

**KARADENİZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ \* SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**İŞLETME ANABİLİM DALI**

**İŞLETME PROGRAMI**

**DAVRANIŞSAL KURUMSAL FİNANS EKSENİNDE KAR PAYI DAĞITIM  
KARARLARI: BORSA İSTANBUL ÖRNEĞİ**

**DOKTORA TEZİ**

**Esra BULUT**

**MART - 2017**

**TRABZON**

**KARADENİZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ \*SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**İŞLETME ANABİLİM DALI**

**İŞLETME PROGRAMI**

**DAVRANIŞSAL KURUMSAL FİNANS EKSENİNDE KAR PAYI DAĞITIM  
KARARLARI: BORSA İSTANBUL ÖRNEĞİ**

**DOKTORA TEZİ**

**Esra BULUT**

**Tez Danışmanı: Doç. Dr. Bünyamin ER**

**MART - 2017**

**TRABZON**

## ONAY

Esra BULUT tarafından hazırlanan Davranışsal Kurumsal Finans Ekseninde Kar Payı Dağıtım Kararları: Borsa İstanbul Araştırması adlı bu çalışma 14/04/2017 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda oybirliği ile başarılı bulunarak jürimiz tarafından İşletme Anabilim dalında **doktora tezi** olarak kabul edilmiştir.



Prof. Dr. Osman KARAMUSTAFA (Başkan)



Prof. Dr. Hüseyin DAĞLI (Üye)



Doç. Dr. Bünyamin ER (Danışman)



Doç. Dr. Hasan AYAYDIN (Üye)



Yrd. Doç. Dr. Murat Can GENÇ (Üye)

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduklarını onaylarım. ... / ... / ....

Prof. Dr. Yusuf SÜRME

Enstitü Müdürü

## **BİLDİRİM**

Tez içindeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edilerek sunulduğunu, ayrıca tez yazım kurallarına uygun olarak hazırlanan bu çalışmada orijinal olmayan her türlü kaynağa eksiksiz atıf yapıldığını, aksinin ortaya çıkması durumunda her tür yasal sonucu kabul ettiğimi beyan ediyorum.

**Esra BULUT**

**28.03.2017**

## ÖNSÖZ

Davranışsal kurumsal finans, yöneticilerin finansal kararları üzerinde etkili olan psikolojik ve sosyolojik faktörleri inceleyerek, bu kararların firma değeri üzerindeki etkilerini değerlendiren yeni bir alandır. Davranışsal kurumsal finans; bu yönüyle, bir taraftan geleneksel finansın varsayımlarına önemli eleştirilerde bulunurken; diğer taraftan, ileri sürdüğü yaklaşımlarla rasyonel insan varsayımına dayanan geleneksel finansa derinlik katmaktadır.

Kurumsal finansal kararlar, firma sahiplerinin, hissedarların, yatırımcıların ve diğer paydaşların beklentilerine karşılık vermesi açısından önemlidir. Kararların rasyonelliğinin değerlendirilebilmesi, ancak, kararlar üzerinde etkili olan yönetici önyargılarının, duygusal ve sosyal eğilimlerinin, beklentilerinin ve tercihlerinin anlaşılmasıyla mümkün olabilir. Çünkü; yöneticiler, taşıdıkları davranışsal önyargıların, duygusal ve sosyal faktörlerin etkisi altında karar verirler. Çalışmada, bu ekseninde, Türkiye’de imalat sanayiinde faaliyet gösteren firma yöneticilerinin nakit kar payı dağıtım kararları davranışsal kurumsal finans ekseninde araştırılmıştır.

Danışmanlığımı üstlenen, tez çalışmam süresince bilgi ve tecrübelerini benimle paylaşan Sayın Doç. Dr. Bünyamin ER’e, kritik noktalardaki katkılarından dolayı Sayın Prof. Dr. Hüseyin DAĞLI’ya, çalışmanın analiz kısmında yaptığı önemli katkılarından ve göstermiş olduğu ilgiden dolayı Sayın Yrd. Doç. Dr. Murat Can GENÇ’e, ve desteğinden dolayı Prof. Dr. Şeref KALAYCI’ya teşekkürlerimi sunarım. Çalışma süresince önemli noktalarda bilgi edinmemde yardımcı olan Borsa İstanbul Pay Piyasası Bölümü Yöneticisi Sayın Murat BULUT’a yardımlarından dolayı teşekkürü borç bilirim.

Trabzon, Mart 2017

Esra BULUT

## İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ .....	IV
İÇİNDEKİLER.....	V
ÖZET .....	IX
ABSTRACT .....	X
TABLOLAR LİSTESİ .....	XI
ŞEKİLLER LİSTESİ .....	XIII
GRAFİKLER LİSTESİ .....	XIV
KISALTMALAR LİSTESİ .....	XV
GİRİŞ.....	1-4

## BİRİNCİ BÖLÜM

<b>1. DAVRANIŞSAL FİNANS'TAN DAVRANIŞSAL KURUMSAL FİNANS'A GİDEN SÜREÇ: GELENEKSEL YAKLAŞIMLAR VE ELEŞTİRİLERİ .....</b>	<b>5-31</b>
1.1. Finansal Piyasalardan Rasyonel Beklentiler: Etkin Piyasalar Hipotezi ve Eleştiriler.....	7
1.2. Finansal Varlık Fiyatlandırma Modelindeki Gelişmeler ve Davranışsal Varlık Fiyatlandırma Modeli .....	9
1.3. Anomaliler .....	14
1.4. Sınırlı Arbitraj.....	18
1.5. Beklenen Fayda Teorisi ve Beklenti Teorisi .....	20

## İKİNCİ BÖLÜM

<b>2. DAVRANIŞSAL FİNANS .....</b>	<b>32-49</b>
2.1. Davranışsal Finans'ın Dayandırıldığı Psikolojik ve Duygusal Temeller .....	33
2.1.1. Rasyonel Olmayan Davranışlara Sebep Olan Hevristikler .....	36

2.1.1.1. Temsiliyet Hevristiği .....	37
2.1.1.2. Mevcudiyet Hevristiği .....	38
2.1.1.3. Çıpalama .....	39
2.1.2. Zihinsel Yapıların Neden Olduğu Bilişsel Önyargılar .....	39
2.1.2.1. Aşırı Güven Önyargısı .....	40
2.1.2.2. İyimserlik Önyargısı .....	41
2.1.2.3. Çerçeveleme Önyargısı .....	41
2.1.2.4. Zihinsel Muhasebe .....	42
2.1.2.5. Belirsizlikten Kaçınma .....	43
2.1.2.6. Kayıptan Kaçınma .....	44
2.1.2.7. Tutuculuk .....	44
2.1.2.8. Geri Görüş Önyargısı .....	45
2.1.3. Rasyonel Olmayan Davranışlara Sebep Olan Duygusal ve Sosyal Faktörler .....	46
2.1.3.1. Sürü Davranışı .....	46
2.1.3.2. Pişmanlıktan Kaçınma .....	47
2.1.3.3. Yatkinlik Etkisi .....	47
2.1.3.4. Bilişsel Çelişki .....	48
2.1.3.5. Hedonik Düzeltme .....	48

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

<b>3. DAVRANIŞSAL KURUMSAL FİNANS .....</b>	<b>50-88</b>
3.1. Davranışsal Kurumsal Finans'ın Teorik Temelleri .....	51
3.1.1. Rasyonel Yönetici-İrrasyonel Yatırımcı Yaklaşımı .....	52
3.1.1.1. Piyasa Zamanlaması .....	54
3.1.1.2. Catering Teorisi .....	56
3.1.2. İrrasyonel Yönetici-Rasyonel Yatırımcı Yaklaşımı .....	56
3.2. Davranışsal Önyargılar ve Kurumsal Finansal Kararlar .....	59
3.2.1. Sürü Davranışı ve Kurumsal Finansal Kararlar .....	60
3.2.1.1. Yöneticilerin Sürü Davranışı Göstermesinin Sebepleri .....	62
3.2.1.1.1. Bilgiye Dayalı Yaklaşımlar .....	64
3.2.1.1.2. Ücrete Dayalı Sürü Davranışı .....	65

3.2.1.1.3. Saygınlığa dayalı Sürü davranışı .....	67
3.2.1.1.4. Rekabete Dayalı Yaklaşımlar .....	69
3.2.1.2. Sürü Davranışı ve Sermaye Yapısı Kararları .....	70
3.2.1.3. Sürü Davranışı ve Kurumsal Yatırım Kararları .....	72
3.2.1.4. Sürü Davranışı ve Nakit Tutma Kararları.....	73
3.2.2. Aşırı Güven Yargısı ve Kurumsal Finansal Kararlar .....	74
3.2.2.1. Aşırı Güven Davranışının Dinamikleri.....	76
3.2.2.1.1. Hatalı Kalibrasyon.....	76
3.2.2.1.2. Ortalamadan Daha İyi Olma Etkisi .....	77
3.2.2.1.3. Kontrol Yanılsaması .....	77
3.2.2.1.4. Aşırı İyimserlik.....	78
3.2.2.2. Aşırı Güven ve Sermaye Yapısı Kararları .....	78
3.2.2.3. Aşırı Güven ve Kurumsal Yatırım Kararları .....	81
3.2.2.4. Aşırı Güven ve Nakit Tutma Kararları .....	82
3.2.2.5. Aşırı Güven ve Diğer Finansal Kararlar .....	83
3.2.3. Kayıptan Kaçınma Duygusu ve Kurumsal Finansal Kararlar .....	84
3.2.3.1. Kayıptan Kaçınma ve Sermaye Yapısı Kararları .....	84
3.2.3.2. Kayıptan Kaçınma ve Kurumsal Yatırım Kararları .....	85
3.2.3.3. Kayıptan Kaçınma ve Nakit Tutma Kararları.....	85
3.2.4. Çıpalama Davranışı ve Kurumsal Finansal Kararlar.....	86
3.2.4.1. Çıpalama ve Sermaye Yapısı Kararları .....	86
3.2.4.2. Çıpalama ve Kurumsal Yatırım Kararları.....	87
3.2.4.3. Çıpalama ve Nakit Tutma Kararları .....	88

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### 4. KAR PAYI DAĞITIM KARARLARINA DAVRANIŞSAL YAKLAŞIMLAR

#### VE LİTERATÜR ARAŞTIRMASI ..... 89-124

4.1. Kar Payı Dağıtım Kararlarına Geleneksel Yaklaşımlar.....	89
4.1.1. Kar Payı İlintisizliği Teorisi.....	90
4.1.2. Eldeki Kuş Teorisi.....	91
4.1.3. Vergi Farklılığı Teorisi.....	92
4.1.4. Müşteri Etkisi Teorisi.....	93
4.1.5. Sinyalizasyon Teorisi .....	94



4.1.6. Temsil Maliyeti Teorisi.....	95
4.2. Kar Payı Dağıtım Kararlarına Davranışsal Yaklaşımlar.....	97
4.2.1. Sürü Davranışı ve Kar Payı Dağıtım Kararları .....	98
4.2.2. Aşırı Güven Davranışı ve Kar Payı Dağıtım Kararları .....	99
4.2.3. Kayıptan Kaçınma Davranışı ve Kar Payı Dağıtım Kararları .....	100
4.2.4. Çıpalama ve Kar Payı Dağıtım Kararları .....	101
4.3. Literatür Taraması .....	102
4.3.1. Sürü Davranışı Etkisini İnceleyen Çalışmalar .....	102
4.3.2. Aşırı Güven Etkisini İnceleyen Çalışmalar.....	107
4.3.3. Catering Teorisini İnceleyen Çalışmalar.....	115

## BEŞİNCİ BÖLÜM

### 5. KAR PAYI DAĞITIM KARARLARINDA DAVRANIŞSAL ETKİLER:

<b>BORSA İSTANBUL ÖRNEĞİ .....</b>	<b>125-162</b>
5.1. Araştırmanın Konusu ve Önemi .....	125
5.2. Araştırmanın Amacı.....	127
5.3. Araştırmanın Kapsamı .....	127
5.4. Araştırmanın Kısıtları .....	128
5.5. Ekonometrik Model .....	129
5.6. Veri Seti ve Tanımlayıcı İstatistikler .....	132
5.7. Ekonometrik Yöntem.....	137
5.7.1. İki Aşamalı En Küçük Kareler Yöntemi .....	137
5.7.2. Panel Lojistik Regresyon Analizi Yöntemi.....	139
5.8. Ampirik Bulgular.....	142
5.8.1. Sürü Davranışı Etkisine İlişkin Bulgular .....	143
5.8.2. Aşırı Güven Etkisine İlişkin Bulgular .....	154
5.8.3. Catering Teorisinin Geçerliliğine İlişkin Bulgular.....	159
<b>SONUÇ VE ÖNERİLER .....</b>	<b>163</b>
<b>YARARLANILAN KAYNAKLAR .....</b>	<b>169</b>
<b>EKLER .....</b>	<b>189</b>
<b>ÖZGEÇMİŞ .....</b>	<b>199</b>

## ÖZET

Çalışmanın temel amacı, firmaların nakit kar payı dağıtım kararlarını davranışsal kurumsal finans ekseninde incelemektir. Bu amaç doğrultusunda, davranışsal kurumsal finansa iki temel yaklaşım olan *rasyonel yatırımcı-irrasyonel yönetici* ve *irrasyonel yatırımcı-rasyonel yönetici* varsayımları üzerinden hareket edilmiştir. Rasyonel yatırımcı-irrasyonel yönetici yaklaşımı çerçevesinde, yöneticilerin nakit kar payı dağıtım kararlarında sürü davranışı ve aşırı güven davranışlarının etkileri; irrasyonel yatırımcı-rasyonel yönetici yaklaşımı çerçevesinde ise catering teorisinin geçerliliği araştırılmıştır.

Çalışmada payları Borsa İstanbul Yıldız Pazar'da işlem gören Türkiye İmalat sanayiindeki 77 firmaya ait Temmuz 1999-Haziran 2014 dönemi verileri kullanılmıştır. İki aşamalı En Küçük Kareler ve Panel Lojistik Regresyon analizi yöntemleri aracılığı ile veriler analiz edilmiştir. Yapılan analiz ile yöneticilerin rasyonel yatırımcı-irrasyonel yönetici varsayımı altında nakit kar payı dağıtım kararlarında sürü etkisiyle hareket ettikleri; bununla birlikte, aşırı güven davranışı göstermedikleri belirlenmiştir. İrrasyonel yatırımcı-rasyonel yönetici varsayımı çerçevesinde ise catering teorisinin geçerli olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Diğer taraftan, firma karlılığının, geçmiş dönem kar dağıtım kararlarının, toplam aktif değerinin ve likidite oranının yöneticilerin nakit kar payı dağıtım kararları üzerinde pozitif etki taşıdığı tespit edilmiştir. Bununla birlikte, firmaların nakit kar payı ödeme kararlarında kaldıraç oranının, büyüme fırsatlarının ve öncü firmaların aktif değerinin negatif etkiye sahip oldukları tespit edilmiştir. Çalışmada, kar payı dağıtım kararları yeni bir yaklaşımla ele alınmış ve söz konusu kararlar üzerinde yöneticilerin davranışsal önyargılarının belirleyici faktörler olduğu ortaya konulmuştur. Bu çalışmanın, yeni bir araştırma alanı olarak davranışsal kurumsal finans konusunda Türkçe literatür için önemli bir referans kaynak olma özelliği taşıdığı düşünülmektedir.

**Anahtar Kelimeler:** Davranışsal Kurumsal Finans, Kar Payı Kararları, Sürü Davranışı, Aşırı Güven, Catering Teorisi

## ABSTRACT

The main purpose of this research is to investigate the cash dividend paying decisions of the firms in the context of behavioral corporate finance. In line with this aim, two basic approaches in behavioral corporate finance which are *rational investors-irrational managers* and *irrational investors-rational managers* are followed. The role of herd behavior and overconfidence on dividend paying decisions are analyzed under the rational investor-irrational manager approach. The validity of catering theory is analyzed under the irrational investor-rational manager approach.

The data used for the study was obtained for the period of July 1999 - June 2014 from the 77 Turkish manufacturing firms which are listed at BIST Stars. The Two Stage Least Square and the Panel Logistic Regression Analysis are utilized as the methods of the study. The results indicate that managers show herd behavior but not overconfidence for the cash dividend paying decision under the rational investor-irrational manager approach. On the other hand, it is found that the catering theory is not valid under the irrational investor- rational manager approach. Besides, firm profitability, past dividend paying decisions, total asset value, liquidity ratio, and idiosyncratic firm return have positive effects on the dividend paying decisions of managers. However, leverage and peer firms' asset value have negative effects on the dividend paying decisions of the firms. This work dealt with the issue of cash dividend paying decisions with a new approach and found out that managerial behavioral biases have some effects on those decisions. This work, on the other hand, will be a very important source in behavioral corporate finance as a new research area for the Turkish literature.

