanıtına yönelik kararlar şletmelerin temel karar unsurlarıdır. Dayananda ve diğerleri (2002) bu kararları Şekil 1’de görüldüğü gibi özetlemişlerdir. 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 1: 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. Günümüze baktığımızda da bu konuda geleneksel finansı temel alan farklı görüşlerin olduğu görölmektedir. 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.

Firmalarda eksik bilgi altında alınan kararların büyük çoğunluğu belirsizlik içerir. Belirsizlik altında alınan kararlar neticesinde firmalarda görev alan yöneticilerin ya da finansal kararlarda etkisi olan kişilerin aldıkları kararlarda rasyonaliteden saptıkları (irrasyonelite) görölmektedir. İrrasyonalitenin kaynağı ise davranışsal önyargılar, hevristikler, duygular veya sezgiler gibi psikolojik faktörlerdir (Shao ve Wang, 2013; Camerer ve George 2004; Kahneman,1979). İrrasyonel davranış, 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).

Çalışmanın bundan sonraki başlığı altında temel finansal kararlardan biri olan finansman veya sermaye yapısı kararlarna ve davranışsal finans açısından değerlendirilmesine değerilecektir.

3. FİNANSMAN (SERMAYE YAPISI) KARARLARI

Firmalar faaliyetlerini devam ettirebilmeleri için ihtiyaç duydukları finansmanı iki farklı şekilde temin edebilirler. Bunlar, öz kaynaklar ve borçlardır. Sermaye yapısı kavramı, işletmelerin uzun vadeli hedeflerine ulaşabilmesi için çeşitli şekillerde bir araya getirilen ve borçlanma ve öz sermaye karmasından oluşan finansman kaynaklarını ifade etmek amacıyla kullanılır. Finansman 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). 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.

Firmalarda finansman 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 bu soruların yanıtını bulmaya yönelik olarak yukarıda da göröldüğu gibi sermaye yapısı teorilerini meydana getiren çeşitli yaklaşımlar ortaya konmuştur. Modern sermaye yapısı teorisi, Modigliani ve Miller’ın (MM) (1958) öncü çalışmalarına dayanmaktadır. MM, 1963 yılında modele, kurumlar ve gelir vergisini de 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. Bu çalışmalardan bazıları; 1976 yılında Meckling, 1977 yılında Myers, Ross (1977), Myers (1984), Myers ve Majluf (1984) ve DeAngelo ve Masulis (1980) tarafından gerçekleştirilmiştir. MM modeline katkı veren diğer araştırmacılar ise; Kraus ve Litzenberger (1973), Scott (1976), Kim (1978), Chen (1978) ve Chen ve Kim (1979)'dir. Ancak bu çalışmalar sonucu ortaya konan yaklaşımlar, her koşul altında geçerli değildir ve birbirleriyle çelişen sonuçlar ortaya koymaktadır. Söz konusu yaklaşımlar piyasaların etkin, piyasa katılımcılarının ve firma yöneticilerinin rasyonel karar alıcılar oldukları varsayımları altında kabul görmektedirler. Bununla birlikte, insan psikolojisi ve davranışı üzerine yapılan çalışmalarla gün geçtikçe büyüyen literatür, bireylerin büyük çoğunluğunun karar verme aşamalarında psikolojik ve davranışsal faktörlerin etkisinde kaldıklarını göstermektedir.

Değinildiği gibi, sermaye yapısı teorilerinin genel amacı firmalarda borç/öz sermaye birleşiminin nasıl olması gerektiğinin ve bu birleşimi etkileyen faktörlerin tespit edilmesidir (Karadeniz, 2008:15). 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 istatistiki sonuçlar elde edebilir.

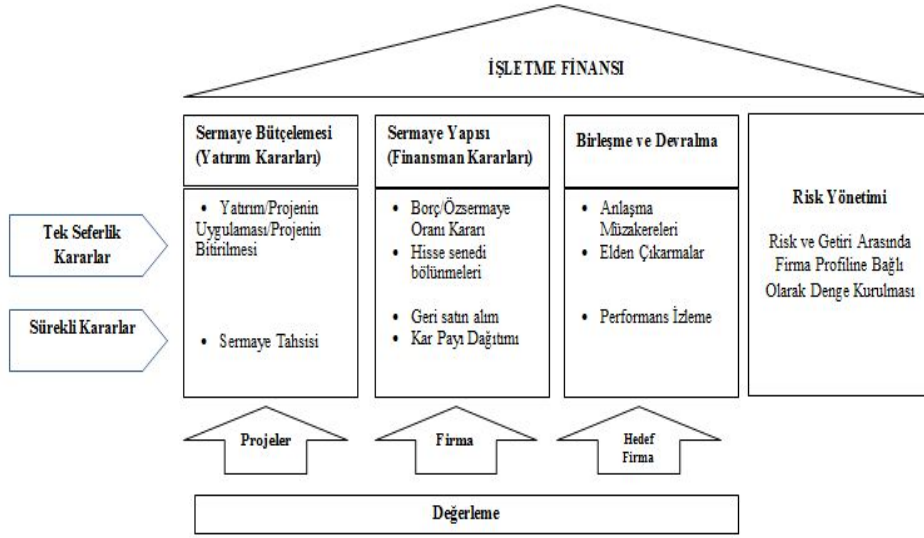
Psikoloji, insanların bilişsel karar verme süreçlerinde önemli sınırlara sahip olduklarını ve alacakları kararları önemli derecede etkileyen davranışsal önyargılar geliştirdiklerini vurgulamaktadır. 2000'li yıllarla beraber yapılan çalışmalara bakıldığında davranışsal ve psikolojik faktörlerin daha fazla dikkate alındığı görölmektedir. Bu durum zamanla rasyonel birey yaklaşımının yumuşatılması sonucunu doğurmuştur. Bununla birlikte, yöneticilerin davranışsal önyargılarının aldıkları finansal kararlarda etkin bir faktör olup olmadıkları konusu dikkat çeken ayrı bir husustur.