**Keywords:** Behavioral Corporate Finance, Dividend Paying Decisions, Herd Behavior, Overconfidence, Catering Theory

## TABLolar LİSTESİ

<u>Tablo Nr.</u>	<u>Tablo Adı</u>	<u>Sayfa Nr.</u>
1	Pozitif ve Negatif Beklentiler Arasındaki Tercihler.....	25
2	Geleneksel Finans ve Davranışsal Finans Karşılaştırması .....	33
3	Piyasa Zamanlaması Matrisi.....	55
4	Davranışsal Kurumsal Finans Modellerinde Aşırı Güven Önyargısına İlişkin Tanımlamalar.....	75
5	Kar Payı Dağıtım Kararları Üzerinde Sürü Etkisine İlişkin Literatür Özeti ....	106
6	Kar Payı Dağıtım Kararları Üzerinde Aşırı Güven Etkisine İlişkin Literatür Özeti.....	113
7	Kar Payı Dağıtım Kararlarında Catering Teorisinin Geçerliliğine İlişkin Literatür Özeti .....	122
8	Veri Seti.....	133
9	Kar Payı Dağıtım Kararlarına İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler .....	135
10	Firmaların Kar Payı Belirleyicilerine İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler.....	135
11	Firma “i” Dışındaki Öncü Firmaların Ortalama Kar Payı Belirleyicilerine İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler .....	136
12	Firmaların Kar Payı Dağıtım Olasılığına İlişkin Hausman İçsellik Testi Sonucu.....	144
13	Firmaların Kar Payı Dağıtım Olasılığına İlişkin Aşırı Belirlenme Testi Sonucu.....	144
14	Firmaların Kar Payı Dağıtım Olasılığına İlişkin 2AEKK Tahmini Sonuçları.	145
15	Firmaların Kar Payı Dağıtım Olasılığına İlişkin Panel Lojistik Regresyon Analizi Sonuçları .....	148
16	Firmaların Kar Payı Dağıtım Kararlarına İlişkin Hausman İçsellik Testi Sonucu .....	150
17	Firmaların Kar Payı Dağıtım Kararlarına İlişkin Aşırı Belirlenme Testi Sonucu .....	150

18	Firmaların Kar Payı Dağıtma Kararlarına İlişkin 2AEKK Tahmin Sonuçları .	151
19	Aşırı Güven Etkisine ( $AG_1$ ) İlişkin Panel Lojistik Regresyon Analizi Sonuçları.....	155
20	Aşırı Güven Etkisine ( $AG_2$ ) İlişkin Panel Lojistik Regresyon Analizi Sonuçları.....	158
21	Catering Teorisinin Geçerliliğine İlişkin Panel Lojistik Regresyon Analizi Sonuçları .....	161



## ŞEKİLLER LİSTESİ

<u>Şekil Nr.</u>	<u>Şekil Adı</u>	<u>Sayfa Nr.</u>
1	Davranışsal Finans'ın Diğer Disiplinlerle İlişkisi .....	34
2	Rasyonel Yöneticilerin İrrasyonel Piyasalardaki Amaçları.....	52
3	İrrasyonel Yönetici Yaklaşımı.....	57
4	Farklı Koşullar Altında Sürü Davranışı.....	63

## GRAFİKLER LİSTESİ

<u>Grafik Nr.</u>	<u>Grafik Adı</u>	<u>Sayfa Nr.</u>
1	Kahneman ve Tversky'nin Değer Fonksiyonu .....	28
2	Kahneman ve Tversky'nin Karar Ağırlığı Fonksiyonu .....	30



## KISALTMALAR LİSTESİ

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AFT	: Arbitraj Fiyatlandırma Teorisi
AMEX	: American Stock Exchange (Amerikan Borsası)
AR-GE	: Araştırma Geliştirme Giderleri
Dd/ Pd	: Defter değeri/Piyasa değeri
EKK	: En Küçük kareler
EPH	: Etkin Piyasalar Hipotezi
FVFM	: Finansal Varlık Fiyatlandırma Modeli
GMM	: Generalized Method of Moments Yöntemi
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu
NAICS	: North American Industrial Classification System (Kuzey Amerika Endüstriyel Sınıflandırma Sistemi)
NASDAQ	: National Association of Securities Dealers Automated Quotations System (Ulusal Aracı Kurumlar Birliği Otomatik Fiyat Kotasyon Sistemi)
NBD	: Net Bugünkü Değer
NYSE	: New York Stock Exchange (New York Borsası)
Pd/Dd	: Piyasa Değeri/Defter Değeri
S&P	: Standard and Poor's
SEK	: Sıradan En Küçük Kareler
SIC	: Standart Industrial Classification (Standart Endüstri Sınıflandırma Sistemi)
SPD	: Sermaye Piyasası Doğrusu
USA	: United States of America (Amerika Birleşik Devletleri)
2AEKK	: İki Aşamalı En Küçük Kareler



## GİRİŞ

Geleneksel finans yaklaşımının özünü modern portföy teorisi, piyasa etkinliği ve rasyonel insan varsayımı oluşturmaktadır. Yatırımcılar bu yaklaşıma göre portföylerini ortalama varyans portföy kurallarına göre oluşturmalıdır. Yaklaşımın önemli bir ayağı olan etkin piyasalar hipotezi, menkul kıymetlerin piyasa değerinin veya fiyatının piyasadaki tüm bilgileri anında ve tam olarak yansıttığını ileri sürmektedir. Buna göre yatırımcılar, menkul kıymetler gerçeğe uygun değer ile değerlendiklerinden, piyasayı yenerek aşırı getiri sağlayamayacaklardır. Geleneksel finans yaklaşımı yatırımcıların beklenen getirilerini, beklenen getirilerin riske göre belirlendiği standart varlık fiyatlandırma modeli ile tanımlamaktadır. Bu yaklaşımda yatırımcıların ve portföy yöneticilerinin rasyonel olduğu, yani önyargısız oldukları varsayılmaktadır. Geleneksel yaklaşım beklenen fayda yaklaşımına dayanmakta ve yatırımcıların ve yöneticilerin kararlarının maksimum fayda ile tutarlı olduğunu ileri sürmektedir.

Geleneksel yaklaşımın piyasa etkinliği ve rasyonel insan varsayımları zamanla önemli eleştirilere uğramış ve davranışsal finans geleneksel finansa alternatif olarak ortaya çıkmıştır. Davranışsal finans, geleneksel finans teorilerini tamamen reddetmemekte yalnızca bu teorileri davranışsal önyargıların etkileriyle birlikte değerlendirmektedir. Davranışsal finans, geleneksel yaklaşımların aksine, insanların her zaman rasyonel davranamayacağını ileri sürmekte ve geleneksel davranışın “rasyonel insan” varsayımı yerine Statman (2014)’ın ifade ettiği gibi sınırlı rasyonelliğe sahip anlamına gelen “normal insan” kavramını koymaktadır. Bunun yanında, piyasaların etkin olmadığını ve güç de olsa piyasaları yenerek aşırı getiri sağlanabileceğini ileri sürmektedir. Ayrıca, davranışsal finans, “ortalama varyans portföy teorisi” yerine “davranışsal portföy teorisini” ve “geleneksel varlık fiyatlandırma modeli”nin yerine “davranışsal varlık fiyatlandırma modeli”ni koymaktadır. Buna göre yatırımcıların davranışsal önyargılara, hevristiklere ve duygulara kayıtsız kalmaları güçtür. Hevristikler ve bilişsel önyargılar verilerin yanlış anlaşılmasından veya iyi muhakeme edilememesinden kaynaklanabilir. Duygusal faktörler ise duygusal veya sezgisel düşüncelerden kaynaklanabilir.

Davranışsal finans teorik olarak beklenti yaklaşımına dayanmaktadır. Beklenti yaklaşımı bazı mantıklı olmayan finansal olaylarla ilgili kazançlar ve kayıplara uygulanmaktadır. Bu anlamda davranışsal finans; finans, sosyoloji ve psikolojiyi bir arada değerlendiren bir yaklaşımdır.

Günümüzde psikolojik ve sosyolojik faktörlerin kurumsal finansal kararlar üzerinde etkilerinin ortaya konulmasıyla, işletmeler açısından konuya davranışsal açıdan yaklaşmak önemli hale gelmiştir. Kurumsal finansal kararlar yöneticiler tarafından alınmakla birlikte yatırımcıların, hissedarların ve diğer paydaşların beklentilerini karşılaması açısından önem taşımaktadır. Kararların sağlıklı bir şekilde açıklanabilmesi, tarafların beklentilerinin, tercihlerinin ve önyargılarının anlaşılmasıyla mümkün olacaktır. Bu açıdan davranışsal kurumsal finans, yöneticilerin kararlarını beklentilerinin, inançlarının, tercihlerinin, önyargılarının ve etkin olmayan fiyatların belirlediğini ileri sürmektedir. Bu yaklaşımlardan yola çıkan Baker ve diğerleri (2007), “irrasyonel yatırımcı- rasyonel yönetici” ve “rasyonel yatırımcı- irrasyonel yönetici” yaklaşımları ile davranışsal kurumsal finansa ilişkin günümüzde en geçerli önermeleri ileri sürmüşlerdir. Yaklaşımlardan ilki irrasyonel yatırımcıların sınırlı arbitraj sayesinde fiyatları etkileyebileceği ve bunun rasyonel yöneticiler üzerindeki etkileriyle ilgilidir. Bu yaklaşım esas olarak pay ihracı zamanlamasına dayanmaktadır. Diğer yaklaşım ise irrasyonel yöneticilerin hevristikler ve davranışsal önyargılarla aldıkları kararların firma değeri üzerindeki etkisi ile ilgilidir. Davranışsal kurumsal finans bu yaklaşımlar çerçevesinde firma değeri açısından önemli sonuçlar doğurabilecek kararların davranışsal önyargılarla alındığını ileri sürmektedir. Rasyonel yöneticiler kararlarıyla, irrasyonel yatırımcıların davranışlarının ortaya çıkardığı yanlış fiyatlandırmayı karşılamaktadırlar. İrrasyonel yöneticiler ise davranışsal önyargılara göre hareket etmekte ve kimi zaman aşırı güvenli kararlar alırlarken kimi zaman kayıptan kaçınma dürtüsüyle başka firmaları taklit etmektedirler.

Yukarıda ifade edilen tüm gelişmeler, işletmeler için hayati önem taşıyan kararlarda yöneticilerin davranışsal önyargılar ekseninde değerlendirilmesinin, alınan kararların rasyonelliğini sorgulama açısından önem taşıdığını göstermektedir. Bu bakış açısıyla kar payı dağıtım kararlarını Türkiye için davranışsal önyargılar çerçevesinde incelemenin yatırımcılar, işletme sahipleri, hissedarlar ve yöneticiler açısından değerli bilgiler sağlayacağını düşünülmesi, bu çalışmanın yapılması gerekliliğini doğurmuştur.

Dolayısıyla, çalışmanın temel amacı, firmaların kar payı dağıtım kararlarını yeni bir yaklaşım olan davranışsal kurumsal finans ekseninde araştırmaktır. Bu amaç doğrultusunda konu “irrasyonel yönetici-rasyonel yatırımcı” ve “irrasyonel yatırımcı-rasyonel yönetici” yaklaşımları çerçevesinde incelenmiştir. Çalışma işletme çıkar grupları açısından büyük önem taşıyan kar payı dağıtım kararlarını davranışsal açıdan inceleyen ilk çalışma olması özelliğine sahiptir. Kar payı dağıtım kararları üzerinde irrasyonel yönetici yaklaşımı çerçevesinde sürü davranışı ve aşırı güven önyargılarının; irrasyonel yatırımcı yaklaşımı çerçevesinde catering teorisinin geçerliliğinin tespiti ile birlikte literatüre önemli katkı sağlanması amaçlanan bu çalışma beş bölümden oluşmaktadır.

Birinci bölümde geleneksel finanstan davranışsal finansa giden sürecin ortaya konulması amacıyla, geleneksel finansın temel varsayımları ve eleştirileri incelenmiştir. Bunun için öncelikle geleneksel finans kapsamında etkin piyasalar hipotezi ve Finansal Varlık Fiyatlandırma Modeline ve bunlara yapılan eleştirilere yer verilmiştir. Ardından davranışsal finansın ortaya çıkmasında önemli etkilere sahip anomaliler ve sınırlı arbitraj konusu irdelenmiştir. Daha sonra ise geleneksel yaklaşımın varsayımlarına dayanan fayda yaklaşımına, beklenti yaklaşımının fayda yaklaşımına eleştirilerine ve davranışsal finansın teorik alt yapısının oluşmasında önemli paya sahip olan beklenti yaklaşımına yer verilmiştir.

İkinci bölümde davranışsal finansın tanımına, bileşenlerine ve dayandırıldığı psikolojik ve duygusal temellere yer verilmiştir. Bu kapsamda rasyonel olmayan davranışlara sebep olan hevristikler açıklanmıştır. Ardından zihinsel yapıların neden olduğu bilişsel önyargılar ve duygusal ve sosyal faktörlere yer verilmiştir. Bu bölümde davranışsal önyargılar ortaya çıkış şekilleri ve yatırımcıları etkileme yönleriyle ayrı ayrı olarak incelenmiştir.

Çalışmanın üçüncü ve dördüncü bölümleri çalışmanın temel konusunu oluşturmaktadır. Üçüncü bölümde davranışsal kurumsal finansın teorik dayanaklarını oluşturan “rasyonel yönetici-irrasyonel yatırımcı yaklaşımı” ve “irrasyonel yönetici-rasyonel yatırımcı yaklaşımı”na yer verilmiştir. Birinci yaklaşım piyasa zamanlaması ve catering teorisi çerçevesinde ele alınırken, ikinci yaklaşım yöneticilerin davranışsal önyargıları çerçevesinde ele alınmıştır. Daha sonra ise yöneticilerin sürü davranışı, aşırı

güven, belirsizlikten kaçınma ve çıpalama önyargıları ile sermaye yapısı kararları, nakit tutma ve diğer kurumsal finansal kararları arasındaki ilişki incelenmiştir. Bu bölümde yöneticiler açısından kurumsal finansal kararlara ilişkin davranışsal önyargılar konusunda finans literatürü göz önünde bulundurularak davranışsal önyargılar incelenmiştir. Bölüm içerisinde çalışmanın temel konularını oluşturması bakımından yöneticilerin sürü davranışı ve aşırı güven davranışı göstermelerinin nedenleri detaylı bir şekilde irdelenmeye çalışılmıştır.

Dördüncü bölümde çalışmanın temel konusu olan kar payı dağıtım kararlarında davranışsal yaklaşımlar incelenmiştir. Bunun için öncelikle yöneticilerin kar payı dağıtım kararlarının nedenlerini çeşitli varsayımlarla ortaya koymaya çalışan geleneksel yaklaşımlara yer verilmiştir. Daha sonra ise kar payı dağıtım kararları üzerinde etkili olabilecek davranışsal önyargılara değinilmiş ve literatür değerlendirmesi sunularak bölüm sonlandırılmıştır.

Beşinci bölümde, Türkiye’de payları Borsa İstanbul’da işlem gören imalat sanayii firma yöneticilerinin nakit kar payı dağıtım kararlarının davranışsal kurumsal finans ekseninde değerlendirilmesi amacıyla gerçekleştirilen analizler yer almıştır. Söz konusu amaç doğrultusunda, İki Aşamalı En Küçük Kareler ve Panel Lojistik Regresyon analizi yöntemleri kullanılmıştır. Bu bölümde araştırmanın konusu, önemi, amacı ve kapsamı belirtildikten sonra çalışmanın kısıtları açıklanmıştır. Daha sonra ise araştırmanın ekonometrik modelleri, veri seti, analizi ve bulgularına yer verilmiştir. Analiz kapsamında kullanılan değişkenler detaylı bir şekilde açıklanmış, araç değişken için dört faktörlü varlık fiyatlandırma modeline ilişkin portföylerin oluşturulması ve beklenen getirilerin hesaplanmasına ilişkin süreç detaylı bir şekilde anlatılmıştır. Daha sonra analizlerde elde edilen ampirik bulgulara yer verilmiştir.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### 1. DAVRANIŞSAL FİNANS'TAN DAVRANIŞSAL KURUMSAL FİNANS'A GİDEN SÜREÇ: GELENEKSEL YAKLAŞIMLAR VE ELEŞTİRİLERİ

Finans dünyasında mevcut kabul gören teoriler, geleneksel finans teorileridir. Geleneksel finans, temel olarak modern portföy teorisi ve etkin piyasalar hipotezine (EPH) dayanmaktadır. 1952 yılında Harry Markowitz'in ortaya koyduğu modern portföy teorisi pay veya portföyün beklenen getirisi, standart sapması ve bunların portföyde yer alan diğer paylar ve yatırım fonları ile korelasyonlarını değerlendirmektedir. Bu üçlü konseptle, herhangi bir grup pay ve tahvile etkin bir portföy oluşturulabilir. Etkin portföy belirli bir risk düzeyinde beklenen getirisi maksimum veya belirli bir beklenen getiri düzeyinde riski minimum olan portföy demektir (Ricciardi ve Simon, 2000: 12).

Geleneksel finansın bir diğer ana konusu etkin piyasalar hipotezidir. Etkin piyasalar hipotezi menkul kıymetlerin fiyatının veya piyasa değerinin piyasadaki mevcut tüm bilgileri yansıttığını ve mevcut fiyatı olan günlük işlem fiyatının onun gerçeğe uygun değeri olduğunu ileri sürmektedir. Bunun yanında, menkul kıymetler gerçeğe uygun değerleriyle işlem gördüklerinden dolayı, yatırımcıların ve portföy yöneticilerinin piyasayı yenerek aşırı getiri sağlayamayacakları savı zamanla önemli bir tartışma konusu olmuştur. Bu önermeler ve geleneksel teorilerin başarılarıyla birlikte, geleneksel finansa alternatif bir teori olarak, davranışsal finans ortaya çıkmaya başlamıştır (Ricciardi ve Simon, 2000: 12).

Davranışsal finans, geleneksel finansı içerecek şekilde, finansa ilişkin teori, bulgu ve uygulamalar arasında bir köprü işlevi görmekte ve finansın sağlam yapısıyla birlikte temellenmektedir. Davranışsal finans geleneksel finanstaki "rasyonel insan" kavramı yerine "normal insan" kavramını koymaktadır. Bunun yanında, modern portföy teorisi yerine davranışsal portföy teorisini; beklenen getirinin yalnızca risk ile açıklandığı Finansal Varlık Fiyatlandırma Modeli (FVFM) yerine davranışsal varlık fiyatlandırma modelini koymaktadır. Davranışsal finans, etkin piyasalar hipotezini rasyonel piyasalardan

ayırmaktadır. Ayrıca, davranışsal finans, finans alanını genişletmekte ve bu genişlemeyi portföy, varlık fiyatlandırma modeli ve etkin piyasaların ötesinde geleneksel finansın bilimsel titizliğine bağlı kalarak devam ettirmektedir (Statman, 2014: 65).

Davranışsal finans, “firma değeri”ne dayalı yönetim uygulamalarıyla şekillenen geleneksel finansın psikodinamik etmenlerle çatıştığını belirterek, bu etmenlerin karar alıcıların rasyonel davranışlarını engellediğini ileri sürmektedir. Davranışsal finans bu anlamda, davranışsal kurumsal finansın uygulamaları açısından önemli önermelere dayanmaktadır (Shefrin, 2001: 2).

Kurumsal finansa ilişkin geleneksel yaklaşımlar firma değerine odaklı yönetim uygulamaları etrafında şekillenen rasyonel davranış, FVFM ve EPH konularına dayanmaktadır. Davranışsal kurumsal finans ise yöneticilerin ve yatırımcıların irrasyonel davranmalarına neden olabilecek psikolojik faktörlerin bu üç geleneksel paradigma ile çatıştığını ileri sürmektedir. Benzer şekilde, davranışsal kurumsal finans, karar alıcıların sermaye yapısı, kar dağıtımı ve yatırım kararları gibi finansal yönetim alanına giren konularda davranışsal önyargılarla hareket ettiklerini ileri sürmektedir. Yani davranışsal önyargılar yöneticilerin rasyonel karar almalarını engellemekte, varlık risk primleri tam olarak varlık betası ile belirlenmemekte ve piyasa fiyatları gerçek değerinden sapmaktadır (Shefrin, 2001: 2).