4. YÖNETİCİLERİN DAVRANIŞSAL ÖNYARGILARI (YÖNETSEL ÖNYARGILAR)

Yönetici önyargıları ya da yönetsel önyargılar yaklaşımının varsayımına göre yöneticiler, önyargıları olan ve rasyonel karar verme süreçlerinden sapmalar gösteren normal insanlardır. Yöneticiler, o an için mevcut tüm bilgileri karar alma sürecinde kullanmaları mümkün olmadığından 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). Bu bağlamda son 5-10 yıllık süreçte yapılan çalışmalar (Ben-David, Graham ve Harvey, 2010; Guanyin, 2010; Baker ve Wurgler, 2011; Nguyen ve Schüßler, 2012; Malmendier ve Zheng, 2012; Graham, Harvey ve Puri, 2013; Ahmed ve Duellman, 2013; Antonczyk ve Salzman, 2014) çeşitli davranışsal önyargıların işletmelerin finansal politikalarını nasıl etkilediğinin anlaşılmasına yönelik faydalı sonuçlar ortaya koymuştur. Ahmed ve Duellmann (2013) tarafından yapılan çalışmada da belirtildiği gibi Malmendier ve Tate, (2008),

Corderio (2009), Deshmukh, Goel ve Howe (2010), Hirshleifer, Low ve Teoh (2010), Malmendier, Tate ve Yan (2011) gibi çok sayıda araştırmacı yöneticilerin davranışsal önyargılarının firmalarda alınan finansal kararlar üzerinde etkili olduğunu belgelemişlerdir. Vrabel (2015); Shefrin (2007) ve Baker ve Wurgler (2011) tarafından yapılan çalışmalardan yola çıkarak, işletme finansı çatısı altında psikolojik ve davranışsal faktörler tarafından etkilenen temel finansal karar alanlarını Şekil 2’de görüldüğü gibi temsil etmiştir.

Şekil 2: Davranışsal Önyargılardan Etkilenen Temel Karar Alanları



Kaynak: Shefrin, 2007; Baker ve Wurgler, 2011; Vrabel, 2015.

Değinildiği gibi davranışsal işletme finansı, yatırımcılar gibi yöneticilerin de tam ve mükemmel rasyonel birey olamayacakları fikri üzerine odaklanmış çalışmalardan oluşan ve gün geçtikçe büyüyen bir çalışma alanıdır (Shefrin, 2001). Davranışsal işletme finansı aynı zamanda, geleneksel teorisinin 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 de kullanılmaktadır (Baker ve diğerleri, 2004).

Buraya kadar özetlenen literatürden ve yapılan açıklamalardan hareketle oluşturulan ve test edilecek olan ana hipotezler aşağıdaki gibidir.

H1: Firma yöneticileri ve/veya sahipleri belirli düzeylerde davranışsal önyargılara sahip olduklarından tam rasyonel değildirler.

H2: Firmalarda yöneticilerin ve/veya firma sahiplerinin aldıkları finansman kararları davranışsal önyargı düzeylerine göre farklılık gösterir.

Çalışmanın bundan sonraki başlıkları altında öncelikle davranışsal finans alanında çok sayıda çalışmaya konu olan davranışsal önyargılardan kendine aşırı güven ve kayıptan kaçınma davranışsal önyargıları ve firmalardaki finansman kararlarına etkisi üzerinde durulacaktır. Daha sonra davranışsal önyargıları ölçme

yöntemleri belirtilecektir. Çalışmanın devamında veri toplama ve analiz bölümü gelmekte olup son olarak sonuç ve değerlendirme bölümü ile çalışma sonlandırılacaktır.

4.1. Kendine Aşırı Güven ve Finansman Kararları

Psikolojik bir kavram olan kendine aşırı güven kısaca, 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 ve kişinin sahip olduğu bilginin sınırının farkında olmaması sonucu ortaya çıkmaktadır (Conger ve Wolstein, 2004).

Literatüre bakıldığında, kendine aşırı güven önyargısının finansman kararları üzerindeki etkisini inceleyen çok sayıda çalışmanın (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, 2007; Barros ve Silveria, 2007; Fairchild 2007; Goel ve Thakor, 2008; Fairchild, 2009) mevcut olduğu görülmektedir.

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 yönetimsel kendine aşırı güvenin finansman kararları üzerindeki etkisini inceleyen bir başka araştırmacı Hackbarth (2002)'tır. Hackbarth (2002), kendine aşırı güven önyargısının, yöneticilerde yüksek düzeylerde borçlanma eğilimini beraberinde getirdiğini belirtmektedir. Kendine aşırı güvenen yöneticilerin dış borçlanmayı öz sermayeye göre daha düşük değerlemeleri, rasyonel yöneticilere oranla daha fazla borçlanma düzeyine ulaşmaları sonucunu doğurmaktadır (Fairchild, 2007:5).

Hackbarth (2009) bir başka çalışmasında, yönetimsel kendine aşırı güvenin etkisini daha 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 ifade etmektedir.

Shefrin (1999) ve Hackbarth (2002, 2009) gibi kendine aşırı güven önyargısının borçlanma ile pozitif ilişkili olduğunu öne süren bir diğer araştırmacı Fairchild (2009)'dır. Fairchild bu çalışmasında geliştirdiği finansal model ile yönetimsel kendine aşırı güven ile vekalet problemlerini birlikte ele 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 (Fairchild, 2009).

Shefrin (1999), Hackbarth (2002, 2009) ve Fairchild (2009) gibi araştırmacılar tarafından belirtilen kendine aşırı güven ile borçlanma arasında pozitif bir ilişki bulunduğu hipotezine karşın Malmendier ve diğerleri (2011), kendine aşırı güvenen yöneticilerin dış kaynaklarla finansman maliyetini çok yüksek bulmalarından ve buna olan inançlarından dolayı iç kaynaklarla finansmanı tercih ettiklerini belirtmektedir. Bununla birlikte, aynı yöneticilerin, özel hayatlarında yüksek miktarlarda borçlanabildiklerini ortaya koymuşlardır (örneğin, şahsi kullanım amacıyla ev satın almaları durumunda).

Literatür araştırması sonucunda kendine aşırı güven davranışsal önyargısı ile firmaların sermaye yapıları arasında bir ilişkinin varlığından bahsedildiği ve bu ilişkinin ampirik çalışmalarla ispatlandığı görülmüştür. Bu noktadan hareketle, bu çalışma kapsamında test edilecek hipotez ise aşağıdaki gibi oluşturulmuştur.

H3: Firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin faaliyetlerinin finansmanında kullandıkları alternatifler kendine aşırı güven düzeylerine göre farklılık gösterir.

4.2. Kayıptan Kaçınma ve Finansman 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 duydıklarını (firma üzerindeki kontrollerini kaybetmekten kaçınırlar) ve bu durumun öz sermaye ile finansmanı ve öz sermayenin büyütülmesini engellediğini belirtmektedir (Romano, Tanewski ve Smyrnios, 2001:293).

Mueller (2008), kayıptan kaçınan firma sahibi ya da yöneticilerinin, kuruluş ve kuruluşu izleyen ilk birkaç faaliyet döneminde borçlanma düzeylerinin, optimal seviyenin çok altında gerçekteleceğini 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, Power ve Sinclair (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 gerekleştireceklerine 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.

Yukarıda özetlenen ve kayıptan kaçınma davranışsal önyargısının firmaların finansman kararlarına etkisinin incelendiği çalışmalardan hareketle bu çalışma kapsamında test edilmesi amacıyla oluşturulan hipotezler aşağıdaki gibidir;

H4: Firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin faaliyetlerinin finansmanında kullandıkları alternatifler kayıptan kaçınma düzeylerine göre farklılık gösterir.

H5: Firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin faaliyetlerinin finansmanında dış borçlanmayı tercih edip etmemeleri kayıptan kaçınma düzeylerine göre farklılık gösterir.

4.3. Davranışsal önyargıların olulmesi

4.3.1. Kendine Aşırı Güvenin olulmesi

Psikoloji ve davranışsal finans araştırmalarında en büyük zorluk davranışsal önyargıların olulmesi aşamasında yaşanmaktadır. Bu zorluk kendine aşırı güven önyargısının olulmesi aşamasında da kendini göstermektedir. Örneğin, Malmendier ve Tate (2005a, 2005b) yönetimsel kendine aşırı güveni olumek amacıyla yöneticilerin “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 güven göstergesi olarak girişimci ve girişimci olmayan yöneticiler sınıflandırmasını kullanmışlardır.

Kendine aşırı güvenin olulmesi amacıyla literatürde genel olarak u farklı ölüm yönteminin kullanıldığı görülmektedir. Bunlardan birincisi opsiyon temelli yaklaşım (Malmendier ve Tate, 2005a, 2005b, 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) ve uuncusu basın-yayın kuruluşları temelli yaklaşımdır (Malmendier ve Tate, 2005a; Hirshleifer, Low ve Teoh, 2012). Bu yaklaşımlardan opsiyon ve basın-yayın kuruluşları temelli yaklaşımlar, özellikle büyük ölçekli firmaların CEO ve CFO statusunda görev yapan yöneticilerinin kendine aşırı güven önyargısının ortaya konulmasını amaçlamaktadır. Bu yaklaşımların öncüleri Ulrike Malmendier ve Geoffrey Tate’dir.

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; Parker ve Fischhoff, 2005; Russo ve Schoemaker, 1992; Michailova, 2010) da kullanılan ve diğer yöntemlere göre daha güvenilir sonuçlar verdiği ifade edilen güven aralıklı anket ve Kalibrasyon Skoru kullanılacaktır.

Anket 10 sorudan oluşmaktadır ve katılımcıların kalibrasyon skoru bu 10 soruya verdikleri cevap aralıklarının doğru cevabı kapsama sayısına göre hesaplanacaktır. Kalibrasyon skorunun hesabında güven aralığı, soruların zorluğu göz önüne alınarak %70 olarak belirlenmiştir. Kalibrasyon skoru aşağıdaki formül ile hesaplanmıştır (Klauss, 2006; Glaser ve Weber, 2007);

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

İyi kalibre olmuş bir katılımcı sadece “3” hata yapacağı için kalibrasyon skoru “0” olacak ve bu katılımcı “rasyonalite” sergileyecektir. Eğer katılımcının tüm sorular için verdiği cevap aralığı doğru cevabı kapsamayacak 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 kategorize edilecektir (Russo ve Schoemaker, 1992; Simon, Houghton ve Aquino, 2000; Fitzsimmons ve Douglas, 2005; Klauss, 2006).

4.3.2. Kayıptan Kaçınmanın Ölçülmesi

Bireylerdeki kayıptan kaçınma davranışsal önyargısı düzeyinin belirlenmesinde en önemli nokta, verilen cevaplardan hareketle kazanç ve kayıpların karşılaştırılmasıdır (Ariely ve diğerleri, 2005; Brenner vd., 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 vd., 2010:1444).

Bireylerin sahip oldukları kayıptan kaçınma düzeylerinin ölçümünü konu alan çalışmalarda kullanılan yöntemlerin farklı olmasının yanında kayıptan kaçınma kavramının da her çalışmada farklı tanımlar ve varsayımlar içerdiği dikkati çekmektedir. Bu nedenle bu çalışmalardaki 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, Bleichrodt ve l’Haridon, 2008:250).

Bu çalışmada katılımcılara, kazanç ve kayıplara ilişkin tercih temelli sorular, ortak bir ölçekte yöneltişmiştir. 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 açtığının ortaya konulmuş olmasıdır (Bostic, Herstein ve Luce, 1990). Çalışmada, kayıptan kaçınma önyargısı dört soru ile ölçülmektedir. Her soruda katılımcılar iki alternatifte sahiptirler ve birinci alternatif her zaman garanti (garanti kazanç ya da kayıp) seçenektir (Dimmock, 2005:10; Bodnaruk ve Simonov, 2014:7).

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. 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 değerin 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 değerin üzerinde yer alanlar “3=Yüksek düzey kayıptan kaçınma önyargısı” şeklinde tanımlanmıştır.

4.4. Veri Toplama ve Analiz Yöntemi

4.4.1. Veri Toplama

Araştırmada verilerin toplanması için yapılandırılmış anket yöntemi seçilmiştir. Araştırmayı gerçekleştirmek amacıyla İstanbul’da kolayda ve tesadüfi örnekleme yöntemleri ile 262 küçük ve orta büyüklükte firma belirlenmiştir. Bu firmalardan 255 tanesi anket uygulamasına katılmış veya değerlendirmeye alınmaya uygun bulunmuştur.

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

Anket soruları dört ana bölümden oluşmaktadır. Bunlar; firma ile ilgili sorular, firmaların finansman kararlarıyla ilgili sorular, firmada finansal kararlarda etkisi olan kişilerin davranışsal önyargılarının ölçülmesine yönelik sorular ve firma yöneticileri ve/veya sahipleri hakkında genel bilgi sorularıdır.

4.4.2. Analiz

4.4.2.1. Firmaya ve Karar Vericilere Özgü Bilgilerin Frekans Analizi

Anketin birinci bölümü firma ile ilgili genel bilgileri sorgulamaktadır. Anketin birinci sorusu, firmalardaki finansal kararlardan sorumlu kişilerin kim olduğunu belirlemeye yöneliktir.

Tablo 1: Finansal Kararlardan Sorumlu Kişi

Finansal Kararlardan Sorumlu Kişi	Sıklık	Yüzde
Muhasebe Yöneticisi	18	7,1
Finans Yöneticisi	59	23,1
İşletme Sahibi	91	35,7
İşletme Yöneticisi	87	34,1
Toplam	255	100,0

Buna göre, firmalarda finansal kararlardan sorumlu kişilerin sırasıyla firma sahibi (%35,7), firma yöneticisi (%34,1), finans yöneticisi (%23,1) ve son olarak muhasebe yöneticisi (%7,1) olduğu görölmektedir. Bu noktada, firma sahiplerinin aynı zamanda yönetici olma durumları söz konusudur (sahip-yönetici). Bu çalışmada anket uygulanan katılımcılar, firmalarda alınan finansal kararlarda etkisi olan ve firmanın yönetim kademelerinden birinde görev alan kimselerdir. Bu durum anket uygulaması esnasında katılımcıya sözlü olarak bildirilmiş ve verilen cevap olumlu ise değerlendirmeye alınmıştır. Diğer yandan, firmalarda görev yapan muhasebe yöneticileri yetki devri kapsamında temel finansal kararların alınmasından sorumlu tutulabilmektedir.