Davranışsal kurumsal finans yaklaşımı tüm bu varsayımlarla birlikte Baker ve diğerleri (2007)’nin “irrasyonel yatırımcı” ve “irrasyonel yönetici” yaklaşımları çerçevesinde şekillenmektedir. Bu yaklaşımlardan biri yöneticilerin rasyonel davrandığını; diğeri yatırımcıların rasyonel davrandığını varsaymaktadır. Yani bu yaklaşımlarda yatırımcılar ve yöneticiler aynı anda rasyonel davranmamaktadırlar. Davranışsal kurumsal finans, yöneticilerin kurumsal finansal kararlarda davranışsal önyargılarla hareket ettiğini ve bu önyargıların firma değeri üzerinde önemli etkileri olacağını ileri sürmektedir.

## 1.1. Finansal Piyasalardan Rasyonel Beklentiler: Etkin Piyasalar Hipotezi ve Eleştiriler

EPH'ye ilişkin ilk çalışmalar 1900'lü yılların başında yapılmıştır. EPH'nin gelişimine önemli katkılar sağlayan çalışmasında Cowless (1944), piyasada yatırım konusunda uzman kuruluşların piyasa tahmin başarılarını değerlendirmiş ve başarılı olmadıkları sonucunu elde etmiştir. Kendall (1953) ise pay ve emtia fiyat hareketlerini incelemiş ve fiyat serilerinin zamansal olarak birbirinden bağımsız hareket ettiklerini ve belirli kalıplar sergilemediğini tespit etmiştir. Kendall'ın bu çalışması aynı zamanda rassal yürüyüş teorisinin de temelini oluşturmuştur. Diğer bir çalışmada Samuelson (1965) geleceğe ilişkin tahminleri, "bugünün en iyi öngörüsü bugün yapılan tahmindir" şeklinde değerlendirmiştir. EPH'nin gelişimine ilişkin bu çalışmaları Fama (1965)'nin çalışması takip etmiştir. Fama (1965) 1958-1962 dönemi için Dow Jones Endüstriyel ortalama da yer alan payların günlük fiyat değişimleri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Fakat çalışmada günlük fiyat değişimleri arasında önemli sayılacak bir ilişki elde edememiştir. EPH'nin gelişimi Fama (1970)'nin çalışmasıyla boyut kazanmıştır. Fama, EPH'nin test edilebilirliği ve detaylarının belirlendiği bu önemli çalışmada, piyasadaki mevcut bilgilerin pay fiyatlarına tam olarak ve anında yansıdığı ifade etmiştir (Fama, 1970: 383-417).

Fama (1970) piyasa etkinliğini, fiyatların bilgiyi yansıtma özelliği açısından üç değişik şekilde ifade etmiştir (Fama, 1970: 383):

- Zayıf formda piyasa etkinliği
- Yarı güçlü formda piyasa etkinliği
- Güçlü formda piyasa etkinliği

Zayıf formda piyasa etkinliği, pay fiyatlarının zamansal olarak birbirinden bağımsız hareket ettiğini ve geçmiş ve gelecekteki fiyatlar arasında bir ilişki olmadığını kabul etmektedir. Zayıf formda piyasa etkinliğinde, payın fiyatı ve işlem hacmi gibi piyasa verileri bilgi olarak dikkate alınmaktadır. Türkiye gibi sermaye piyasaları gelişmekte olan piyasalarda, zayıf formda piyasa etkinliğinden söz edilebilir (Dağlı, 2012: 290-292). Zayıf formda piyasa etkinliği rassal yürüyüş teorisine karşılık gelmektedir.

Rassal yürüyüş modeline göre, geçmiş fiyat serileri gelecekteki fiyat serileri hakkında bilgi edinmede kullanılamaz. Yani yarınki fiyat değişimleri yalnızca yarın gelecek olan bilgileri yansıtacaktır. Yarınki fiyatlar bugünkü fiyat değişimlerinden bağımsızdır. Bilgiler önceden tahmin edilemeyeceği için fiyatlardaki değişimler de önceden tahmin edilemez, yani rassaldır. Sonuç olarak, eğer fiyatlar mevcut tüm bilgileri yansıtıyorsa ve bilgi sahibi olmayan yatırımcılar piyasadaki fiyat tablolarına bakarak portföylerini oluşturuyorlarsa en az uzmanlar kadar iyi getiri sağlayacaklardır (Malkiel, 2003: 4).

Yarı güçlü formda piyasa etkinliği, payların cari piyasa fiyatına kamuya duyurulmuş tüm bilgilerin yansıdığını kabul etmektedir. Piyasa verileri ile birlikte pay başına gelir, temettü, sermaye artırımları, muhasebe sistemindeki değişiklikler ve finansal güçlükler gibi kamuya duyurulan tüm bilgiler pay fiyatına hızla yansımaktadır. Amerika Birleşik Devletleri (ABD) gibi gelişmiş pay piyasalarında yarı güçlü formda piyasa etkinliğinden söz edilebilir (Dağlı, 2012: 291-292).

Güçlü formda piyasa etkinliği, kamuya duyurulmuş veya duyurulmamış tüm bilgilerin pay fiyatlarına yansıdığını ileri sürmektedir. Güçlü formda piyasa etkinliğinde içeriden öğrenenlerin ticareti yapılarak, yani şirket içi özel bilgilerle yatırım yaparak kazanç sağlamak mümkün değildir. Çünkü özel bilgiler de öğrenildikleri andan itibaren fiyatlara yansımaktadır. Güçlü formda piyasa etkinliği ulaşılmak istenmesine rağmen gerçek hayattan uzak bir “ideal” olarak kabul edilebilir (Dağlı, 2012: 291-292).

Shleifer (2000)’e göre EPH, rasyonel yatırımcılarla birlikte rekabet piyasalarındaki dengenin ilk ve en önemli sonucudur. Fakat şunu önemle belirtmek gerekir ki, yatırımcıların hepsi rasyonel olmadığında da etkinlik tamamen sona ermemektedir. Çünkü rasyonel olmayan yatırımcılar rassal olarak yatırım yapmaktadır. Bu tür yatırımcıların fazla olması durumunda yaptıkları alım satımlar birbirini karşılamaktadır. Bu anlamda EPH teorik olarak etkinliği zamanla azalan üç temel varsayıma dayanmaktadır (Schleifer, 2000:1816):

- Yatırımcılar rasyoneldir ve varlıkları rasyonel bir şekilde değerlendirdikleri kabul edilmektedir.



- Yatırımcılar rasyonel olmadığı kadarıyla, alım satım işlemleri rassaldır ve fiyatları etkilemeyerek birbirlerini dengelemektedirler.
- Yatırımcılar irrasyonel olduğu kadarıyla, piyasada birbirlerinin fiyatlar üzerindeki etkisini ortadan kaldıracak arbitrajcılar ile karşılaşmaktadırlar.

Yatırımcılar rasyonel olduğu zaman her bir payı riske göre iskonto edilmiş gelecekteki nakit akışlarının şimdiki değeri ile değerlemektedirler. Yatırımcılar payların temel değerine ilişkin birtakım bilgiler edindiklerinde, yeni bilgiye hemen tepki vermektedirler. Sonuç olarak, menkul kıymet fiyatları elde edilebilen tüm bilgileri anında yansıtmakta ve yeni net nakit akışlarına göre fiyatlar kendini hemen düzeltmektedir (Schleifer, 2000: 1816).

Bu sonuca göre, etkinliğin üst düzeyde olduğu piyasalarda, mevcut bilgiler pay fiyatlarına anında yansıdığı için yatırımcılar mevcut bilgilerle normalüstü getiri sağlayamayacaklardır. Çünkü mevcut bilgiler payların cari piyasa fiyatına zaten yansımıştır. Bunun yanında bazı bilgilerin elde edilmesi ile piyasa fiyatına yansımaları arasında bir zaman farkı söz konusu olursa piyasa etkinlikten uzaklaşır. Zaten gerçek hayatta tam etkin bir piyasadan bahsetmek mümkün değildir (Dağlı, 2012: 290).

EPH'ye yönelik eleştiriler, hipotezin rasyonel insan varsayımı, fiyatların mevcut bilgileri tam olarak yansıtması ve bilginin aynı anda ve eşit bir şekilde herkese yansımaları noktasında yoğunlaşmaktadır. Buna göre yatırımcılar her zaman rasyonel kararlar veremeyeceğinden, varlıkların değerini beklenen fayda teorisi kapsamında belirlemek mümkün olamayacaktır. Bu nedenle, bilgiler fiyatlara tam olarak yansımaz (Sefil ve Çilingiroğlu, 2011: 251).

## **1.2. Finansal Varlık Fiyatlandırma Modelindeki Gelişmeler ve Davranışsal Varlık Fiyatlandırma Modeli**

Modern portföy teorisinin gelişiminde, portföy seçim problemi için Harry Markowitz (1952)'in önerdiği ortalama varyans modeli önemli rol oynamıştır. Markowitz'in modeli çok sayıda menkul kıymet içeren bir portföyün risk ve getirisi arasındaki ilişkiye yoğunlaşmaktadır. Markowitz modeline göre yatırımcılar belirli bir

beklenen getiri düzeyinde portföy getirisinin riskini minimum kılacak veya belirli bir risk düzeyinde beklenen getiriye maksimum kılacak etkin portföyleri seçmektedirler. Etkin portföyleri birleştiren çizgiye etkin sınır denilmektedir. Rasyonel yatırımcılar etkin sınır üzerindeki portföyleri tercih edeceklerdir. Markowitz'in teorisine göre yatırımcılar riskten kaçınırlar ve bir taraftan risklerini düşürmeye çalışırken; diğer taraftan getirilerini arttırmaya çalışırlar. Markowitz'in modeli Sharpe'ın geliştirdiği tekli endeks modeli ile daha uygulamaya yönelik hale getirilmiştir. Sharpe'ın tekli endeks modelinden sonra Sharpe (1964), Lintner (1965) ve Mossin (1966) birbirinden bağımsız olarak yaptıkları çalışmalarda, tasarruf sahiplerinin tamamının modern portföy çerçevesinde menkul kıymetlere ve özellikle paylara yatırım yapmaları halinde fiyatların nasıl değişeceğini incelemiştir.

Markowitz'in portföy teorisi, rasyonel yatırımcıların etkin portföyleri nasıl oluşturduklarını ortaya koymaktadır. Sermaye piyasası teorisi de Markowitz'in ortaya koyduğu portföy teorisini temel almakta ve çerçeveyi daha da genişleterek tüm riskli varlıkların fiyatlandırılmasına yönelik bir modeli ortaya koymaktadır. Yani sermaye piyasası teorisi yatırımcıların portföy teorisinde belirtildiği şekilde davranmaları halinde etkin varlıkların nasıl fiyatlanacağını açıklamaktadır (Karabıyık ve Anbar, 2010: 293).

Sermaye piyasası teorisi, kişilerin servetleri, tercihleri ve öngörülleri tarafından belirlenen denge fiyatları ve denge şartları ile ilgilenmektedir. Sermaye piyasası teorisi kapsamında dengede olan bir piyasada, etkin portföyler için beklenen getiri ve risk arasındaki ilişkiyi temsil eden doğruya Sermaye Piyasası Doğrusu (SPD) denir. SPD, piyasa portföyü ve risksiz faiz oranı üzerinden borç alma ve borç verme olanağının sağladığı alternatif risk ve beklenen getiri oranı bileşimlerinden oluşmaktadır. SPD'nin eğimi ise beklenen getiri ve risk arasındaki değişimi göstermektedir. Faydalarını maksimize etmek isteyen yatırımcılar riskten kaçınmakta ve yalnızca piyasa portföyü ve risksiz varlıktan oluşan etkin portföylere yatırım yapmaktadırlar. Etkin portföyler için beklenen getiri, portföyün standart sapması ile doğru orantılı bir ilişkiye sahiptir. Fakat SPD altında kalan, etkin olmayan portföyler için böyle bir ilişki söz konusu olamamaktadır. Bu anlamda hem etkin olmayan portföyler hem de tek bir menkul kıymet için beklenen getiri ve risk ilişkisinin ortaya konulması FVFM ile mümkün olmaktadır. Burada FVFM SPD'dan hareketle ortaya çıkmıştır. FVFM herhangi bir menkul kıymetin

beklenen getirisi ve riski arasındaki ilişkiyi göstermektedir (Karabıyık ve Anbar, 2010: 293-301).

FVFM varsayımları şunlardır (Reilly ve Brown, 2008: 279):

- Tüm yatırımcılar homojen beklentilere sahiptirler. Yatırımcılar benzer getiri dağılımı olasılığı beklemektedirler.
- Tüm yatırımcılar Markowitz'in portföy çeşitlendirmesi çalışmasına dayalı optimal portföye yatırım yapmak isterler.
- Yatırımcılar risksiz faiz oranı üzerinden istedikleri kadar borç alıp verebilirler.
- Tüm yatırımcılar aynı yatırım ufkuna sahiptirler.
- Tüm varlıklar bölünebilirdir.
- Vergi ve işlem maliyetleri yoktur.
- Enflasyon ve faiz oranı değişimi yoktur veya enflasyon tam olarak öngörülebilirdir.
- Sermaye piyasaları etkindir ve dengededir.

Yukarıda bahsedilen varsayımların birçoğu gerçeği yansıtmamaktadır. Fakat burada önemli olan modelin gerçekçiliğinden ziyade, risk ve getiri arasında uygun bir denge oluşturulmasını sağlamaktır. Neticede model bu ilişkiyi açıklamada başarılı ise modelin türetilmesi için kullanılan varsayımların gerçekçiliği önem arz etmez. FVFM bu varsayımlardan dolayı eleştirilere maruz kalmakla birlikte; literatürde bu varsayımların modelin mantığına zarar vermeyecek şekilde yumuşatılarak uygulandığı görülmektedir (Dağlı, 2012: 346-347). Literatürde FVFM'yi test etmeye yönelik geliştirilen ampirik çalışmaların genel olarak modeli desteklediği; fakat elde edilen sonuçların yeni modellerin ortaya çıkmasına sebep olduğu görülmektedir (Dağlı ve Bank, 2013: 202). FVFM'nde bir menkul kıymetin getirisinin piyasa portföyü getirisi ve riskine bağlı olarak açıklanması, Arbitraj Fiyatlama Teorisi (AFT)'nin geliştirilmesine neden olmuştur.

AFT, Stephen Ross (1976) tarafından türetilen ve varlıkların getirisini birden fazla sistematik risk unsuru ile ilişkilendiren bir modeldir. Arbitraj, bir malın aynı zamanda farklı piyasalarda oluşan fiyat farklılıklarından kazanç sağlamak amacıyla, fiyatının düşük olduğu yerden satın alınıp, fiyatının yüksek olduğu yerde satılmasıdır. AFT, FVFM'ye

nazaran daha az kısıtlayıcı özelliklere sahip bir modeldir. Bu işlemi gerçekleştiren kişilere arbitrajcı denilmektedir. Piyasada fiyatlar dengeye gelene kadar arbitraj işlemi devam eder. AFT, arbitraj işlemleri ile piyasada rasyonel bir denge oluştuğunu varsaymaktadır. AFT, çok sayıda menkul kıymetle birlikte iyi bir çeşitlendirme oluşturulabileceğini ve beklenen getiri-beta ilişkisinin oluşturulmasının mümkün olacağını ifade etmektedir (Karabıyık ve Anbar, 2010: 324). FVFM, finansal varlıkların beklenen getirisini piyasa portföyü ile ilişkilendirmektedir. AFT’de ise öngörüler piyasa portföyü ile ilişkili olmak zorunda değildir. FVFM doğrusal bir model olmakla birlikte varlığın getirisini piyasa portföyünün getirisiyle açıklamaya çalışır. AFT ise yine doğrusal bir modeldir; fakat yatırımın getirisini birden fazla faktörle ilişkilendirmektedir. AFT az sayıda varsayıma dayanmaktadır (Karan, 2004: 251).

AFT’nin varsayımları şunlardır (Ross, 1976: 341-360):

- Sermaye piyasaları tam rekabet altındadır.
- Yatırımcılar aynı risk seviyesinde yüksek kazancı düşük kazançta tercih ederler.
- Finansal varlıkların beklenen getirilerinin nasıl gerçekleştiğini ortaya koyan stokastik süreç, faktör modeli ile gösterilebilir.

AFT modelinde menkul kıymet getirisi enflasyon, para arzı, reel faiz oranı, tüketim düzeyi, ödemeler dengesi, döviz kurları gibi birçok ekonomik faktör tarafından belirlenmektedir. Fakat model hangi faktörlerin kullanılacağına, faktör sayısına ve varlık getirilerinin bu faktörlere duyarlılığına ilişkin bilgi vermemektedir (Karabıyık ve Anbar, 2010: 325-326).

Hirshleifer (2001)’e göre varlık fiyatlandırma modelinin görevi, etkin piyasalar hipotezine karşın, beklenen getirilerin risk ve yanlış fiyatlandırma ile ilişkisini incelemektir. Varlık fiyatlandırma modellerindeki en önemli eksiklik ise insanların piyasalara ve varlıklara ilişkin düşüncelerini şekillendirip aktardıkları sosyal bir sürecin var olmayışıdır.

Görüldüğü üzere varlık fiyatlandırma modelleri pay ve tahvil gibi yatırım varlıklarının beklenen getirilerini risk ve likidite gibi özelliklerle ilişkilendirmektedir.

Davranışsal finans bu özelliklerden yola çıkarak “ortalama varyans portföy teorisi” yerine “davranışsal portföy teorisini” ve “finansal varlık fiyatlandırma modeli” yerine “davranışsal varlık fiyatlandırma modeli”ni koymaktadır. Ortalama varyans portföy teorisi, portföylerini beklenen getiri ve risk ile değerlendiren yatırımcılara tavsiyelerde bulunmaktadır. Portföylerini ortalama varyansa göre değerlendiren yatırımcılar riskin, getirilerin standart sapması ile ölçüldüğü durumlarda hiç risk almamakta ve genel olarak riskten kaçınmaktadırlar. Bu yatırımcılar düşük riskle yüksek beklenen getiriye sahip olmak istemektedirler. Davranışsal finans açısından ise yatırımcılar getirilerin standart sapma ile ölçüldüğü durumlarda genellikle risk almaktadırlar. Davranışsal portföy teorisi yatırımcıları, riski amaçlarına ulaşma başarısızlığının olasılığı ile ölçen yatırımcılar olarak tanımlamaktadır (Statman, 2014: 6).