İkinci soru firma yaşı ile ilgilidir. Buna göre, çalışmaya konu olan firmaların büyük çoğunluğu 16 yıl ve daha fazla süredir (%47,8) faaliyetlerini devam ettiren firmalardır.

Tablo 2: Firma Yaşı

Firma Yaşı	Sıklık	Yüzde
1-5 yıl	49	19,2
6-10 yıl	48	18,8
11-15 yıl	36	14,1
16 yıl ve üstü	122	47,8
Toplam	255	100,0

Üçüncü soru firmaların hukuki yapısı ile ilgilidir. Çalışmaya konu olan firmaların %67,5'i limited şirket, %32,5'i anonim şirkettir.

Tablo 3: Hukuki Yapı

Hukuki Yapısı	Sıklık	Yüzde
Limited şirket	172	67,5
Anonim şirket	83	32,5
Toplam	255	100,0

Dördüncü soru, ilgili firmanın bir aile şirketi olup olmadığının tespit edilmesini amaçlamaktadır. Buna göre çalışmaya konu olan şirketlerin %51,8'i aile şirkettir.

Tablo 4: Aile şirketi Mi?

Aile şirketi Mi?	Sıklık	Yüzde
Evet	132	51,8
Hayır	123	48,2
Toplam	255	100,0

Beşinci soru firmaların bir holding bünyesinde faaliyet gösterip göstermediklerinin tespit edilmesine yöneliktir. Buna göre bu çalışmaya konu olan firmaların büyük çoğunluğu (%78,8) bir şirket grubunun parçası olmayan bağımsız firmalardır.

Tablo 5: Holding Bünyesinde Mi?

Holding Bünyesinde Mi?	Sıklık	Yüzde
Evet	54	21,2
Hayır	201	78,8
Toplam	255	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. Yedinci soru firmaların faaliyette buldukları sektörlerle ilgilidir. Buna göre en fazla %37,6 imalat sektörü (tekstil, gıda, mobilya ve orman ürünleri, metal, yazılım vb.) ile %23,9 toptan ve perakende ticaret sektöründe faaliyet gösteren firmalar bu çalışmada yer almaktadır.

Tablo 6: Firmada Çalışan Sayısı

Toplam Çalışan Sayısı	Sıklık	Yüzde
10-49	195	76,5
50-249	60	23,5
Toplam	255	100,0

Anketin ikinci bölümü davranışsal önyargıların ölçülmesini içermektedir. Bu bölüm ile toplanan verilerin analizine çalışmanın ilerleyen bölümlerinde değinilmiştir. Anketin üçüncü bölümü ise katılımcıların kişisel bilgilerine yönelik soruları içermektedir.

Tablo 7: Cinsiyet

Cinsiyet	Sıklık	Yüzde
Kadın	73	28,6
Erkek	182	71,4
Toplam	255	100,0

Buna göre erkek katılımcıların sayısı (%71,4) kadın katılımcılardan (%28,6) oldukça yüksektir.

Bu bölümdeki ikinci soru olan medeni hal sorusuna verilen cevaplara baktığımızda ise katılımcıların %61,6'sının evli olduğu görülmektedir.

Tablo 8: Medeni Hal

Medeni Hal	Sıklık	Yüzde
Evli	157	61,6
Bekar	98	38,4
Toplam	255	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 istihdam edilen personelin daha çok genç yaştaki bireylerden seçildiğinin ve girişimci genç bireylerin sayısının yüksek olduğunun bir göstergesidir.

Tablo 9: Yaş

Yaş	Sıklık	Yüzde
20-25	32	12,5
26-35	104	40,8
36-45	79	31,0
46-55	35	13,7
56 ve üstü	5	2,0
Toplam	255	100,0

Katılımcıların eğitim durumlarına bakıldığında büyük çoğunluğunun (%42,4) lisans mezunu olduğu görülmektedir. Bunu lise mezunları (%34,1) takip etmektedir.

Tablo 10: Eğitim Durumu

Eğitim Durumu	Sıklık	Yüzde
İlkokul	12	4,7
Ortaokul	15	5,9
Lise	87	34,1
Ön lisans	21	8,2
Lisans	108	42,4
Lisansüstü	12	4,7
Toplam	255	100,0

Katılımcıların işletmedeki pozisyonlarına bakıldığında ise en fazla işletme yöneticisi statüsünde yer alan katılımcıların çalışmaya konu olduğu görülmektedir. Daha sonra işletme sahibi (%22,7) ve finans yöneticisi gelmektedir (%21,6).

Tablo 11: Firma Pozisyonu

Firma Pozisyonu	Sıklık	Yüzde
İşletme Sahibi	58	22,7
İşletme Yöneticisi	98	38,4
Finans Yöneticisi/Sorumlusu	55	21,6
Muhasebe Yöneticisi/Sorumlusu	32	12,5
Diğer Statülerdeki Firma Yöneticisi	12	4,7
Toplam	255	100,0

Çalışmaya konu olan firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin řu anki 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 etmektedir.

Tablo 12: İş Tecrübesi

İş Tecrübesi	Sıklık	Yüzde
1-5 Yıl	116	45,5
6-10 Yıl	61	23,9
11-20 Yıl	63	24,7
21-30 Yıl	12	4,7
31 ve daha fazla	3	1,2
Toplam	255	100,0

4.4.2.2. Araştırma Hipotezlerinin Test Edilmesi

Çalışmanın aşağıda yer alan birinci hipotezinin test edilmesi amacıyla kendine aşırı güven ve kayıptan kaçınma, davranışsal önyargılarının firma sahipleri ve yöneticiler arasında görölme düzeyleri ayrı ayrı analiz edilmiştir. İstatistiki analiz yöntemlerinden frekans analizi ve t testinden yararlanılmıştır. Çalışmada yapılan hipotez testlerine ilişkin açıklayıcı tablolar çalışmanın “EKLER” başlığı altında verilmiştir.

H1: *Firma yöneticileri ve/veya sahipleri belirli düzeylerde davranışsal önyargılara sahip olduklarından tam rasyonel değildirler.*

Yapılan analiz sonucunda firma yöneticilerinin ve/veya sahiplerinin kendine aşırı güvenen kişiler oldukları sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuca ulaşılırken ortalama kendine aşırı güven ve tek örneklem t testinden faydalanılmıştır. Buna göre katılımcıların ortalama kendine aşırı güven düzeyleri ortalaması 0,6858 olarak hesaplanmıştır.

Bu değere ulaşılırken řu aşamalar izlenmiştir; öncelikle güven aralıklı anket ile toplanan veriler incelenerek, toplam 10 sorunun doğru cevabından (doğrular 1, yanlışlar 0 şeklinde kodlanmıştır) kaç tanesinin katılımcıların belirttikleri cevap aralığına düştüğü hesaplanmıştır. Sorulara verilen ortalama doğru cevap oranı yaklaşık %28 olarak hesaplanmıştır. Ortanca değer %30, en sık değer %30'dur. Sorulara verilen doğru cevap oranının az olması, soruların zorluk derecesinin katılımcılar açısından yüksek olduğunun göstergesidir.

Daha sonra, çalışmanın “kendine aşırı güven önyargısının ölçülmesi” bölümünde değinilen kalibrasyon skoru hesaplanmıştır. Bu skurun hesabında kullanılan güven ve yanlış cevap sınırının, farklı çalışmalarda farklı şekillerde alındığı görölmektedir. 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 görölmüştür. Bu oran belirlenirken uluslararası alanda yapılan ve literatür bölümünde değinilen çalışmalar göz önünde bulundurulmuştur. Kalibrasyon skoru “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.

H₁₁: *Firma yöneticileri ve/veya sahipleri kendine aşırı güvenli bireylerdir.*

Bu hipotezin test edilmesi amacıyla tek örneklem t testi yapılmıştır. Teste ilişkin sonuçlar şöyledir; p (anlamlılık) değeri 0,05 anlamlılık değerinden küçüktür ve iki ortalama arasındaki fark 0,6858'dir. Beklenen değer "0" ile ortalama kalibrasyon skoru "0,6858" arasında anlamlı bir fark oluşmuştur. Kalibrasyon skoru ne kadar küçük ise bireyin rasyonelliğe o derece yakın olduğu söylenir. Bu durumda H_1 hipotezi kabul edilir ve katılımcıların kendine aşırı güvenli bireyler oldukları sonucuna ulaşılır.

Kendine aşırı güven düzeyleri, 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 yapılan araştırmalarda kullanılan veri seti simetrik değilse medyanın aritmetik ortalamaya göre daha doğru bir ölçü olduğu kabul edilir.

Buna göre en son durumda oluşan kendine aşırı güven düzeylerine göre katılımcıların %39,6'sı düşük düzey, %33,7'si yüksek düzey kendine aşırı güven grubunda yer almışlardır. Katılımcıların %26,7'si ise orta düzeyde kendine aşırı güven önyargısına sahiptirler.

Bir diğer davranışsal önyargı kayıptan kaçınma davranışsal önyargısıdır. Yapılan frekans analizine göre, katılımcıların büyük çoğunluğu kaybetme olasılığından kaçınmaktadırlar. Kayıptan kaçınma sorularına verilen yanıtlarda büyük oranda garanti seçenek tercih edilmiştir (%74,9).

Kar olasılığında belirgin bir artış olması durumunda dahi riskli seçeneğin tercih edilmesinde sınırlı bir etkiye neden olmaktadır. Bu durum yüksek düzeyde kayıptan kaçınma önyargısının ortaya çıktığının bir göstergesidir. Firma yöneticileri veya sahipleri kayıptan kaçınma ölçęünde büyük çoğunlukla kaybetme olasılıklarını ortadan kaldıran ya da minimize eden seçeneklere doğru bir yönelim içerisine girmişlerdir. Bunun yanında nakit akışlarında meydana gelen olası bir azalma garanti seçeneğin tercih edilme olasılığını arttırmaktadır.

Medyan değerine göre oluşan kayıptan kaçınma düzeylerine göre katılımcıların yaklaşık %42'si düşük düzey, %44'ü yüksek düzey kayıptan kaçınma grubunda yer almışlardır.

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.

H₁₂: Firma yöneticileri ve/veya sahipleri kayıptan kaçınan bireylerdir.

Bu hipotezin t testi sonuçlarına göre $p=0.05$ anlamlılık düzeyinde H_1 hipotezi kabul edilmiştir ($0,000 < 0,05$). Dolayısıyla firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin kayıptan kaçınma davranışsal önyargısı sergiledikleri sonucuna varılmıştır.

4.4.2.3. Kendine Aşırı Güven ve Finansman Kararları ile İlgili Hipotezlerin Test Edilmesi

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, 2008, 2009; Fairchild, 2009) kimi çalışmalarda ise daha çok firma karını kullanmayı tercih ettikleri (Malmendier vd., 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). Literatürden hareketle oluşturulan ve test edilecek hipotez aşağıdaki gibidir.

H3: *Firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin faaliyetlerinin finansmanında kullandıkları alternatifler kendine aşırı güven düzeylerine göre farklılık gösterir.*

Bu amaçla öncelikle sermaye yapısı ile ilgili sorulara verilen cevapların frekans analizi yapılmıştır. Buna göre kendine aşırı güvenli katılımcıların büyük çoğunluğunun faaliyetlerinin finansmanında ilk tercihi firma karlarını kullanmaktır (%65,9). İkinci tercihleri ise %42 oranında ortaklardan borçlanma, %36,9 oranında dış borçlanma alternatifleri şeklindedir. Katılımcıların üçüncü tercihlerini ise %91,4 oranında dış finansman alternatifleri (kısa ve uzun vadeli banka ve satıcı kredileri, eř, dost, akraba vb.) oluşturmaktadır. Dikkati çeken bir başka durum, kendine aşırı güvenli firma yöneticileri ve/veya firma sahiplerinin kısa vadeli borçlanmayı uzun vadeli borçlanmaya her seğenekte tercih ettikleridir. Ayrıca bu sonuçlara göre, finansal hiyerarşi teorisinin 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?

Faaliyetlerin finansmanında ilk olarak kullanılan finansman kaynağına göre Kruskal Wallis tek yönlü varyans analizi sonuçları aşağıdaki gibidir.

Yapılan tek yönlü varyans analizi (Kruskal Wallis) sonucunda finansman kaynağı olarak birinci, ikinci ve üçüncü sırada tercih edilen alternatiflerin, kendine aşırı güven düzeylerine göre farklılaşmadığı görülmüştür (anlamlılık $0,886 > 0,05$; $0,177 > 0,05$; $0,509 > 0,05$). Bu sonucun ortaya çıkmasında kendine aşırı güveni ölçme yönteminin, analiz tekniğinin, soruların katılımcılar tarafından anlaşılma oranının ve örneklem sayısının etkisi olduğu düşünölmektedir.

4.4.2.4. Kayıptan Kaçınma ve Finansman Kararları ile İlgili Hipotezlerin Test Edilmesi

Kayıptan kaçınma davranışsal önyargısının finansal kararlar üzerindeki etkisini konu alan çalışmalar literatür bölümünde değinildiği gibi finansman kararları üzerinde etkisi olduğunu ileri sürmektedirler.

Bu çalışmalar genel olarak, kayıptan kaçınan karar vericilerin faaliyetlerinin finansmanında, dış finansman yerine kendi kaynaklarını kullanmayı tercih edeceklerini belirtmektedir (Mueller, 2008; Helliar vd., 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.