Davranışsal yatırımcılar ortalama portföy teorisinde olduğu gibi riskten kaçınmakla birlikte; getirilerin yüksek standart sapmasından kaçınmamaktadırlar. Davranışsal yatırımcılara göre bu portföyler amaçlarına ulaşmada düşük başarısızlık oranına sahipse düşük riskli portföyler olarak değerlendirilebilirler. Örneğin, davranışsal portföy teorisi yatırımcılar açısından piyango biletlerini şöyle öngörmektedir: Bu yatırımcılar 1\$ ile 100 milyon\$’lık amaca ulaşmayı hedeflemektedirler. Çünkü 100 milyon\$’a 1\$’lık piyango bileti ile ulaşma başarısızlığı olasılığı yüksektir; fakat çeşitlendirilmiş bir portföyle 100 milyon\$’a ulaşma başarısızlığı olasılığından ise daha düşüktür (Statman, 2014: 67-68).

Davranışsal varlık fiyatlandırma modelleri, kullandığı faktörler açısından Ross (1976)’un AFT modeline veya Fama ve French (1993)’in üç faktörlü varlık fiyatlandırma modellerine benzemektedir. Fakat davranışsal varlık fiyatlandırma modelinde “duyarlılık” ve “dışavurumculuk” gibi duygusal tepkiler yer almaktadır. FVFM beklenen getirileri objektif riskin bir fonksiyonu olarak sunmaktadır. Yatırım riskinin objektif risk ölçütü, portföy varyansı gibi yatırımın getirisinin olasılık dağılımına dayanmaktadır. Davranışsal varlık fiyatlandırma modelinde objektif risk veya sübjektif risk yüksek olduğunda beklenen risk yüksek olmaktadır. Sübjektif risk objektif riskten farklıdır. Objektif risk beta ile ölçülürken, sübjektif risk duygusal tepkilerle ölçülmektedir. Objektif risk ve sübjektif risk davranışsal varlık fiyatlandırma modelinde yer almakla birlikte yalnız değildirler. Örneğin, tipik yatırımcıların yüksek beklenen getiri ve düşük riske sahip olduklarını düşündükleri firmaları tercih ettikleri varsayalım. Bununla birlikte piyasada tipik yatırımcıların

tercihlerinin farkında olan ve yatırım kararlarıyla muhalif olarak nitelendirilebilecek arbitrajcılar bulunmaktadır. Arbitrajcılar tipik yatırımcılar tarafından küçümsenen şirketlere yatırım yaparak onların paylarının getirilerinden yararlanmaktadırlar. Tipik yatırımcıların getirileri arbitrajcıların arbitraj fırsatları karşısında kayıtsız kalırsa, duygusal tepkilerden kaynaklanan subjektif riskin varlık fiyatlandırma modelinde rolü yoktur. Fakat arbitraj gerçekleşmez ise, varlık fiyatlandırma modelinde duygusal tepkilerden kaynaklanan subjektif riskin varlığı söz konusu olur. Yüksek subjektif risk negatif duygusal tepkilerle birlikte ortaya çıkarken; düşük subjektif risk pozitif duygusal tepkilerle ortaya çıkmaktadır. Duygusal tepkiler “iyilik” veya “kötülük” duygularının özel vasıflarıdır. Bu bilinç dışında sık sık hızlıca gerçekleşen bir duygudur. Yatırımcılar pozitif duygusal tepkiler içeren varlıkları tercih etmekte ve bu tercihleri ile getirileri baskı altına alarak pozitif yönde getirilerin artmasını sağlamaktadırlar (Statman ve diğerleri, 2008: 1-14).

### **1.3. Anomaliler**

EPH'nin önemli varsayımlarından bir tanesi yatırımcıların normalüstü getiri sağlayamayacak olmalarıdır. Fakat pay fiyatları zaman zaman dalgalanmalar göstererek farklı trendler izleyebilmektedirler. Normalden sapma anlamına gelen bu fiyat değişimlerine anomali denilmektedir (Karan, 2004: 280-281). Anomalilerin herhangi bir teorik dayanağı olmamakla birlikte, tam olarak piyasaların etkin olmamasından mı kaynaklandığı veya FVFM'nin eksikliğinden mi kaynaklandığı belli değildir (Arslantürk Çöllü, 2014: 1). Rasyonel anlamda açıklanması güç olan sermaye piyasası anomalilerinin ispatı için seksenli yılların ortalarından itibaren piyasa kaynaklı geçici heveslere veya moda gönderme yapılmaktadır. Buradaki hareket noktası piyasa katılımcılarının kararlarıyla ekonomik gerçek arasında ilişkinin bulunmamasıdır. Geçici heveslerde piyasa fiyatı ile temel değerler arasındaki fiyat sapmaları sezgisel anlamda akla uygunluğa dayanmaktadır. Bu hevesler ve piyasa balonları ise piyasa katılımcıları arasında yükselen fiyatların irrasyonel artan geçici isteklere sebep olması durumunda benzerdir (Fettahoğlu, 2016: 89).

Gürünlü (2011)'ye göre, davranışsal finans ampirik olarak anomali olarak görülen bulguları etkin piyasalar perspektifinden açıklamaya çalışmaktadır. Anomaliler

yatırımcıların piyasa ortalamasının üzerinde kazançlar elde etmelerini sağlamaktadır. Anomalileri birçok açıdan sınıflandırmak mümkün olmakla birlikte, genel olarak zamana bağlı anomaliler, kesitsel anomaliler, fiyat anomalileri ve spekülasyon iklimine bağlı anomaliler olarak sınıflandırılmaktadırlar.

Zamana bağlı anomaliler, payların getirilerinin herhangi bir zaman diliminde (gün, hafta, ay), diğer dönemlere göre daha iyi veya daha kötü performans gösterip göstermediğini ortaya koymaktadır. Zamana bağlı anomalilerde payların getirilerinin herhangi bir zaman aralığı için ortalamasının üzerinde gerçekleşip gerçekleşmediğini tespit etmek amaçlanmaktadır. Zamana bağlı anomaliler günlere ilişkin anomaliler ve aylara ilişkin anomaliler olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Günlere ilişkin anomaliler haftanın günü veya hafta sonu anomalisi ve gün içi anomalisi şeklinde sınıflandırılmaktadır. Aylara ilişkin anomaliler ise Ocak ayı anomalisi, ay içi anomalisi, ay dönümü anomalisi ve yıl dönümü anomalisi şeklinde sınıflandırılmaktadır (Kıyılar ve Akkaya, 2016: 170-177).

Günlere ilişkin anomaliler, payların haftanın belirli veya bazı günlerinde, diğer günlere kıyasla, düşük veya yüksek farklı getiriler sağlamasını ifade etmektedir. Günlere ilişkin anomaliler etkin piyasalar hipotezinin aksine bazı günlerdeki getiri farklılıklarının istatistiksel olarak tespit edilmesidir. Aynı durumun yılın diğer aylarına kıyasla bazı aylarda tespit edilmesi ise aylara ilişkin anomalileri ifade etmektedir. Aylara ilişkin anomalilerde Ocak ayı anomalisi dikkat çekicidir. Çünkü Ocak aylarında getirilerde önemli farklılıklar tespit edilmiştir (Barak, 2006: 124-135).

Kesitsel anomaliler, FVFM'nin ortaya çıkışıyla birlikte bazı araştırmacıların beta ve getiri arasındaki ilişkiden şüphe duymaya başlamasıyla ortaya çıkmıştır. Kesitsel anomalilere ilişkin yapılan çalışmalarda Fama ve French (1992) 1963-1990 döneminde New York Stock Exchange (NYSE), American Stock Exchange (AMEX) ve National Association of Securities Dealers Automated Quotations (NASDAQ) piyasalarında işlem gören finansal olmayan firmaları ele almışlardır. Fama ve French (1992) Fama ve Macbeth yatay kesit regresyon modelini kullanmışlardır. Araştırmacılar çalışma sonunda beta'nın getirileri açıkladığına dair sonuçlar elde edememişlerdir. Bununla birlikte büyüklük ve Defter değeri/Piyasa değeri (Dd/Pd) oranlarının diğer faktörlere nazaran fazla önemli

olduğunu ve Dd/Pd oranının büyüklük oranına göre getiriler üzerinde daha fazla etkili olduğunu tespit etmişlerdir.

Fama ve French (1993) pay ve tahvil getirileri üzerinde etkili beş ortak risk faktörü tanımlamışlardır. Bu faktörlerden pay piyasasını etkileyen faktörler piyasa faktörü, firma büyüklüğü faktörü ve Dd/Pd faktörüdür. Tahvil piyasasını etkileyen faktörler ise vade ve geri ödememe riskidir. Araştırmacılar beş faktörün payların ve tahvillerin ortalama getirilerini genel olarak açıkladıkları yönünde sonuçlar elde etmişlerdir. Fama ve French (1995) bir diğer çalışmada NYSE, AMEX ve NASDAQ'da 1963-1992 yılları arasında işlem gören payların davranışlarını büyüklük ve Dd/Pd ilişkisi içinde incelemişlerdir. Rasyonel fiyatlandırma ile tutarlı olarak yüksek Dd/Pd'nin düşük kazanç, düşük Dd/Pd'nin yüksek kazanç işaret ettiği belirtilmiştir. Araştırmacılar çalışmada son olarak, getirilerde olduğu gibi kazançlarda da piyasa, büyüklük ve Dd/Pd faktörlerinin etkisi bulunduğunu ifade etmişlerdir. Ayrıca, kazançlardaki piyasa ve büyüklük faktörlerinin getirilerdeki bu faktörleri açıklamaya yardımcı olduğu; fakat çalışmada kazançlardaki ve getirilerdeki Dd/Pd faktörleri arasında ilişki tespit edilemediği belirtilmiştir. Fama ve French (1996)'e göre önceki çalışma payların ortalama getirilerinin büyüklük, fiyat/kazanç, nakit akışı/ fiyat, Dd/Pd, geçmiş satışlardaki büyüme, uzun dönemli geçmiş getiriler ve kısa dönemli geçmiş getiriler gibi firma özellikleri ile ilişkili olduğunu göstermektedir. Araştırmacılara göre ortalama getirilerdeki bu faktörler FVFM tarafından açıklanamamış olduğundan, anomaliler olarak adlandırılmışlardır. Fama ve French (1996) kısa dönemli getiri devamlılığı hariç bu anomalilerin üç faktörlü varlık fiyatlandırma modelinde önemli ölçüde ortadan kalktığını tespit etmişlerdir. Çalışma sonuçlarının, rasyonel olmayan fiyatlandırma ve veri problemleri göz önünde bulundurularak, rasyonel çok dönemli FVFM veya AFT ile tutarlı olduğu belirtilmiştir.

Momentum anomalisi, firma büyüklüğü ve Dd/Pd anomalisinden sonra en önemli anomaliler arasında yer almıştır. Momentum anomalisini inceleyen Jegadeesh ve Titman (1993), kısa dönem için paylardan geçmişte kazandıranların gelecekte de kazandırdığı veya geçmişte kaybettirenlerin gelecekte de kaybettirdiği stratejisine göre oluşturduğu portföylerin, her yılı takip eden dönemde %1 artırı getirisi sağladığını ortaya koymuşlardır. Carhart (1997) ise 1962-1993 döneminde pay yatırım fonları ortalama getirilerini etkileyen faktörleri incelediği çalışmasında Fama-French üç faktör modeline Jegadeesh ve Titman'ın



(1993) Momentum faktörünü eklemiştir. Bu çalışmada ortaya konulan, “kısa dönemde pay fiyatlarının aynı yönde olması durumunda gelecekteki hareketleri de aynı yönde olacaktır” görüşüne “Momentum Teorisi” denilmektedir. Carhart (1997) Momentum faktörünü kullandığı model tahmin sonuçlarına göre bu modelin menkul kıymet getirilerini açıklamada kullanılabileceğini ifade etmiştir.

Firmaya özgü çeşitli değişkenleri bir arada inceleyen Fama ve French (2008) 1963-2005 dönemi için NYSE, AMEX ve NASDAQ paylarını ele almışlardır. Çalışmada firma büyüklüğü, Dd/Pd oranı, momentum, tahakkuk anomalisi, büyüme oranı, net pay ihracı ve karlılık anomalilerini incelemiştir. Çalışmada firma büyüklüğü ve Dd/Pd anomalilerinin etkileri elimine edilerek diğer anomalilerin etkileri daha açık bir şekilde ortaya konulmaya çalışılmıştır. Çalışmada net pay ihracı, tahakkuk anomalisi, momentum, karlılık ve büyüme oranı anomalilerinin getiriler üzerinde etkili oldukları tespit edilmiştir. Benzer anomalileri Türkiye için inceleyen çalışmada Arslantürk Çöllü (2014) Temmuz 2001- Haziran 2012 dönemi için kesitsel anomalilerin Borsa İstanbul’daki varlığını araştırmıştır. Çalışmada hem sınıflandırma yaklaşımı hem de Fama ve MacBeth regresyon analizi yöntemi uygulanmıştır. Sınıflandırma yaklaşımı sonucunda momentum, Dd/Pd, firma büyüklüğü ve karlılık anomalilerinin görüldüğü, buna karşın tahakkuk ve büyüme anomalisinin görülmediği tespit edilmiştir. Elde edilen diğer bulgularda regresyon analizi sonuçlarının sınıflandırma yaklaşımını desteklediği ve en iyi açıklayıcılığa sahip anomalinin momentum anomalisi olduğu tespit edilmiştir.

Bir diğer anomali türü olan fiyat anomalileri, yatırımcıların bazı bilgilere düşük bazı bilgilere ise aşırı reaksiyon göstermesidir. Barberis ve diğerleri (1998)’ne göre yatırımcılar bazı haberlere ve edindikleri bilgilere 1-12 aylık dönemde düşük reaksiyon göstermektedirler. Bu durumda yeni bilgiler ve haberler pay fiyatlarına normalden yavaş etki etmekte ve olumlu bir otokorelasyona neden olmaktadır. Bazı yatırımcılar ise 3 ile 5 yıllık bir dönemde benzer haberlere aşırı tepki göstermekte ve aşırı reaksiyon anomalisine neden olmaktadır. Bu aşırı tepki iyi haberlere sahip payların uzun vadede yüksek değerlenmesine neden olmaktadır. Fakat devam eden dönemlerde bu anomali ortalama karları düşürmektedir.

Sonuç olarak geleneksel finans, FVFM ve EPH'ye dayalı olarak yatırımcıların nasıl davranması gerektiği ile ilgilenmektedir. Fakat görüldüğü üzere bazen yatırım davranışlarını geleneksel finansın önermeleri dışında kalan ve EPH'den sapmaya neden olan anomaliler şekillendirmektedir. Öyle ki, piyasada gözlemlenebilen aşırı tepki, düşük tepki, aşırı volatilité gibi birçok piyasa anomalisinin, yatırımcıların aşırı güven önyargısı, mevcudiyet hevristiği, doğrulama önyargısı, sürü davranışı ve yatınlık etkisi gibi davranışsal önyargıların etkisiyle ortaya çıktığını söylemek mümkündür. Bu noktada davranışsal finans, davranışsal önyargılarla ve duygusal faktörlerle finansı birlikte ele alarak yatırımcıların ve yöneticilerin davranışlarındaki anomalilerin anlaşılmasını sağlamaktadır (Fairchild, 2007: 2).

#### **1.4. Sınırlı Arbitraj**

Yöneticilerin rasyonel olduğu ve uyumsuzlukların olmadığı geleneksel yapıda menkul kıymetlerin fiyatları gerçek değerlerine eşittir. Beklenen gelecekteki nakit akışlarının iskonto edilmiş hali ise beklentilerin şekillendiği, yatırımcıların elde edilebilir tüm bilgileri doğru değerlendirdikleri ve iskonto oranının tercih edilebilir olduğu yerdedir. Gerçekleşen getiriler gerçek değeri yansıtır hipotezi etkin piyasalar hipotezidir. Bu hipotez yöneticilerin varlıkları doğru fiyatlandırdığını kabul etmektedir. Etkin piyasalarda riske göre düzeltilmiş normalüstü getiri kazandırabilecek yatırım stratejisi yoktur. Davranışsal finans ise bu noktada etkin piyasalar hipotezinin aksine, varlıkların rasyonel olmayan yatırımcılar sayesinde temel değerlerinden sapma gösterebileceklerini ileri sürmektedir (Barberis ve Thaler, 2003: 1054). Davranışsal finansın temel dayanağı, arbitrajın risk taşıdığı ve sınırlı olduğudur. Çünkü arbitrajın etkin olması varlıkların ikamesine bağlıdır. Arbitrajcılar riski ortadan kaldırmak için fiyatı gerçek değerinin üzerinde olan payları satmakta ve bunların yerine ikame edilebilecek ucuz payları satın almaktadırlar. Birçok durumda, özellikle de menkul kıymet portföyleri söz konusu ise bu mümkün değildir ve arbitraj fiyatlarının belirlenmesine yardımcı olamamaktadır (Gürünlü, 2011: 43).

Rasyonel yatırımcılar finansal piyasalardaki fırsatları değerlendirirken irrasyonel davranışların etkisinde kalabilmektedirler. İrrasyonel yatırımcıların tutumlarının varlık fiyatlarını etkilediği görüşü riske neden olmaktadır. Bu risk, arbitrajcılarının kazanç sağlamaya çalışan irrasyonel yatırımcılara karşı pozisyon alma isteklerinin önüne

geçmektedir. Neticede gerçek riskin yokluğunda fiyatlar hızla temel değerlerinden sapmaktadır. Ayrıca, kendi kendilerinin oluşturduğu aşırı risk irrasyonel yatırımcıların rasyonel yatırımcılardan daha fazla beklenen getiri elde etmelerini sağlamaktadır (De Long ve diğerleri, 1990: 703).

Arbitrajcıların karşılaşılabilecekleri riskler üçe ayrılmaktadır. Bunlar temel risk, söylenti taciri riski ve uygulama maliyetleri riskidir (Barberis ve Thaler, 2003: 1061). Temel risk piyasa etkinliğinin bozulmasına bağlı olarak fiyatların gerçek değerinden sapmasıdır. Bir diğer anlatımla temel risk, bir menkul kıymetin alınmasını takiben piyasaya gelen yeni olumsuz bilgilerin neden olduğu risktir (Kıyılar ve Akkaya, 2016: 123). Eğer bir pay değerinin yerine ikame edilebiliyorsa, temel risk hedge edilmiş olur ve temel riske ilişkin haber her iki payı eşit şekilde etkilemelidir. Yani paylardan herhangi birini fiyatlarının düşeceği beklentisiyle satmak kolay olacağından önemli bir uygulama maliyeti söz konusu olmayacaktır. Bu durumda kalan tek risk söylenti taciri riski veya diğer adıyla bilinçsiz yatırımcı riskidir. Yatırımcı duyarlılığı, paylardan birinin diğerine nazaran düşük değerlenmesine yol açtığından bu durum, kısa dönemde söz konusu payın daha fazla değer kaybetmesine sebep olabilmektedir. Yanlış fiyatlandırılmış bir pay değerinin yerine tam olarak ikame edilebiliyorsa arbitraj sınırlı olacaktır (Barberis ve Thaler, 2003: 1060-1061). Barberis ve Thaler (2003)'e göre arbitraj aşağıdaki durumlarda sınırlı olmaktadır:

- Sınırlı arbitraj, eğer arbitrajcılar riskten kaçınırsa ve kısa dönemli yatırım ufkuна sahipse,
- Söylenti taciri riski sistematikse veya arbitraj özel bir yetenek gerektiriyorsa,
- Arbitraj fırsatlarını öğrenmenin ve uygulamanın maliyetleri yüksekse gerçekleşmektedir.

Sınırlı arbitraja Royal Dutch ve Shell Transport ortaklık yapısında yaşananlar iyi bir kanıttır. 1907 yılında tamamen bağımsız iki şirket olan Royal Dutch ve Shell Transport ortaklık yapılarını 60: 40 oranında birleştirmişler; fakat farklı iki kuruluş olarak faaliyet göstermeye karar vermişlerdir. Payları Amerika'da ve Hollanda'da işlem gören Royal Dutch, iki şirketin toplam nakit akımlarının %60'ı oranında ve daha önce İngiltere'de işlem gören Shell ise %40'ı oranında hak sahibi olarak belirlenmiştir. Fiyatların temel

değere eşit olduğu kabul edildiğinde, bu birleşmede Royal Dutch paylarının piyasa fiyatının Shell'in piyasa fiyatının 1,5 katı olması gerekmektedir. Fakat durum bu şekilde gelişmemiştir. Froot ve Dabora (1999)'nın analizine göre elde edilen sonuçlar piyasanın etkin olmadığına ilişkin önemli kanıtlar sunmaktadır. Öyle ki Royal Dutch pay fiyatları bazen pariteye nazaran %35 düşük fiyatlanmış ve bazen %15 aşırı fiyatlanmıştır. Yanlış fiyatlandırmanın bu örneği aynı zamanda sınırlı arbitrajın kanıtıdır. Eğer yatırımcı bu durumu kendi lehine kullanmak isterse göreceli olarak düşük değerlenmiş payları satın alacak ve diğerinde kısa pozisyon alacaktır. Eğer bir payın iyi bir ikamesi ise temel riske karşı tedbir alınacaktır. Böylelikle temel risklere ilişkin haberler her iki payı eşit etkileyeceğinden arbitrajcı kayıp yaşamayacaktır (Barberis ve Thaler, 2003: 1059-1060).

Sınırlı arbitraj teorisi özetle, rasyonel olmayan yatırımcıların işlemlerinden dolayı payların gerçek değerinde sapmaya neden olduklarını ve rasyonel yatırımcıların bu konuda yetersiz kaldıklarını ortaya koymaktadır. Sınırlı arbitraj teorisi bu anlamda davranışsal finansın ortaya çıkışı için önemli bir zemin hazırlamıştır. Çünkü davranışsal finasta tartışılan önemli konulardan birisi irrasyonel yatırımcıların fiyatlar üzerindeki etkisidir (Barberis ve Thaler, 2003: 1056-1057).

### **1.5. Beklenen Fayda Teorisi ve Beklenti Teorisi**

Beklenen faydanın riskli alternatifler arasından seçim yapma ve değerlendirme kriteri olduğu fikri 18. yy'ın ikinci yarısına dayanmaktadır. Bu kriterin temel önermelerinin belirlenmesi ise 20. yüzyılın ortalarına dayanmaktadır (Machina ve Viscusi, 2014: 2). Beklenen fayda teorisine ilişkin ilk çalışmalar (Von Neumann ve Morgenstern, 1944; Bernoulli, 1954; Savage, 1954) bu teoriyi tanımlamaya ve aksiyomatik (temel önermelerini belirleme) hale getirmeye yöneliktir. Daha güncel çalışmalar (Allais, 1953; Ellsberg, 1961; Kahneman ve Tversky, 1979) ise aksiyomatik hale getirilen beklenen fayda modelinin sistematik ihlallerini ispatlamayı amaçlamıştır. Birinci grup araştırmacılar, tüketicilerin satın alma kararlarında her zaman mal ve hizmetlerden elde edeceği beklenen faydayı maksimum yapacak kararlar aldıklarını varsaymışlardır. İkinci grup araştırmacılar ise risk, belirsizlik ve diğer faktörleri göz önünde bulundurarak tüketicilerin irrasyonel davranışlar gösterebileceklerini ve bu sebeple beklenen faydası nispeten daha düşük tercihlere yönelebileceklerini kabul etmişlerdir (Şener, 2015: 39-40).

Literatürde beklenen faydaya ilişkin ilk tanımlama Bernoulli (1954) tarafından Petersburg Paradoksu olarak bilinen problemi çözmek amacıyla yapılmıştır. Bernoulli beklenen faydayı, olası kar beklentilerinin faydası, bu beklentilerin gerçekleşebilme olasılıklarının sayısı ile çarpılıp, bulunan sonuç toplam olası durum sayısına bölünmesi ile elde edilen sonuçtur şeklinde tanımlamıştır. Bu faydaya karşılık gelen kar, problemin risk değerine eşit olacaktır (Bernoulli, 1954: 24). Beklenen fayda teoremini ilk ispatlayan ise Von Neumann ve Morgenstern (1944) olmuştur.

Bernoullinin ortaya attığı ve daha sonra Von Neumann ve Morgenstern'in geliştirdiği *beklenen fayda teorisinin* rasyonel insanı tanımladığı bazı aksiyomları vardır. Bunlar tamlık, geçişlilik, bağımsızlık ve sürekliliktir (Von Neumann ve Morgenstern, 1944);

- Tamlık aksiyomu, bireylerin tercihlerini iyi tanımladıklarını ve herhangi iki alternatif arasından bir tercih yapacaklarını ifade etmektedir.
- Geçişlilik aksiyomu, bireylerin kararlarında tamlık aksiyomunun yanında tutarlı davrandıklarını ileri sürmektedir. Buna göre örneğin a ve b'nin iki seçim oldukları varsayıldığında a en az b kadar iyiye ve b de en az c kadar iyiye, sonuç olarak a en az c kadar iyi seçimdir.
- Bağımsızlık aksiyomu, iyi tanımlanmış tercihler içindir. Buna göre bir olaylar kümesinde bir alternatif bir başka alternatifte tercih ediliyorsa, bu alternatiflerin üçüncü bir alternatifle bileşik şekilde yapılması bireylerin tercih sıralamasını değiştirmez. Bağımsızlık aksiyomu en fazla tartışılan aksiyomlardan biridir.
- Süreklilik aksiyomu, tercihlerin bir olasılık dağılımının parçası olduğunu ifade etmektedir. Örneğin, a, b, c gibi üç farklı tercihin  $0 < \alpha < 1$  şeklinde bir olasılığı var ise  $\alpha * a$  ile  $(1 - \alpha) * c$ , elde edilebilecek b ödülü kadar cazip sonuçlardır. O halde a veya c'yi b'den farksız kılan bir  $\alpha$  olasılığı vardır (Abaan, 1998: 127).

Beklenen fayda teorisi şu amaçlara hizmet etmektedir (Schoemaker, 1982: 538-541):

- Beklenen fayda teorisi tanımsal olarak riskli tercihi içeren karar sürecini modellemek için kullanılabilir.

- Beklenen fayda modeli iktisatta ve finansta kestirimci ve pozitivist olarak görülmektedir. Burada önemli olan modelin daha doğru tahminler ortaya koyup koymadığıdır.
- Beklenen fayda teorisi postdiktivdir. Bu bakış açısı ideal insan davranışını en uygun biçimde vurgulayarak mümkün verilerin incelenmesi gerektiğini ileri sürmektedir. Çünkü beklenen fayda teorisi insan davranışlarının uygun koşullarda modellenmesi durumunda idealdir.
- Beklenen fayda teorisi kuralcı veya normatif bir modeldir. Kararları analiz edenler ve yönetim mühendisleri insan davranışlarının tam olarak en uyguna yakın olduğunu varsaymaktadırlar. Eğer öyle ise teori, karar alıcıların zevk ve tercihlerini esas alarak, karmaşık karar alanlarında onlara farklı seçenekler sunulmasına hizmet etmektedir.

Görüldüğü üzere Von Neumann ve Morgentstern'in beklenen fayda teorisinin temelini, beklenen faydanın maksimum kılınması oluşturmaktadır. Leonardo Savage 1954 yılında subjektif fayda teorisini geliştirmiş ve Von Neumann ve Morgenstern'in beklenen fayda teorisine farklı bir boyut kazandırmıştır. Subjektif beklenen fayda teorisi, 1950'li yıllarda önemli düzeyde kabul gören seçim yapma ve değerlendirme kriteri ve bunlara ilişkin önermelerin belirlenmesinin neticesidir (Machina ve Viscusi, 2014: 2-3).

Yapılan araştırmalar beklenen fayda teorisinin varsayımlarında problemler ve eksiklikler olduğunu ortaya koymuştur. Beklenen fayda teorisine göre risk düzeyi ile beklenen getiri arasında doğrusal bir ilişki vardır ve insan yapısı gereği risk almaktan kaçınmaktadır. Riskten kaçınma ve azalan fayda arasında ise doğrusal bir ilişki vardır. Beklenen fayda teorisinde belirsizliğin söz konusu olduğu durumlarda faydanın ölçülmesi sorunu vardır (Kıyılar ve Akkaya, 2016: 140).

Beklenen fayda teorisine ilişkin en önemli eleştiri Kahneman ve Tversky (1979) tarafından getirilmiştir. Kahneman ve Tversky risk altında karar almaya yönelik *beklenti teorisi* adı altında tanımlayıcı bir model öne sürerek risk altında karar almayı beklenti ve bahis sözleşmesi arasındaki seçim olarak ifade etmişlerdir. Beklenti teorisi geleneksel finansın açıklayamadığı bazı konulara psikolojik açıklamalar getirmektedir. Beklenti

teorisi beklenen fayda teorisine karşı matematiksel modeller ve deneylerle temellendirilmiş alternatif bir teoridir (Kıyılar veAkkaya, 2016:140).

Kahneman ve Tversky beklenen fayda teorisini dört noktada eleştirmişlerdir (Abaan, 1998: 218):

- Beklenen fayda teorisi seçimlerin bireylerin başlangıç servetinden bağımsız olduğunu düşünür. Fakat yapılan deneyler seçimlerin birbiriyle ilişkili olduğunu göstermektedir.
- Beklenen fayda teorisi riskten kaçınan bireylerin tercihlerini kesinlikten yana yaptığını kabul etmektedir. Fakat deneyler tercihlerin hallere, onu meydana getiren durumlara ve başlangıç servetine göre belirlendiğini göstermektedir.
- Beklenen fayda teorisi bireylerin ödül ve olasılıklar dahilinde tercihlerini yaptıklarını söylemektedir. Fakat yapılan deneyler sonucunda faydanın servetteki değişimden ziyade tercihler sonrasındaki servet düzeyine göre algılandığı görülmüştür.
- Beklenen fayda teorisi beklenen faydayı objektif olasılıkların doğrusal bir fonksiyonu şeklinde ortaya koymaktadır. Fakat deneylerde beklenen faydanın, objektif olasılıkların doğrusal bir fonksiyonu olmadığı yönünde bulgular elde edilmiştir.

Kahneman ve Tversky (1979)'ye göre beklenen fayda yaklaşımının bahis sözleşmeleri arasından seçim yapmak için kullanılabilmesi beklenti, mal varlığı ve riskten kaçınma şeklinde üç varsayıma dayanmaktadır. Beklenti varsayımına göre toplam fayda, sonuçların beklenen faydalarının toplamına eşittir. Mal varlığı varsayımında, eğer malvarlığı eklenmiş bahis sözleşmesinin beklenen faydası mal varlığının tek başına beklenen faydasından yüksek ise beklenti kabul edilebilirdir. Riskten kaçınma varsayımına göre riskten kaçınan birey, kesin sonucu olan bahis sözleşmesini, beklenen değeri olan herhangi riskli bir bahis sözleşmesine tercih eden kişidir. Riskten kaçınma beklenen fayda teorisine göre fayda fonksiyonunun içbükeylik düzeyidir. Beklenen fayda teorisi olayların sonuçlarını sağladıkları faydayı ağırlıklandırarak değerlendirmektedir. Ayrıca, Kahneman ve Tversky beklenen fayda teorisini sistematik olarak ihlal eden bazı önermeler ileri sürmektedir. Bu önermelerden birisi kesinlik etkisidir. Kesinlik etkisine göre bireyler kesin

olarak algıladıkları sonuçlara, olasılıklar dahilinde gerçekleşecek sonuçlardan daha fazla ağırlık vermektedirler. Allais (1953) tarafından yapılan deneylerde kesinlik etkisi problem 1 ve problem 2 ile açıkça ortaya konulmuştur (Allais 1953'ten aktaran: Kahneman ve Tversky, 1979: 265):

Problem 1 : (N=72)

A : (2.500; 0,33 | 2.400; 0,66 | 0; 0,01) %18

B : (2.400; 1,00) %82

Problem 2 :

C : (2.500; 0,33 | 0, 0,67) %83

D : (2.400; 0,34 | 0, 0,66) %17

Bireylere Problem 1 ve 2'deki seçenekler arasından hangilerini tercih edecekleri sorulmuş ve problem 1'de katılımcıların %82'si kesin olasılıkla 2.400 kazanç sağlayan B seçeneğini, problem 2'de de katılımcıların %83'ü %33 yani daha düşük olasılıkla daha yüksek 2.500 kazanç sağlayan C seçeneğini tercih etmiştir. Her iki örnekte de katılımcıların çoğunluğunun beklenen değerleri düşük olan seçenekleri tercih ederek beklenen fayda teorisini ihlal ettikleri saptanmıştır. Bunun yanında, kesinlik etkisini ihlal eden başka örnekler de vardır:

Problem 3 : (N=95)

A : (6.000; 0,45) %14

B : (3.000; 0,90) %86

Problem 4 :

C : (6.000; 0,001) %73

D : (3.000; 0,002) %27

Problem 3'te bireyler olasılığı daha yüksek (%90) olan B seçeneğini tercih etmişlerdir. Buna karşılık, problem 4'te ise bireyler kazancı yüksek olan (6.000) C seçeneğini tercih etmişlerdir. Kahneman ve Tversky'ye göre piyango gibi düşük olasılıklarda bireyler kazancı yüksek olan seçenekleri tercih etmektedirler. Yukarıdaki problemler beklenen fayda teorisi modeli ile elde edilemeyecek riske ve şansa karşı tutumu göstermektedir (Kahneman ve Tversky, 1979: 265-266).



Kahneman ve Tversky (1979)'nin beklenen fayda teorisine karşın bir diğere eleştirisi yansıma etkisidir. Yukarıdaki problem 3 ve 4 de seçenekler hep pozitif kazanca işaret etmektedirler. İşaretler negatif olduğunda, yani kazançlar kayıplara dönüştüğünde sonuçların değişip değişmeyeceği Tablo 1'de gösterilmiştir.

**Tablo 1: Pozitif ve Negatif Beklentiler Arasındaki Tercihler**

Pozitif Alan	Negatif Alan
Problem 5: $(4.000; 0,80) < (3000) N=95$ (%20) (%80)	Problem 5*: $(4.000; 0,80) > (3000) N=95$ (%92) (%08)
Problem 6: $(4.000; 0,20) > (3000; 0,25) N=95$ (%65) (%35)	Problem 6*: $(4.000; 0,20) < (3000; 0,25) N=95$ (%42) (%58)

**Kaynak:** Kahneman ve Tversky, 1979: 268.

Tablo 1'de problemlerde aynı tutarlı kazançların yerini kayıplar aldığı sıralamanın tam tersine döndüğü görülmüştür. Bu değişim ise yansıma etkisi olarak adlandırılmıştır. Örneğin, Problem 5'de negatif yönde olasılıklar söz konusu olduğunda bireylerin %92'sinin %80 olasılıkla 4.000\$ kaybetmeyi, kesin olasılıkla 3.000\$ kaybetmeye tercih ettikleri görülmektedir. Burada kesinlik etkisi kendisini net bir şekilde göstermektedir. Bireylerin kesin kazançları daha yüksek kazançlara tercih etmesi riskten kaçınma şeklinde ifade edilmektedir. Sonuçlar bireylerin kazancı arzu ettikleri gibi kesinlik arttıkça kayıptan kaçındıklarını göstermektedir. Yansıma etkisi bireylerin pozitif beklentilerde riskten kaçınmayı; negatif beklentilerde ise risk almayı seçtiklerini göstermektedir. Kahneman ve Tversky tarafından beklenen fayda yaklaşımına ilişkin diğere bir eleştiri sigorta satın alma kararlarıyla ilgilidir. Buna göre tutarları küçük veya büyük olabilen kayıplara karşın sigorta hizmetlerinin satın alınmasının yaygınlaşması paranın fayda fonksiyonunun içbükey olduğuna dair güçlü bir kanıttır. Yoksa bireyler beklenen sigorta maliyetinin üzerinde sigorta hizmetlerini satın almak için fazla para harcamazlardı. Fakat paranın fayda fonksiyonunun her yerde içbükey olduğu hipotezi desteklenmemektedir (Kahneman, Tversky, 1979: 269-270).