H4: *Firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin faaliyetlerinin finansmanında kullandıkları alternatifler kayıptan kaçınma düzeylerine göre farklılık gösterir.*

Ankette finansman tercihi sorusuna verilen cevaplar, firma karını kullananlar “1: Evet”, kullanmayanlar “2: Hayır” şeklinde ifade edilmiş ve kodlanmıştır. Bağımsız gruplar testi sonuçlarına göre finansman tercihleri kayıptan kaçınma skorlarına göre farklılık göstermektedir (anlamlılık $0,000 < 0,05$). Grup istatistiklerine bakıldığında, “faaliyetlerimizin finansmanında ilk olarak firma karımızı kullanırız” diyenlerin kayıptan kaçınma skorunun 2.35, “kullanmayız” diyenlerin kayıptan kaçınma skorunun ise 1.85 olduğu görülmüştür. Bu sonuçlar kayıptan kaçınma düzeyleri yüksek karar vericilerin ilk finansman tercihlerini dağıtılmamış karların oluşturduğunu ortaya koymaktadır.

Kayıptan kaçınan firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin kayıptan kaçınma düzeyleri yükseldikçe borç kullanma düzeyleri düşeceği öngörülmektedir. Bu öngörünün test edilmesi amacıyla oluşturulan H5 hipotezi bağımsız gruplar t testi ile test edilmiştir.

H5: *Firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin faaliyetlerinin finansmanında dış borçlanmayı tercih edip etmemeleri kayıptan kaçınma düzeylerine göre farklılık gösterir.*

Buna göre katılımcıların kayıptan kaçınma düzeyleri finansman alternatiflerine göre farklılık göstermektedir. Hipotezde öne sürüldüğu 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.

İkinci tercih olarak yararlanılan finansman kaynakları söz konusu olduğunda ise finansmanda iç kaynaklardan veya dış kaynaklardan yararlanılmasının kayıptan kaçınma düzeyine göre farklılık göstermediği görülmüştür (anlamlılık $0,684 > 0,05$). Özetle katılımcıların, ikinci olarak tercih ettikleri finansman kaynağı kayıptan kaçınma düzeylerinden bağımsız olarak şekillenmektedir. Üçüncü tercihlerde, kayıptan kaçınma önyargı düzeyinin borçlanma tercihine göre farklılaştığı (anlamlılık $0,017 < 0,05$) ve kayıptan kaçınma düzeyleri yüksek (ortalama: 2,14) katılımcıların dış borçlanmayı daha az tercih ettikleri görülmektedir. Sonuç olarak kayıptan kaçınma düzeyleri yüksek firma yöneticileri ve/veya sahipleri faaliyetlerinin finansmanında dış borçlanma alternatiflerini daha az tercih etmektedirler. Ayrıca yapılan analizlerin sonuçlarına göre, çalışmanın ana hipotezlerinden olan H2: *Firmalarda yöneticilerin ve/veya firma sahiplerinin aldıkları finansman kararlarının*

davranışsal önyargı düzeylerine göre farklılaşabildiği hipotezinin kısmen doğrulandığı sonucuna ulaşılmıştır.

5. SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Karar verme mekanizmasının merkezinde yer alan insan, bir robot ya da makineden farklı olarak, duyguları, sezgileri, yargıları ve önyargıları olan canlı bir varlıktır. Sahip olduğumuz bu psikolojik ve davranışsal özellikler bizleri aynı zamanda diğer canlılardan farklı kılan özelliklerdir. İnsanı farklı kılan bu özellikler nedeniyle, geleneksel finansın öne sürdüğü rasyonel insan ve rasyonel karar varsayımlarının, finansal bir boyutu söz konusu olan karar durumlarında tam anlamıyla geçerli bir yaklaşım olamayacağını gösterir.

Bu çalışma “Firmalarda Alınan Finansal Kararlar Üzerinde Davranışsal Önyargıların Etkisi” başlıklı doktora tezinden yola çıkılarak hazırlanmıştır. Ana metinde ve konu başlıklarında bazı değişiklikler yapılmıştır. Çalışma kapsamında, davranışsal finans ve davranışsal işletme finansı alanlarında yapılan çalışmalara konu olan iki temel davranışsal önyargının (kendine aşırı güven ve kayıptan kaçınma) firmaların finansman kararları üzerindeki etkisi ele alınmıştır.

Yapılan analizler neticesinde firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin kendine aşırı güven ve kayıptan kaçınma önyargısı sergiledikleri ortaya konulmuştur. Kendine aşırı güven sergileyen karar vericiler 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 finansman tercihleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmamakla beraber kendine aşırı güven önyargısı kısa vadeli borçlanmanın uzun vadeli borçlanmaya tercih edilmesine neden olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Sonuçlar, kayıptan kaçınma açasından değerlendirildiğinde ise kayıptan kaçınma düzeyi yüksek olan firma yöneticileri ve/veya sahiplerinin faaliyetlerinin finansmanında ilk olarak kullandıkları finansman kendi kaynakları olduğu görölmektedir.

Geleneksel finans teorisi, sermaye yapısı, yatırımlar ve kâr payı dağıtımı ile ilgili kararların normatif bir bakış açasıyla 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 çalışmanın sonuçlarına göre firma sahipleri veya yöneticilerinin genel olarak kendine aşırı güvenen ve kayıptan kaçınan bireyler oldukları görölmüştür. Bunun yanında genel olarak, davranışsal önyargılar ile finansman kararları arasında bir ilişkiden bahsedilebilmektedir. Buna karşın kendine aşırı güven davranışsal önyargısının finansman kararlarına etkisi konusunun, farklı ölçüm ve analiz yöntemleri ile farklı örnekleme ve sayıları kullanılarak ileriki çalışmalarda tekrar ele alınması gerektiği görölmektedir.

Yapılan araştırmalara ve çalışmalara göre firmalarda, davranışsal ve psikolojik unsurların etkisi göz önüne alınarak verilecek kararların daha etkili ve isabetli olacağı düşünölmektedir. 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.

Bununla birlikte, finans kurumlarının yatırımcılara yönelik olarak yavaş yavaş uygulamaya koymaya başladıkları davranışsal finans disiplini temel alan politikalarını, firmaların finansmanı ve yönetici veya sahip davranışları temelinde de değerlendirmeye almaları yararlı olacaktır.

Özetle, firmaların sermaye yapısı veya finansman problemlerine yalnızca geleneksel finansın normatif yöntemlerine dayanarak tam bir çözüml bulunamayacağı, bu nedenle insan doğasından kaynaklanan psikolojik ve davranışsal faktörlerin etkisinin de göz önünde bulundurulmasının daha gerçekçi ve faydalı modellerin ortaya konulmasına zemin hazırlayacağı düşünölmektedir.