Paranın fayda fonksiyonunun her yerde içbükey olmamasıyla ilgili bir diğer problem olasılıklı sigorta yaklaşımıdır. Buna göre araştırmacılar deneklere şöyle bir problem sunmuşlardır (Kahneman, Tversky, 1979: 269-270):

Bazı malvarlıklarınızı yangın, hırsızlık ve benzeri konularda sigorta ettirmeyi düşünüyorsunuz. Risk ve primleri değerlendirdiğinizde sigorta satın alıp almamak konusunda kararsız kalıyorsunuz. Bu durumda sigorta şirketi size olasılıklı sigortayı öneriyor. Buna göre siz primlerin %50'sini ödüyorsunuz. Zararın gerçekleşmesi durumunda ise diğer %50'yi ödeme olasılığınız bulunuyor ve sigorta şirketi tüm zararlarınızı karşılıyor. Ayrıca, sigorta primlerinizi geri alma olasılığınız ve kayıplardan mağdur olma olasılığınız da %50'dir. Bu durumda sigorta hizmeti satın alırmısınız?

Deneklerin %80'i sigorta yaptırmamayı tercih ettiklerini belirtmişlerdir. Sonuçlara göre olasılıklı sigorta çoğunluk için çekici olamamıştır. Beklenen fayda teorisine göre olasılıklı sigorta normal sigortaya göre daha üstündür. Bu sonuç ise fayda teorisinin riskten kaçınma hipotezinin şaşırtıcı bir sonucudur. Çünkü olasılıklı sigorta normal sigortadan daha riskli görülmektedir ve sigortalama işlemi olasılık dahilindedir (Kahneman, Tversky, 1979: 269-270).

Kahneman ve Tversky (1979) bir beklentiye bir başka beklentiden ayrıştırmanın farklı yolları olması ve ayrıştırmaya bağlı olarak farklı beklentilerin söz konusu olmasını izolasyon etkisi olarak adlandırmıştır. Örneğin, iki aşamalı bir oyun ele alındığında; birinci aşamada hiçbir şey kazanmadan oyunun sona erme ihtimali 0,75 ve ikinci aşamaya devam etme olasılığı 0,25 olsun. İkinci aşamaya ulaşırsa şöyle bir seçenekle karşılaşılmaktadır: A: (Kazanç: 4000; Olasılık: 0,80) %22 ve B: (Kazanç: 3000; Olasılık: 1,00) %78. Birinci aşamanın sonucu bilinmeden ve oyun başlamadan tercih yapılmalıdır. Bu problemde bireyin yapacağı tercih  $0,25 \times 0,80 = 0,20$  ihtimalle 4.000 \$ kazanmak veya  $0,25 \times 1,00 = 0,25$  ihtimalle 3.000 \$ kazanmak arasındadır. Çalışma sonucu deneklerin çoğunluğu birinci aşamayı eleyerek B seçeneğini seçmişlerdir. B seçeneği gerçekleşme olasılığının kesin olması nedeniyle daha cazip gelmiştir (Kahneman ve Tversky, 1979: 271).

Beklenti teorisinin önemli bulgularından bir diğeri statüko yanlılığıdır. Statüko yanlılığı insanların sahip oldukları olanakları veya statülerini bırakmakta isteksiz

olmalarıdır. Bu konuda yapılan deneysel çalışmalar insanların statükolarını koruma yönünde güçlü bir eğilim taşıdıklarını ortaya koymaktadır. Örneğin, satıcı satış işlemini sahip olduğu statünün kaybı olarak gördüğünden, bu sıkıntıyı gidermek için, aynı ürünü satın alırken ödeyeceği fiyattan daha fazlasına satmak istemektedir. Bu durum aynı zamanda tercihlerin yön değiştirdiğini de göstermektedir (Kahneman ve diğerleri, 1991: 194).

Bilişsel psikoloji, temel karar parametreleri değişmemekle birlikte problemin sunulmuş biçimlerinin insanları farklı yanıtlar vermeye sevk ettiğini göstermektedir. Başka bir ifade ile bireyler, riskli problemler arasından seçim yapma durumunda, problemin kazanç ya da kayıp olarak sunulmasına bağlı olarak eş değer durumlara farklı reaksiyon gösterebilmektedirler. Örneğin, bir bireye 250.000 \$ kazanma ile 240.000 \$ veya 265.000 \$ kazanma arasında bir tercih sunulmuş olsun. Bu teklif bir başka şekilde kazanç veya kayıp olarak da sunulabilir. Şöyle ki bireye statüsünü koruması (250.000 \$) ile 10.000 \$ kaybetmek veya 15.000 \$ kazanmak arasında tercih yapması şeklinde bir başka alternatif sunulmuş olsun. Bu alternatiflerin sunulmuş biçimleri bireylerin farklı cevaplar vermelerine neden olacaktır. Tercihler nihai durumlarına göre çerçevelenerek sunulduklarında bireyler beklenen değerleri yüksek olan riskli beklentileri tercih etmektedirler. Tercihler kazanç veya kayıp şeklinde sunulduklarında ise bireyler kayıptan kaçınma içgüdüleriyle mevcut durumlarını korumayı tercih etmektedirler (Shafir ve diğerleri, 1997: 345-346).

Beklenti teorisi seçim sürecini iki aşamaya ayırmaktadır. İlk aşama düzenleme, ikinci aşama değerlendirme aşamasıdır. Düzenleme aşaması önerilen seçeneklerin düzenlenmesini ve buna ilişkin olasılıkları ve sonuçları değiştirebilecek bazı uygulamaları içermektedir. Düzenleme aşaması kodlama, birleştirme, ayrıştırma ve iptal safhalarından oluşmaktadır. Beklenti teorisine göre bireyler sonuçları değerlendirirken varlıkların son hali ile değil kazanç ve kayıplarla ilgilenmektedirler. Kodlama safhası bireylerin belirli bir referans noktasına göre hareket ettiklerini ve bireylerin beklentileri neticesinde oluşan sonuçları sıralamayı ifade etmektedir. Kodlama safhası kazanç ve kayıpların bireylerin beklentilerinden etkilendiklerini varsaymaktadır. Birleştirme safhası ise beklentilerden elde edilen benzer olasılıkların birleştirilerek basitleştirilmesi işlemidir. Bazı beklentiler düzenleme safhasında riskli bileşenlerle ayrılmış risksiz bileşenler içerebilmektedir. Ayrıştırma bir beklentinin düzeltme aşamasında risksiz bileşenin riskli kısmından

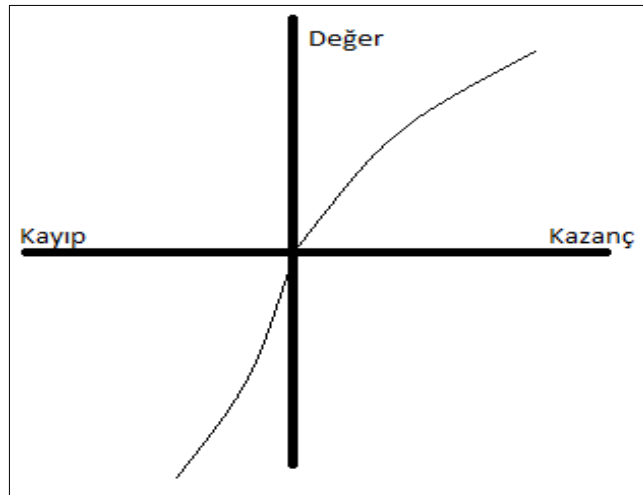
ayrıştırılması safhasıdır. Son olarak iptal safhası önerilen seçeneklerdeki ortak öğelerin değerlendirme sürecinde seçeneklerden çıkarılması işlemidir. Düzenleme aşamasında karar verirken en yüksek beklentinin seçildiği varsayılmaktadır. Düzeltme aşamasında, düzeltilmiş her seçeneğin karar verici tarafından değerlendirildiği ve en yüksek değere sahip seçeneğin tercih edildiği varsayılmaktadır. Düzenleme safhasından sonra değerlendirme aşaması gelmektedir. Beklenti teorisinin en önemli varsayımı, değer kavramının sahip olunan varlıkların son durumuna değil servetteki değişime dayanmasıdır. Bu yaklaşım servetin büyüklüğünden ziyade, servetteki değişimin değerlendirilmesi üzerinde durmakta ve temel algı ve yargı prensipleriyle uyum göstermektedir (Kahneman ve Tversky, 1979: 274-277).

Beklenti teorisinde sonuçlar, sıfır olarak kabul edilen referans noktasından pozitif veya negatif sapma şeklinde ifade edilmektedir. Bunu ifade eden değer fonksiyonunun üç önemli özelliği bulunmaktadır (Kahneman ve Tversky, 1979: 279):

- Referans noktasından sapmalar için tanımlanmıştır.
- Genelde kazançlar için içbükey, kayıplar için dışbükeydir.
- Kazanca nazaran kayıplar için daha dik yapıdadır.

Finansal kararların alınmasında önem taşıyan değer fonksiyonu Grafik 1'de gösterilmiştir.

**Grafik 1: Kahneman ve Tversky'nin Değer Fonksiyonu**

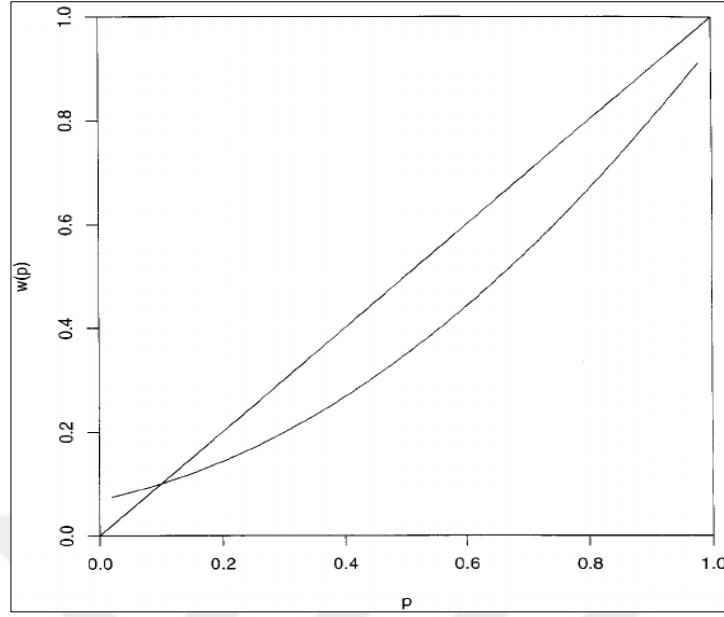


**Kaynak:** Kahneman, Tversky, 1979: 279.

Grafik 1’de subjektif değerler bireyden bireye ve tutumdan tutuma değişmekle birlikte değer fonksiyonu kazançlar için içbükey, kayıplar için dışbükeydir. Bireyler yatırımlarını kazanç alanında değerlendiriyorsa riskten kaçınma eğilimi göstermektedir. Bununla birlikte bireyler yatırımlarını kayıp alanında değerlendiriyorlarsa risk alma eğilimi göstermektedirler. Örneğin, 10\$ ve 20\$’lık kazançlar arasındaki subjektif değer farkı, 110\$ ile 120\$’lık kazançlar arasındaki subjektif değer farkından daha büyüktür. Aynı ilişki kayıplar için de benzerdir. Değer fonksiyonunun bir diğer özelliği kayıplara verilen tepkilerin kazançlardan daha büyük olduğudur. Kaybedilen meblağlara ilişkin hoşnutsuzluk, aynı meblağı kazanmaya ilişkin memnuniyetten daha büyüktür. Bu durum insanların yazı tura şeklindeki adil bir bahise karşı isteksizliğine benzemektedir (Tversky ve Kahneman, 1981: 454). Riskten kaçınma bu anlamda beklenen fayda teorisinin önemli konularından bir tanesidir. Eğer bir alternatif, beklenen parasal değerinden emin olduğunda daha az (veya daha fazla) tercih ediliyorsa bu, tercihin riskten kaçınan bir tercih olduğunu gösterir (Schoemaker, 1982: 532).

Karar ağırlığı, beklenti teorisinde beklenen fayda teorisindeki olasılığın yerini almaktadır. Karar ağırlıkları olasılık değilleridir. Yani olasılık aksiyomlarına uymazlar ve bir inanışın ölçütü olarak yorumlanmamalıdır. Olaylar belirlenmiş olasılıkları ile tanımlandıklarından dolayı karar ağırlığı, belirlenmiş olasılıkların bir fonksiyonu olarak tanımlanabilir. Buna göre karar alıcılar düzenlenen seçenekler arasından değeri en yüksek olan seçeneği tercih edeceklerdir ve her sonucun değeri karar ağırlığı ile çarpılacaktır. (Kahneman ve Tversky, 1979: 280). Karar ağırlığı fonksiyonu Grafik 2’deki gibidir.

**Grafik 2: Kahneman ve Tversky'nin Karar Ağırlığı Fonksiyonu**



**Kaynak:** Kahneman ve Tversky, 1979: 283.

Grafik 2'de dikey eksen karar ağırlığını, yatay eksen ise olasılık değerini göstermektedir. Kahneman ve Tversky'nin karar ağırlığı olarak adlandırdıkları bu fonksiyon tercihlerin düzeltilmesi ve değerlendirilmesi safhalarında kullanılmaktadır. Bu fonksiyon düşük olasılıklı tercihlerin dikkate alınmamasına, yüksek olasılıklı tercihlerin kesinmiş gibi değerlendirilmesine neden olmaktadır. Ağırlık fonksiyonunun içerdiği düşünce değer fonksiyonunda da bulunmaktadır. Dolayısıyla, karar ağırlığı karar alıcının subjektif olasılık değerlemesini de içermelidir. Bu fonksiyonun nedensellik dağılımı objektiviteden subjektiviteye doğrudur. Bu anlamda subjektif yargılar objektif yargıları etkilememelidir. Yani karar ağırlığı objektif olasılıkların artan bir fonksiyonudur (Abaan, 1998: 222-223).

Beklenen fayda teorisine yapılan eleştiriler gözönünde bulundurularak beklenen fayda teorisi ve beklenti teorisi arasındaki farklılıklar şöyle özetlenebilir (Ritter, 2003: 11):

- Beklenti teorisi "belirsizlik koşullarında tercih"i tanımlayan bir yaklaşımdır. Yani beklenti teorisi tanımlayıcı özelliği ile normatif olan beklenen fayda teorisinden ayrılmaktadır.

- Beklenti teorisi servetteki değişime odaklanırken, beklenen fayda teorisi servetin düzeyi ile ilgilenmektedir. Kazanç ve kayıplar referans noktasına göre ölçülebilirdir.
- Beklenti teorisi kayıptan kaçınıldığını varsaymaktadır.
- Beklenti teorisi çerçevelemeyi kapsamaktadır. Yani eğer birbiriyle ilişkili iki olay olursa, birey bu iki olayı ayrı olaylar olarak veya birleştirerek değerlendirme şansına sahiptir. Örneğin, birey eğer hipodroma gider ve birini kaybedip diğerini kazanacak iki bahis oyunu oynarsa, sonuçları birleştirip net kazanca odaklanabilir. Eğer kazanç pozitif ise bahisçi mutlu olacaktır. Eğer net kayıp gerçekteşirse iki bahis oyununu ayırmak bahisçiyi önce mutlu edecek, sonra hayal kırıklığına uğratacaktır.

Bireyler olayları ve olaylara ilişkin olasılıkları tahmin etmekte zorluklar yaşayabilmektedirler. Beklenti teorisi bireylerin yaşadıkları bu zorlukları basitleştiren sınırlı bazı prensipler doğrultusunda hareket ettiklerini ileri sürmektedir. Bireyler karar alırken mevcut bilgilerden en ilgi çekenini ve en güncel olanını dikkate almaktadırlar. Bu davranış şekli ise tüm bilgilerin toplanıp değerlendirilerek karar alınmasını gerektiren rasyonel davranışa uymamaktadır. Ayrıca, bireyler özellikle bazı bilgilerin ve gelişmelerin etkisine olması gerekenden daha fazla önem atfederek irrasyonel davranışlar sergileyebilmektedirler (Karan, 2004: 693).

## İKİNCİ BÖLÜM

### 2. DAVRANIŞSAL FİNANS

Neoklasik finans kuramında rasyonel birey, sermaye piyasası kuramı modellerinin merkezinde yer almaktadır. Fakat sermaye piyasalarında fiyatların oluşumunda bireylerin rasyonelliğini etkileyen psikodinamik etmenler (duyular, hevristikler, sezgiler ve bilişsel önyargılar gibi) yer almaktadır. Günümüzde pay fiyatları üzerinde bu etmenlerin etkileri göz ardı edilemez. Zaten son yıllarda davranışsal bakış açılarının sermaye piyasalarında fiyatlardaki değişimlerin açıklanmasında sıkça yer aldığı görülmektedir (Fettahoğlu, 2016: 76). Davranışsal finansın temelini Kahneman ve Tversky'nin 1979 yılında *Econometrica*'da yayınlanan ve Beklenti Teori'sini açıklayan makaleleri oluşturmaktadır. Beklenti teorisi yatırımcıların yalnızca değere dayalı sonuçlara göre yatırım kararlarını aldıklarını belirtmektedir. Bu noktada davranışsal finans, yatırımcıların geleneksel finansın varsayımlarını ihlal ettiklerini ileri sürmektedir. Davranışsal finans yatırımcıların, getirilerin ortalaması, varyansı ve kovaryansına göre yatırım yaptıkları yönündeki önermeler yerine, davranışsal önyargılara göre yatırım yaptıklarını öne sürmektedir (Hodnett ve Hsieh, 2012: 860). Davranışsal finans bu yönüyle etkin piyasalar hipotezine karşı, psikoloji ve sosyolojiyi de içine alan sosyal bilimler perspektifinden, günümüzde en yaygın araştırma konularından birisidir (Shiller, 2003: 83). Shefrin (2001) davranışsal finansı, insan psikolojisinin finansal karar almayı ve finansal piyasaları etkilemesi olarak tanımlamaktadır. Tablo 2'de geleneksel finans ve davranışsal finansın karşılaştırmasına yer verilmiştir.