KAYNAKÇA

- 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.
- Ahmed, A. S. ve Duellman, S. (2013). Managerial overconfidence and accounting conservatism. *Journal of Accounting Research*, 51(1), 1-30.
- 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.
- Antonczyk, R. C. ve Salzman, A. J. (2014). Overconfidence and optimism: The effect of national culture on capital structure. *Research in International Business and Finance*, 31, 132-151.
- Ariely, D., Huber, J. ve Wertebroch, K. (2005). When do losses loom larger than gains? *Journal of Marketing Research*, 42(2), 134-138.
- 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.
- 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., 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> (Erişim Tarihi: 23/04/2015)
- 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.
- 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_Manual_miscalibration.pdf
- 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.
- 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.
- 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.
- Bostic, R., Herrnstein, R. J. ve Luce, R. D. (1990). The effect on the preference-reversal phenomenon of using choice in Fark. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 13(2), 193-212.
- Brenner L., Rottenstreich Y. ve Sood S. (1999). Comparison, grouping, and preference. *Psychological Science*, 10(3), 225-229.
- Camerer, C. ve Loewenstein, G. (2004). *Behavioral economics: Past, present, future*. Princeton: Princeton University Press
- 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.
- 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.
- Conger, R. F. ve Wolstein, Ch. R., (2004), Managing overconfidence in pricing. *Emphasis*, (2), 10 – 13.
- 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>
- Dayananda, D., Irons, R., Harrison, S., Herbohn, J. ve Rowland, P. (2002). *Capital Budgeting*. Cambridge Books.
- Deangelo, H. ve Masulis, R. W. (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of financial Economics*, 8(1), 3-29.
- Deshmukh, S., Goel, A. M. ve Howe, K. M. (2010). CEO Overconfidence and Dividend Policy. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1496404> veya <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1496404>
- Dimmock, S. (2005), Loss aversion and household portfolio choice. Working paper, Michigan State University.
- Fairchild, R. (2009). Managerial overconfidence, moral hazard problems, and excessive life cycle debt sensitivity. *Investment Management and Financial Innovations*, 6 (3).
- Fairchild, R., (2007). *Managing overconfidence, agency problems, financing decisions and firm performance*. Working Paper. <http://opus.bath.ac.uk/285/>
- 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.
- 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.
- 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/>
- 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. 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.
- 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>
- Graham, J. R., Harvey, C. R. ve Puri, M. (2013). Managerial attitudes and corporate actions. *Journal of Financial Economics*, 109(1), 103-121.
- Guangyin, 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.
- Hackbarth, D. (2002). Managerial optimism, overconfidence, and capital structure decisions. In European Finance Association Annual Meeting, (Aug, 2004), Maasticht, The Netherlands.
- 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.
- Harvey, M. ve Evans, R. (1995). Strategic windows in the entrepreneurial process. *Journal of business venturing*, 10(5), 331-347.
- Helliari, C. V., Power, D. M. ve Sinclair, C. D. (2005). Managerial “irrationality” in financial decision making. *Managerial Finance*, 31(4), 1-11.
- Hirshleifer, D., Low, A. ve Teoh, S. H. (2012). Are overconfident CEOs better innovators?. *The Journal of Finance*, 67(4), 1457-1498.
- Hirshleifer, David, Siew Hong Teoh ve Angie Low, (2010), Are overconfident CEOs better innovators? Working paper, University of California, Irvine.
- 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.
- 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 Farks*, 34(4), 559-574.
- 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. (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.

- Karadeniz, E., (2008), Türk Konaklama İşletmelerinde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Analizi, *Doktora Tezi*, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana.
- Kardes, F., Cronley, M. ve Cline, T. (2014). *Consumer behavior*. Cengage Learning.
- Kim, E. H. (1978). A Mean-variance theory of optimal capital structure and corporate debt capacity. *The Journal of Finance*, 33(1), 45-63.
- 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., 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.
- Kraus, A. ve Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911-922.
- Landier, A. ve Thesmar, D. (2009). Financial contracting with optimistic entrepreneurs. *Review of financial studies*, 22(1), 117-150.
- 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).
- 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. (2005a). CEO overconfidence and corporate investment. *The journal of finance*, 60(6), 2661-2700.
- Malmendier, U. ve Tate, G. (2005b). 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. ve Zheng, H. (2012). Managerial duties and managerial biases. *University of California at Berkeley Working Paper*.
- 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.
- Mcgraw, A. P., Larsen, J. T., Kahneman, D. ve Schkade, D. (2010). Comparing gains and losses. *Psychological science*, 21(10), 1438-1445.

- Meckling, W. H. (1976). Values and the Choice of the Model of the Individual in the Social Sciences. *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft* (December)
- Michailova, J. (2010). Overconfidence and bubbles in experimental asset markets. https://mpr.a.u.b.uni-muenchen.de/30579/1/MPRA_paper_30579.pdf
- Mueller, E. (2008). Benefits of control, capital structure and company growth. *Applied Economics*, 40(21), 2721-2734.
- 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. 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.
- Myers, S. C. (2001). Capital structure. *Journal of Economic perspectives*, 81-102.
- 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.
- 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>
- 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.
- Purhanudin, N. ve Zakaria, Z. (2015), Managerial Overconfidence and Debt Maturity Structure of Malaysian Construction and Material Companies. *Review of Contemporary Business Research*, 4(1).
- Romano, C. A., Tanewski, G. A. ve Smyrnios, K. X. (2001). Capital structure decision making: A model for family business. *Journal of Business Venturing*, 16(3), 285-310.
- Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. *The bell journal of economics*, 23-40.
- Russo, J. E. ve Schoemaker, P. J. (1992). Managing overconfidence. *Sloan Management Review*, 33(2), 7-17.
- Scott Jr, J. H. (1976). A theory of optimal capital structure. *The Bell Journal of Economics*, 33-54.

- 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>
- 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.
- 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. (2007, June). Behavioral finance: biases, Ortalama-variance returns, and risk premiums. In *CFA Institute Conference Proceedings Quarterly*, 24(2), 4-12.
- 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. 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.
- Tufan, E., (2008), *Davranışsal Finans: Finansal Kararları Yönlendiren Sosyal Psikolojik Anomalilerin Davranışsal Finans Bağlamında İncelenmesi*, İmaj Yayıncılık.
- 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.

EKLER

1: Katılımcıların Ortalama Kendine Aşırı Güven Düzeyi

İstatistikler	
Kendine Aşırı Güven Düzeyi Ortalaması	
Ortalama	,6858
Ortanca (Medyan)	,7100

2: Katılımcıların kendine aşırı güven ölçeğindeki sorulara verdikleri doğru cevap oranı

Doğru Cevap Oranı (%)	
Ortalama	,2808
Ortanca (Medyan)	,3000
En sık değer (Mod)	,30

3: Katılımcıların Kendine Aşırı Güveni Tek örnekleme t testi

	Katılımcı	Ortalama		
Kendine Aşırı Güven Ortalaması	255	,6858		
Test Değeri = 0				
Kendine Aşırı Güven Testi	t	SD	Anlamlılık	Ortalama Fark
	59,894	254	,000	,68580

4: Kayıptan Kaçınma Önyargısının Firma Sahibi ve Yöneticileri Arasında Görölme Sıklığının Araştırılması

İşletmeniz için 280.000 TL tutarında bir yatırım yapacağınızı varsayalım. Bu yatırım sonucunda aşağıdaki senaryolarla karşı karşıya kalacağınızı öngörölüyor. Hangi senaryonun gerçekteşmesini tercih edersiniz?

	Frekans (Sıklık)	Yüzde
I. Senaryoya göre bu yatırımdan garanti 140.000 TL kar elde edeceksiniz.	202	79,2
II. Senaryoya göre ise %75 olasılıkla 200.000 TL kar elde edebilir veya %25 olasılıkla hiçbir şey kazanamayabilirsiniz.	53	20,8
Toplam	255	100,0

İşletmeniz için 280.000 TL tutarında bir yatırım yapacağınızı varsayalım. Bu yatırım sonucunda aşağıdaki senaryolarla karşı karşıya kalacağınızı öngörölüyor. Hangi senaryonun gerçekteşmesini tercih edersiniz?

	Frekans (Sıklık)	Yüzde
I. Senaryoya göre bu yatırımdan garanti 140.000 TL kar elde edeceksiniz.	191	74,9
II. Senaryoya göre ise %75 olasılıkla 280.000 TL kar elde edebilir veya %25 olasılıkla hiçbir şey kazanamayabilirsiniz.	64	25,1
Toplam	255	100,0

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
I. Senaryoya göre bu yatırımdan garanti 140.000 TL zarar edeceksiniz.	60	23,5
II. Senaryoya göre ise %75 olasılıkla 200.000 TL zarar edebilir veya %25 olasılıkla 140.000 TL kar edebilirsiniz.	195	76,5
Toplam	255	100,0

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
I. Senaryoya göre bu yatırımdan garanti 140.000 TL zarar edeceksiniz.	78	30,6
II. Senaryoya göre ise %75 olasılıkla 280.000 TL zarar edebilir veya %25 olasılıkla 140.000 TL kar edebilirsiniz.	177	69,4
Toplam	255	100,0

5: Kayıptan Kaçınma B3. ve B4. Soruların Bağımlı Örnekleme t Testi

	Ortalama
I.Senaryoya göre bu yatırımdan garanti 140.000 TL zarar edeceksiniz.	1,76
II. Senaryoya göre ise %75 olasılıkla 200.000 TL zarar edebilir veya %25 olasılıkla 140.000 TL kar edebilirsiniz.	

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			
	Ortalama	Std. Sapma	t	Anlamlılık
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. 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	3,241	,001

6: Kayıptan Kaçınma Ortalaması

Kayıptan Kaçınma Düzeyi Ortalaması		
Katılımcı	Geçerli	255
	Kayıp	0
Ortalama		2,83
Ortanca (Medyan)		3,00

7: Kayıptan Kaçınma Düzeyi Frekansları

		Frekans (Sıklık)	Yüzde
Geçerli	Rasyonel	1	,4
	Düşük Kayıptan Kaçınma Önyargısı	32	12,5
	Orta Seviyede Kayıptan Kaçınma Önyargısı	74	29,0
	Yüksek Seviyede Kayıptan Kaçınma Önyargısı	50	19,6
	Tam Kayıptan Kaçınma Önyargısı	98	38,4
	Toplam	255	100,0

8: Kayıptan Kaçınma Önyargısı Tek Örneklem t Testi

	Test Değeri = 1					
	t	SD	Anlamlılık	Ortalama Fark	%95 Güven Aralığı	
					En Düşük	En Yüksek
Kayıptan Kaçınma Skoru	22,630	254	,000	1,176	1,07	1,28

9: Kendine aşırı güven düzeylerine göre ilk olarak kullanılan finansman kaynağının Kruskal Wallis testi

Finansman Alternatifi	Kendine Aşırı Güven Düzeyi	Katılımcı	Ortalama Sıra
	Düşük Kendine Aşırı Güven	101	126,38
	Orta Kendine Aşırı Güven	68	127,04
	Yüksek Kendine Aşırı Güven	86	130,66
	Toplam	255	
Finansman Alternatifi			
Ki-Kare	,243		
SD	2		
Anlamlılık	,886		

10: Kayıptan Kaçınma ve Finansman Kararları ile İlgili Hipotezlerin Test Edilmesi

Finansmanda kullanılan firma kararının ilk tercih olması durumunun Kayıptan Kaçınma düzeylerine göre Bağımsız Gruplar T testi

		Firma Karını Kullanma Birinci Tercih mi?	Katılımcı	Ortalama	Std. Sapma	Std. Hata Ortalama				
Kayıptan Kaçınma Düzeyi		Evet	168	2,35	,789	,061				
		Hayır	87	1,85	,815	,087				
		Levene Homojenlik Testi								
		F	Anlamlılık	t	SD	Anlamlılık	Ortalama Fark	Std. Hata Fark	%95 Güven Aralığı	
								En Düşük	En Yüksek	
Kayıptan Kaçınma Düzeyi	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

Finansmanda kullanılan dış borçlanmanın ilk tercih olması durumunun kayıptan kaçınma düzeylerine göre Bağımsız Gruplar T testi

		Firma Dışı Borçlanma Birinci Tercih Mi?	Katılımcı	Ortalama	Std. Sapma	Std. Hata Ortalama				
Kayıptan Kaçınma Düzeyi		Evet	87	1,67	,872	,093				
		Hayır	168	2,21	,908	,070				
		Levene Homojenlik Testi								
		F	Anlamlılık	t	SD	Anlamlılık	Ortalama Fark	Std. Hata Fark	%95 Güven Aralığı	
								En Düşük	En Yüksek	
Kayıptan Kaçınma Düzeyi	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

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
Kayıptan Kaçınma Düzeyi	Varyans Eşitliği Varsayımı	,289	,591	,407	253	,684	,112	,276	-,431	,655
	Varyansların Eşit Varsayılmaması			,382	11,964	,709	,112	,294	-,528	,752

Finansmanda kullanılan dış borçlanmanın üçüncü tercih olması durumunun kayıptan kaçınma düzeylerine göre Bağımsız Gruplar T testi

		Hisse senedi ve ortaklardan borçlanma üçüncü tercih mi?	Katılımcı	Ortalama	Std. Sapma	Std. Hata Ortalama
Kayıptan Kaçınma Düzeyi		Evet	107	1,86	,916	,089
		Hayır	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	
Kayıptan Kaçınma Düzeyi	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