**Tablo 2: Geleneksel Finans ve Davranışsal Finans Karşılaştırması**

Geleneksel Finans	Davranışsal Finans
<ul style="list-style-type: none"><li>- İnsanlar rasyoneldir (homo economicus).</li><li>- Piyasalar etkindir.</li><li>- Yatırımcılar portföylerini ortalama varyans portföy kurallarına göre oluşturmaktadır (Ortalama Varyans Portföy Teorisi).</li><li>- Yatırımların beklenen getirileri, beklenen getiriler arasındaki farklılıkların riskteki farklılıkları ile belirlendiği standart varlık fiyatlandırma modeli ile tanımlanmaktadır (Standart Varlık Fiyatlandırma Modeli).</li><li>- Beklenen fayda teorisine dayanmaktadır.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- İnsanlar “normal”dir. Yani sınırlı rasyoneliğe sahiplerdir (homo sapiens).</li><li>- Yenmek güç olsa bile piyasalar etkin değildir.</li><li>- Yatırımcılar portföylerini davranışsal portföy teorisinin kurallarına göre oluşturmaktadır (Davranışsal Portföy Teorisi).</li><li>- Yatırımların beklenen getirileri, beklenen getiriler arasındaki farklılıkların riskteki farklılıklardan daha detaylı belirlendiği davranışsal varlık fiyatlandırma modeli ile tanımlanmaktadır (Davranışsal Varlık Fiyatlandırma Modeli).</li><li>- Beklenti teorisine dayanmaktadır.</li></ul>

**Kaynak:** Statman, 2014: 65.

Tablo 2’de görüldüğü üzere geleneksel finans ve davranışsal finans farklı varsayımlara dayanmaktadır. Geleneksel finans yatırımcıları rasyonel kabul etmektedir. Rasyonel yatırımcılar bilişsel önyargılara ve yanıltıcı duygulara karşı kayıtsızdırlar. Rasyonel olmayan yatırımcılar ise rasyonel yatırımcıların aksine bilişsel önyargılar ve yanıltıcı duygulara karşı kayıtsız değildirler. Rasyonel olmayan insanların hepsi birbirine benzer değildirler. Bazıları bilgisiz rasyonel olmayan insanlar, bazıları ise bilgili, okumuş kimselerdir. Bilgili insanlar, öğrendikleri bilimsel bilgiler aracılığıyla, bilişsel önyargılarının ve duygusal yanılgılarının üstesinden gelebilmektedirler. Fakat bilgili insanlar bu önyargıları iyi bilmelerine karşın; zaman zaman sezgilerine direnemeyerek yanılgıya düşebilmektedirler (Statman, 2014: 66).

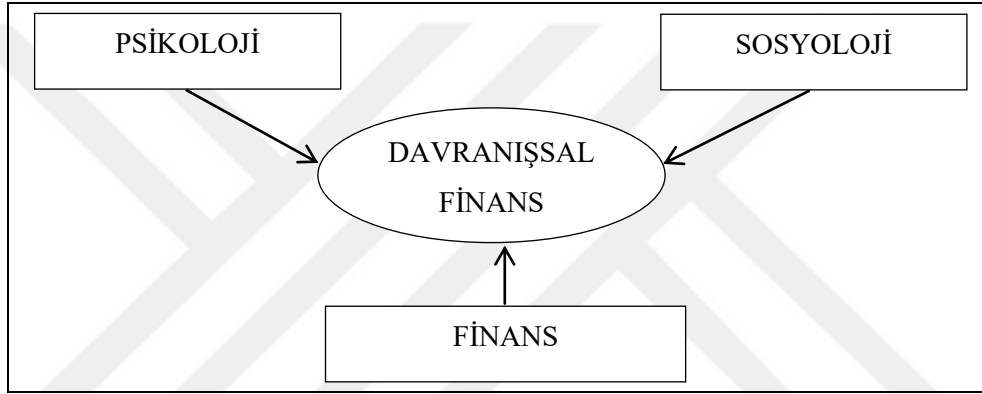
### **2.1. Davranışsal Finans’ın Dayandırıldığı Psikolojik ve Duygusal Temeller**

Davranışsal finans, geleneksel finanstaki “rasyonel insan” kavramı yerine “normal insan” kavramını koymaktadır. Bunun yanında “ortalama varyans portföy teorisi” yerine “davranışsal portföy teorisi”ni ve “finansal varlık fiyatlandırma modeli” yerine “davranışsal varlık fiyatlandırma modeli”ni ikame etmektedir. Davranışsal finans, zaman zaman geleneksel finanstaki da söz konusu olan, etkin piyasalara ilişkin müzakereler çerçevesinde rasyonel piyasaları yenilmesi güç piyasalardan ayırmaktadır. Ayrıca, davranışsal finans yatırımcılarının neden piyasaları yenebileceklerine inandıklarını incelemektedir. Davranışsal finans yatırımcılarının ve yöneticilerinin davranışlarını, onların beyinlerini, isteklerini, önyargılarını, tercihlerini, tecrübelerini inceleyerek, doğrudan veya

dolaylı olarak açıklamaktadır. Örneğin, davranışsal finans insanların, tasarruf portföyü oluşturma ve bu portföyden harcama davranışları ile kültür, adalet duygusu, sosyal sorumluluk ve diğer dışavurumcu ve duygusal faktörlerden etkilenen finansal tercihlerini incelemektedir (Statman, 2014: 73).

Davranışsal finans ele alınırken, Şekil 1’de görüldüğü üzere geleneksel finans odağında olmakla birlikte, psikoloji ve sosyolojinin davranışsal yönü bu çalışmaların önemli bileşenleridir (Ricciardi ve Simon, 2000:1).

**Şekil 1: Davranışsal Finans’ın Diğer Disiplinlerle İlişkisi**



**Kaynak:** Ricciardi ve Simon, 2000:1-2.

Şekil 1 davranışsal finansla bütünleşen disiplinler arası önemli bir ilişkiyi göstermektedir. Psikoloji, davranış ve zihinsel işlemler ve bu işlemlerin insanoğlunun fiziksel, zihinsel ve dış çevresinden nasıl etkilendiği ile ilgili bilimsel çalışmalardır. Sosyoloji, insanların grup olarak ve sosyal anlamda nasıl davrandığına ilişkin sistematik bir alandır. Bu alan özellikle sosyal ilişkilerde bireylerin davranış ve tutumlarına odaklanmaktadır. Finans ise, değer ve karar almayı belirlemeyle ilgili bir disiplindir. Finans satın alma, yatırım ve yönetim kaynaklarını tahsis etmektedir (Ricciardi ve Simon, 2000: 1-2). Görüldüğü üzere davranışsal finans insanların bilgiyi hangi yollarla kullandıklarına odaklanarak, bireylerin finansal davranışlarını psikoloji ve sosyoloji bilim dallarıyla ilişkilendirmektedir. Davranışsal finans bu anlamda finansal kararları hevristikler, bilişsel önyargılar, duygusal ve sosyal faktörlerin şekillendirdiğini ileri sürmektedir.

Davranışsal finansa ilişkin beklenti kuramı sonrası çeşitli davranışsal modeller geliştirilmiştir. Bunlar; Barberis ve diğerleri (1998) tarafından geliştirilen psikolojik bulgulara dayalı “temsili yatırımcı” modeli, Daniel ve diğerleri (1998) tarafından geliştirilen “aşırı güven ve yanlı kendine atfetme” modeli ve Hong ve Stein (1999) tarafından geliştirilen “heterojen yatırımcılar arasındaki interaktif ilişki” modelleridir.

Temsililik modeline göre yatırımcılar muhafazakarlık ve temsililik yanlılıklarına düşmektedirler. Muhafazakarlık yatırımcıların yeni bilgiler karşısında kendi bilgilerini yavaş değiştirmeleri anlamına gelmektedir. Temsililik ise aşırı reaksiyon anomalisi için bir kanıt niteliği taşımaktadır. Temsililik yanlılığı, yatırımcıların daha önce büyüme göstermesine rağmen bazı işletmelerin kendilerini yenileyememesine, kazanç tahminlerinin başarısız olmasına ve aşırı reaksiyona sebep olmaktadır. Bu modelde düşük reaksiyon muhafazakarlık ile aşırı reaksiyon ise temsil edilebilirlik önyargısı ile açıklanmaktadır. Düşük reaksiyon, yatırımcıların pay getirilerinin yeniden ortalama değerlerini yakalayacaklarına inandıkları anda oluşmaktadır. Aşırı reaksiyon ise aynı anda gerçekleşen bazı durumlardan dolayı pay getirilerinde bir trend oluştuğuna inandıkları anda gerçekleşmektedir (Barberis ve diğerleri, 1998: 310-317).

Daniel ve diğerleri (1998) tarafından geliştirilen “aşırı güven ve yanlı kendine atfetme” modeli ise pay fiyatlarının özel nitelikli bilgilere aşırı reaksiyon göstermesini, kamu tarafından açıklanan bilgilere ise düşük reaksiyon göstermesini ifade etmektedir. Burada aşırı güven yatırımcıların kendi bilgilerine diğer yatırımcılara kıyasla aşırı önem vermesini ifade etmektedir. Aşırı güvenli yatırımcılar kendi özel bilgilerine fazla önem vererek fiyatların kendi özel bilgilerine aşırı reaksiyon göstermesine neden olmaktadır. Diğer taraftan, yanlı kendine atfetme ise yatırımcıların yatırımlarının tüm olası sonuçlarını kendi bilgilerine bağlamasını ifade etmektedir. Yanlı kendine atfetme yatırımcıların, kendi bilgilerinin piyasa bilgileri ile aynı yönde olması durumunda ortaya çıkarken; piyasa bilgileri ile zıt olması durumunda azalmaktadır.

Bir diğer davranışsal finans modeli olan Hong ve Stein (1999) tarafından geliştirilen “heterojen yatırımcılar arasındaki interaktif ilişki” modeli piyasada iki tür yatırımcı olduğunu varsaymaktadır. Birincisi, haber avcıları, ikincisi ise momentum yatırımcıdır. Bu iki yatırımcı tipi irrasyonel olmakla birlikte, yalnızca kamuya açık

bilgileri kullanabilmekte ve bu nedenle sınırlı bir alana sahip olmaktadır. Haber avcıları geleceğe ilişkin özel gözlemledikleri sinyallere dayalı olarak tahmin yapmaktadırlar. Geçmiş veya şimdiki fiyatlara şartlanmamaları onların alanını sınırlandırmaktadır. Momentum yatırımcıları ise aksine, geçmiş fiyat değişimlerine kendilerini şartlandırmaktadırlar. Tahminlerinin basit olması gerekliliği ise onların alanlarını sınırlandırmaktadır. Her bir haber avcısı özel bilgileri gözlemlemektedir. Fakat bu haber avcıları diğer haber avcılarının bilgilerini fiyatlardan seçip çıkaramamaktadırlar. Eğer bilgi halk arasında gitgide yayılırsa, fiyatlar kısa zamanda düşük tepki göstermektedir. Burada düşük tepki, momentum yatırımcılarının trendi takip ederek kazanç sağlayabilmesini ifade etmektedir.

### **2.1.1. Rasyonel Olmayan Davranışlara Sebep Olan Hevristikler**

Karar alırken yapılan muhakeme hataları genellikle sistemattiktir. Sistemattik hatalar genellikle hevristikler ve önyargılar olarak ifade edilmektedir. Psikologlar, sistemattik hatalara neden olan olayları hevristikler veya karar ve uygulama kıstasları ile hipoteze tabi tutmaktadır. Hevristikler problem çözümlerinde kullanılan; fakat her zaman doğru çözümlü sağlayamayabilen kestirme yollardır. Önyargılar bireylerin ekonomiyle ilgili kararlarında sistemattik, önemli ve çeşitli hatalar yapması demektir. Hataların büyüklüğü ve yapısı müzakere maliyeti, güdüleme ve tecrübelerle sistemattik olarak ilişkilidir. Bu bağlamda sınırlı rasyonelite ekonomik akıl yürütmenin bir parçası değildir, fakat ihtiyaç duyulan bir uzantısıdır (Conlisk, 1996: 670-672).

Sınırlı rasyonelite ile birlikte inançlara göre alınan birçok önemli karar, belirsiz olayların olasılıkları ile ilgilenmektedir. Bireylerin belirsizlik koşullarında olayları nasıl değerlendirdikleri büyük önem arz etmektedir. İnsanlar daha basit karar alma faaliyetleri ve karmaşık olayların olasılıklarını azaltmak için bazı sınırlı hevristikleri kullanabilmektedirler. Genel olarak bu hevristikler faydalıdır. Fakat bazen ciddi ve sistemattik hatalara neden olabilmektedir. Olasılıkları sezgisel olarak değerlendirmek uzaklık veya büyüklük gibi sezgisel nicelikleri değerlendirmeye benzemektedir. Bu kararlar hevristik kurallarına göre işlenen, tamamen sınırlı geçerliliğe sahip verilere dayanmaktadır. Örneğin, uzaktaki bir objeyi gördüğümüz kadarıyla tanımlayabiliriz. Objeye bize ne kadar yakınsa onu o kadar net görebiliriz. Bu kural bazı geçerliliklere sahiptir.

Çünkü uzak olan nesnelere yakın olanlardan daha az net görünür. Fakat bu kurala güvenmek uzaklığı tahmin etmede bazı sistematik hatalara sebep olabilir. Özellikle görünürlük ne kadar zayıfsa, uzaklık o kadar aşırı tahmin edilebilmektedir. Çünkü objelerin dış çizgileri bulanıktır. Diğer taraftan, görünürlük iyiye nesnelere net görüldüğü için uzaklık düşük tahmin edilebilmektedir. Bu örneğin üç özelliği de önemsizdir. İnsanlar kendi izlenimlerini yönlendiren kuralların farkında değildir. Onlar uzaklık algısındaki netliğin yanıltıcı rolünü önemsememektedirler. İnsanlar algısal izlenimlerini bilerek ve farkında olarak kontrol etmemektedirler. Çünkü insan uzaklık algısının netlik etkisini öğrenmişse, çok net görünen bir tepere ona yakın görünmektedir. Örneğin, insanlar havanın açık olduğu bir günde, tepenin net görünebileceğini anlar ve bilirler. Benzer şekilde, insanlar hangi kanallarda sezgilerin önyargı taşıdığını anlayabilir ve bunlar için uygun düzeltmeleri yapabilirler (Tversky ve Kahneman, 1974: 1-3).

Tversky ve Kahneman (1974) belirsizlik koşullarında karar alırken üç hevristik veya zihinsel faaliyetin söz konusu olduğunu ileri sürmektedir. Birincisi; insanların bir olay veya objenin olasılığına ilişkin kararı sorulduğunda gösterebileceği temsiliyet hevristiğidir. İkincisi insanlara özel bir gelişmenin mantıklı olup olmadığının sorulması durumunda, senaryo veya örneklerin elde edilebilirliğinin değerlendirilmesidir. Üçüncüsü ise çıpalama, yani başlangıç değere göre uyarılama yapmaktır.

### **2.1.1.1. Temsiliyet Hevristiği**

Temsiliyet hevristiği, insanların olasılıkları değerlendirirken temsiliyeti aşırı kullanmasını ifade etmektedir. Bayes kuralları, olasılıkları değerlendirirken, temel oranlarla temsiliyetin birlikte ele alınarak değerlendirilmesi gerektiğini söylemektedir. Fakat insanlar kararlarını şekillendirirken temel oranları az kullanmaktadırlar. Örneğin, suçlu gibi görünen birisi için, suçluluk olasılığı değerlendirilirken, suçlu olan insanlara ilişkin bilgiler az kullanılır (Rabin, 1998: 24-25).

Temsiliyet hevristiği küçük sayılar kanununun geçerli olduğu zamanlarda artmaktadır. Küçük sayılar kanunu, iyi kazançların belirli periyodlarla devam ettiği durumlarda, insanların bu kazançlardaki artışın büyüyeceğine ve gelecekte de artışın devam edeceğine inanmalarına neden olmaktadır. Yani yatırımcılar burada o dönemdeki

başarı ortalamalarını dikkate almaktadırlar (Barberis ve Thaler, 2003: 1082-1083). Yatırımcılar temsiliyet hevristiğini kullanarak geçmişteki yüksek kazanç artışlarının kendini yenilemeyeceği gerçeğini dikkate almamaktadırlar. Bu yatırımcılar firmayı aşırı değerlendirmekte ve gelecekte tahmini kazanç artışları gerçekleşmediğinde hayal kırıklığına uğramaktadırlar. Bu tip temsiliyet hevristiği aynı zamanda aşırı tepki için fikir vericidir (Barberis ve diğerleri, 1998: 315-316).

Temsiliyet hevristiğine ilişkin çalışmasında Kaestner (2005) 1983-1999 dönemi için ABD şirketlerinin mevcut ve geçmiş dönemlerdeki beklenmedik kazançları ve sonraki pazar tepkilerini incelemiştir. Çalışmada kazanç duyurularını takiben anormal pay fiyatı davranışlarının temsiliyet önyargısından kaynaklandığına ilişkin önemli bulgular elde edilmiştir.

#### **2.1.1.2. Mevcudiyet Hevristiği**

Mevcudiyet hevristiği insanların, hafızalarındaki mevcut bilgileri kullanarak, bir olayın gerçekleşme olasılığına ilişkin yargıya varmalarını sağlayan kestirme yollardır. Bireylerin bilgileri sistematik olarak değerlendirilirken, bazılarını aşırı, bazılarını ise düşük değerlendirebilmesi mevcudiyet hevristiği ile açıklanabilir. Mevcudiyet hevristiği, olayların gerçekleşme sıklığını veya olasılığını belirlerken kullanışlı ipuçları vermektedir. Bu durum hafızada mevcut olmayı önemli kılarken, tahmin hatalarını da beraberinde getirebilmektedir. Bireyler karar alırken kolay hatırlayabilecekleri çarpıcı bilgilere aşırı önem vermektedirler. Bu bilgiler, insanlar tarafından yaygın bilinen bilgiler olarak algılanmaktadırlar (Barak, 2006: 102).

Kliger ve Kudryavtsev (2010) mevcudiyet hevristiğini, sonuç mevcudiyeti ve risk mevcudiyeti olmak üzere iki şekilde tanımlamışlardır. İlki negatif veya pozitif yatırım sonuçlarının mevcudiyeti, ikincisi finansal riskin mevcudiyeti ile ilgilidir. Araştırmacılar çalışmalarında yatırımcıların, analistlerin tavsiyelerine verdikleri tepkileri test etmişlerdir. Sonuç mevcudiyetinin etkisinin büyüklüğünün, firmanın piyasa değeri ile negatif, pay betası ile pozitif ilişkili olduğunu tespit etmişlerdir. Risk mevcudiyetinde, anormal pay fiyatlarının tavsiyelere karşı tepkileri, pay piyasasının hareketli olduğu günlerde yükselişe karşı zayıfken; düşüşe karşı daha güçlüdür.

### 2.1.1.3. Çıpalama

İnsanlar karar alırken, başlangıç değerini referans noktası olarak alır ve daha sonra uyarlamalarını o değere göre yaparlar. Yapılan araştırmalar bu uyarlamaların yetersiz olduğunu ve bireylerin referans noktasına çıpalandıklarını ortaya koymuştur (Karan, 2004: 695). Tversky ve Kahneman (1974)'a göre çıpalama karar verme sürecinin doğal bir parçası olarak gerçekleşebilir. Örneğin, normal koşullarda, birisinden Dow Jones endeks düzeyine ilişkin olasılık dağılımı oluşturması istenirse, başlangıç noktası, endeksin medyan düzeyini tahmin etmek olacaktır. Bu değer sonraki değerlendirmeler için bir referans noktası oluşturacaktır. Aksine, bir başkası Dow Jones'un önceden belirlenmiş değerini aşması olasılığına göre olasılık değerlendirmesi yapmasını isterse, bu değere bağlı kalacaktır. Her iki süreçte de farklı tahminler üretmekle birlikte, birinci tahminde ikinciye nazaran daha fazla medyan değerde yoğunlaşacaktır (Rabin, 1998: 29). Çıpalama önyargısına ilişkin Campbell ve Sharpe (2009), aylık uzman konsensüs tahminlerinin geçmiş ayların bülten değerlerinden etkilenip etkilenmediğine ilişkin, tahmin önyargısını ele almışlardır. Çalışmada, faiz oranlarının ekonomi ile ilgili haberlere verdiği tepkiler incelenerek, çıpalama önyargısının varlığına ilişkin önemli sonuçlar elde edilmiştir. Bu sonuçlara göre piyasa uzmanlarının tahminlerinde çıpalama önyargısı ile hareket ettikleri ortaya konulmuştur.

### 2.1.2. Zihinsel Yapıların Neden Olduğu Bilişsel Önyargılar

Hevristikler genel olarak sınırlı geçerliliğe sahip verilere dayanmakla birlikte; bireylerin hızlı yargılarda bulunarak karar almalarını sağlamaktadır. Hevristikler doğru kararlar üretmediğinde ise, devreye bilişsel önyargılar girmektedir. Bilişsel önyargılar bu anlamda hevristikler neticesi oluşan sistematik önyargılar olarak ortaya çıkmaktadır. Bu önyargılar aşırı güven, iyimserlik önyargısı, çerçeveleme önyargısı, zihinsel muhasebe, belirsizlikten kaçınma, kayıptan kaçınma, tutuculuk ve geri görüş önyargısı şeklinde ortaya çıkmaktadır.

### 2.1.2.1. Aşırı Güven Önyargısı

Aşırı güven bireyin sistematik olarak riski olduğundan düşük, başarı şansını ise olduğundan yüksek tahmin etmesi şeklinde tanımlanmaktadır (Nofsinger, 2003: 15). Aşırı güvenli bireyler kabiliyetlerini aşırı tahmin etmektedirler. Bireylerin aşırı güvenli görünmesinin birçok yolu vardır. Örneğin, aşırı güvenli bireyler birbirlerine benzeyen yatırımlar tercih ederek çeşitlendirmeyi azaltabilmektedirler. Böylece, insanlar yerel firmaları tercih etmekte ve çeşitlendirme yönünden ve firma açısından iyi olmayan kararlar almaktadırlar (Ritter, 2003: 3-4). Odean (1998) aşırı güvenin finansal piyasalar üzerindeki etkisini incelediği çalışmada işlem hacminin, fiyatı kabullenenler (price taker), içeriden öğrenenler veya piyasa yapımcılarının aşırı güvenli olması durumunda yükseldiğini tespit etmiştir. Aşırı güvenli yatırımcılar, pozitif serisel korelasyona yol açarak, piyasanın rasyonel yatırımcılara düşük reaksiyon göstermesine neden olmaktadır. Ayrıca, yatırımcıların yeni bilgileri düşük değerlendirmesi getirilerde pozitif serisel korelasyona; aşırı değerlendirmesi ise negatif serisel korelasyona sahip olmasına neden olmaktadır. Bu düşük ve aşırı değerlemenin derecesi, bilgileri aşırı veya düşük değerleyen yatırımcıların toplam yatırımcılar içindeki payına bağlıdır (Odean, 1998: 1888-1889).

Aşırı güven yatırımcıların beklenen faydasını azaltmaktadır. Yatırımcıların aşırı güvenine bilgi edinme maliyetindeki artış eklendiğinde, bilgiye sahip yatırımcılar bilgiye sahip olmayan yatırımcılara nazaran daha kötü sonuçlar elde etmektedirler. Bunun yanında aşırı güven piyasa derinliğini arttırmaktadır. Aşırı güvenli içeriden öğrenenler fiyat kalitesini artırırken, aşırı güvenli fiyat alanlar fiyat kalitesini düşürmektedirler. Diğer taraftan, aşırı güvenli yatırımcılar volatilitiyi artırırken, aşırı güvenli piyasa yapımcılar ise bu etkiyi azaltmaktadır (Odean, 1998: 1889). Benzer şekilde, yatırımcıların aşırı güven önyargısının yatırım kararları üzerindeki etkisini inceleyen Korkmaz ve Çelik (2007), kendisine aşırı güvenen yatırımcıların piyasa kazancından sonra daha fazla işlem yaptıkları ve kazandıran piyasalarda daha aktif oldukları yönünde kanıtlar elde etmişlerdir. Aşırı güven önyargısı çalışmanın üçüncü bölümünde daha detaylı açıklanacaktır.



### 2.1.2.2. İyimserlik Önyargısı

Yatırımcıların alışılmadık bir şekilde iyimser oluşları piyasalardaki spekülasyonların oluşmasının önemli sebeplerindendir. Yüksek düzeylerdeki sosyal ruh hali bireylerin iyimser ruh halini etkilemektedir. Bireylerin yüksek sosyal ruh hali onların titiz kararlar almalarının önüne geçmekte ve iyimserliğe dayalı kararlar almalarına neden olmaktadır (Nofsinger, 2003: 23). İnsanlar iyi ruh halindeyseler, kötü ruh haline sahip insanlardan daha iyimser kararlar alabilmektedirler. Bu durum onları daha analitik bir eylemin içine çekmektedir. Bunun yanında bilgi değerlendirme sürecinde iyi ruh haline sahip olan insanlar daha az eleştirel bir bakış taşımaktadırlar. Bu ruh hali insanların tam ve doğru bilgileri atladıkları özet değerlendirmelerini etkilemektedir. İyi ruh hali detaylı analizler içermeyen kararlara neden olurken, kötü ruh hali sermaye piyasalarına ilişkin değerlendirmelerde daha kritik analizler gerektirmektedir. Öyle ki, kötü ruh haliyle yatırım kararları almak yatırımcı portföyünü kötü etkilemeyebilmektedir (Baker ve Nofsinger, 2002: 102). Bilişsel değerlendirme analizleri, iyimserliğin hakim olduğu karar alma süreçleri neticesinde, pay fiyatlarının yüksek olduğunu göstermiştir. Buna göre yatırımcılar pay satın alma davranışını sürdürmekte ve fiyatlar gerçek değerinden yükseliş yönünde sapmaktadır (Nofsinger, 2003: 23).

### 2.1.2.3. Çerçeveleme Önyargısı

Çerçeveleme önyargısı, karar alıcının sunulan bir seçenek bağlamında muhtelif durumları farklı farklı değerlendirme eğilimidir. Çerçeveleme önyargısı, yatırımcıların risk toleransına ilişkin soruların nasıl sorulduğuna bağlı olarak, hem fazla tutucu hem de fazla agresif cevap vermelerine neden olabilmektedir. Örneğin, eğer sorular “kazanç” kelimesi ile çerçevelenirse, riskten kaçınan bir cevap alma olasılığı yüksek olmaktadır. Aksine “kayıp” kelimesi ile çerçevelenen bir soru sorulduğunda ise muhtemel cevap risk alma yönünde olmaktadır. Yatırım veya portföy kararlarında, iyimser veya kötümser anlamda çerçevelenen tavsiyeler, insanların yatırım yapma veya yapmama kararlarını etkilemektedir. İyimser kelimelerle sorulan sorular, iyimser ve olumlu cevaplar almaktadır. Ayrıca, iyimser kelimeler içeren seçenekler, kötümser olanlardan daha fazla seçilme eğiliminde olmaktadır. Çerçeveleme durumunun genel olarak rassal ve ilintisiz olarak yatırımcı kararlarını etkilememesi beklenmekle birlikte; yapılan deneysel çalışmalarda

yatırımcı kararlarını etkilediği görülmüştür. Diğer taraftan, kimi zaman çerçeveleme ve kayıptan kaçınma aşırı riskten kaçınmanın açıklaması olarak birlikte çalışabilmektedir. Bu anlamda bir yatırımcı zarar etmişse, daha riskli bir yatırımı seçme eğilimi gösterebilmektedir. Diğer taraftan, net kazanç sağlayan bir yatırımcı ise daha az riskli alternatifleri tercih edebilmektedir (Pompian, 2006: 237-243).

#### **2.1.2.4. Zihinsel Muhasebe**

Zihinsel muhasebeyi tanımlamanın en iyi yolu onu kurumların uyguladığı finansal ve yönetsel muhasebe ile karşılaştırmaktır. Muhasebe, işletmelerin finansal işlemlerini analiz etmesi, denetlemesi ve sonuçlarını raporlamasını sağlayan bir sistemdir. Bireyler ve hane halkı finansal eylemlerinin ve işlemlerinin düzenlenmesi, özetlenmesi, analiz edilmesi ve raporlanmasına ihtiyaç duymaktadırlar. Bireyler aynı işletmeler gibi, paranın nereden geldiği ve hangi kalemlere harcandığı yönündeki güdülerle zihinsel muhasebeyi kullanmaktadırlar. O halde, zihinsel muhasebe, bireyler ve hane halkı tarafından finansal olayları organize etmek, değerlendirmek ve takip etmek için kullanılan bilişsel işlemler bütünüdür (Thaler 1999: 183-203).

İşletmelerin muhasebe sistemlerine ilişkin birçok düzenleyici kural ve teamül bulunmaktadır. Fakat maalesef zihinsel muhasebenin teamüllerine ilişkin eşdeğer kaynaklar bulunmamaktadır. Zihinsel muhasebeye ilişkin yalnızca davranışları gözlemleyerek ve kurallardan anlam çıkarmaya çalışarak bilgi edinilebilmektedir. Zihinsel muhasebe üç bileşene sahiptir (Thaler 1999: 183-203):

- Zihinsel muhasebe, sonuçların nasıl algılanıp tecrübe edildiği ve kararların nasıl alınıp değerlendirildiği ile ilgilidir. Zihinsel muhasebe işlemleri girdilerin hem geçmiş hem gelecekte olabilecek fayda analizini yapmayı sağlamaktadır.
- Zihinsel muhasebenin ikinci bileşeni, bireylerin eylemlerinin belirli hesaplara atanmasını sağlamaktadır. Zihinsel muhasebe yoluyla fonların kaynak ve kullanımları gerçeğe uygun sınıflandırılmaktadır.
- Zihinsel muhasebe sık sık hangi hesapların değerlendirildiği ile ilgilenmektedir. Hesaplar günlük, haftalık veya yıllık dengelenebilir.

Genel anlamda zihinsel muhasebe sürecini anlamak, seçim sürecini anlamamıza yardım etmektedir. Çünkü zihinsel muhasebe kuralları sistematik değildir. Yani bir satın almanın hangi kategoride değerlendirileceği, bu kategoride yer alan diğer sonuçlarla birleştirilip birleştirilmeyeceği ve hesapların ne sıklıkta dengeleneceği tercihlerin algılanan çekiciliğini etkilemektedir. Zihinsel muhasebede Kahneman ve Tversky (1979)'nin değer fonksiyonunun görevi, eylemlerin nasıl algılandığını ve karar alırken nasıl kodlandığını tanımlamaktır. Yani zihinsel muhasebe değerlendirme için bir çerçevedir. (Thaler, 1999: 184-186).

Birçok deneysel çalışma insanların zihinsel muhasebe yaparken fazla dar tanımlanmış kazanç ve kayıplarla ilgileniyormuş gibi görünerek dar çerçevelere yaptıklarını ileri sürmektedir. Dar çerçevelere zihinsel muhasebenin bir yönü olarak, bireylerin riskli girişimlerini, servetin diğer parçalarından ayrı olarak değerlendirmesi eğilimidir. Yani bireyler kendilerine sunulan bir bahis oyunu seçeneğini önceki bahislerle birleştirmek yerine, bu seçeneğin hayatları boyunca karşılaşılabilecekleri tek seçenek olduğunu düşünmektedirler (Barberis ve Thaler, 2003: 1071). Bu durum dar çerçevelenmenin neden olduğu kazanç ve kayıplar için, yaşanan pişmanlık duygusu ile elde edilebilecek faydayı ortadan kaldırmamak için harcanan çabayı göstermektedir. Örneğin, eğer yatırımcının bazı payları kötü performans gösteriyorsa, yatırımcı bu payları aldığı için pişmanlık yaşayabilecektir (Barberis ve Huang, 2001: 1248).

#### **2.1.2.5. Belirsizlikten Kaçınma**

Piyasalarda yatırım kararları genellikle belirsizlik koşullarında alınmaktadır. Bu sebeple bir portföyün beklenen getirisi sadece portföyün riskine göre değil belirlilik derecesine göre de belirlenmektedir (Brenner ve diğerleri, 2011: 2). Belirsizlikten kaçınma, kendini birçok alanda göstermektedir. Örneğin, bir araştırmacı deneğe, bir futbol takımının kazanma olasılığını sormuş; denek ise 0,4 cevabını vermiş olsun. Araştırmacı daha sonra deneğe, 0,4 olasılıkla 1 veya 0 gelen bir bahis oyunu makinası olduğunu hayal etmesini söylemiş ve belirsiz bir bahis olan futbol veya belirsizlik içermeyen makine oyunundan hangisini tercih edeceğini sormuş olsun. Sonuçta genel olarak bireylerin makina bahis oyununu tercih ettikleri görülmüştür. Çünkü bireyler belirsizlikten kaçmaktadırlar (Barberis ve Thaler, 2003: 1073).

Belirsizlikten kaçınma davranışının yatırım kararları üzerindeki etkisini inceleyen Brenner ve diğerleri (2011) bu davranışın karar alıcıların beklenen getirilerini etkilediğini tespit etmişlerdir. Araştırmadan elde edilen sonuçlara göre bireyler, yüksek belirsizliğin söz konusu olduğu ortamlarda, portföylerinin kıyas portföye göre iyi performans gösterebileceğini pek düşünmemişlerdir.

#### **2.1.2.6. Kayıptan Kaçınma**

Geleneksel finans teorileri, daha yüksek riskin daha fazla getiri sağlayacağı varsayımıyla, risk ve getiri arasındaki ödünleşime odaklanmaktadır. Davranışsal finans ise yatırımcıların elde edecekleri getiriden daha fazla yaşayacakları kayıplara karşı duyarlı olduklarını göstermektedir. Kayıptan kaçınma Kahneman ve Tversky (1979)'nin belirsizlik koşullarında karar almaya ilişkin tanımlayıcı modelinin bir parçasıdır. Kayıptan kaçınma spesifik olarak insanların kayıplara karşı kazançlardan daha duyarlı olmalarını ifade etmektedir. Kayıptan kaçınma derecesi, önceki kazançlara ve kayıplara bağlı olmaktadır. Önceki kazançtan sonra gelen kayıp normalden daha az acı vericidir. Çünkü önceki kazançlar bu kayıpları dengelemektedir. Diğer taraftan, kayıplardan sonra gelen kayıplar ise normalden daha fazla acı vericidir. Çünkü ilk kaybın acısından sonra, insanların ilave kayıplara karşı hassasiyetleri daha fazla artmaktadır (Barberis ve Huang, 2001: 1248).

Hwang ve Satchell (2010)'e göre yatırımcılar finansal piyasalarda literatürde varsayıldığından daha fazla kayıptan kaçınma eğilimindedirler. Yatırımcılar piyasa koşullarından etkilenmekte ve boğa piyasalarında ayı piyasalarına nazaran daha fazla kayıptan kaçınmaktadır. Yatırımcılar kazançlardaki değişimden daha fazla kayıplardaki değişime duyarlıdır.

#### **2.1.2.7. Tutuculuk**

İnsanlar genel olarak bir şeyler değiştiğinde, değişime ayak uydurmakta yavaş davranmakta ve bu şeylerin mevcut haline çıpalamaktadırlar. İnsanların bu yavaş davranışlarının nedeni tutuculuk önyargısıdır. Bununla birlikte eğer yeterli örnek varsa, insanlar ona göre kendilerini ayarlayacaklar ve bu değişime aşırı tepki gösterebileceklerdir. (Ritter, 2003: 5).

Tutuculuk önyargısı insanların önceki bakış açısına sadık kaldıkları zihinsel bir süreç veya yeni bilgiyi onaylamanın maliyetine ilişkin tahminlerdir. Örneğin, bir yatırımcının bir firmanın kazançlarına karşın kötü haberler aldığı ve bu haberlerin önceki ay yayınlanan diğer kazanç tahminleri ile çeliştiği kabul edilsin. Tutuculuk önyargısı yatırımcının yeni bilgiye göre hareket etmek yerine, önceki tahminlerdeki izlenimleri koruyarak yeni bilgiyi düşük değerlemesine neden olacaktır. Tutuculuk önyargısı temsiliyet hevristiği ile çelişmektedir. Temsiliyet hevristiğinde insanlar yeni bilgileri aşırı değerlemektedirler. Tutuculuk önyargısı bireylerin baz oranlara aşırı ağırlık vermesine ve ispata yönelik örnekleri düşük değerlemesine neden olmaktadır (Pompian, 2006: 119-120). Tutucu bireyler finansal kararlarda da benzer şekilde kazanç haberlerine ilişkin tüm bilgi içeriklerine karşı kayıtsız kalabilmektedirler. Belki de bu davranışlarının sebebi, kendilerinin önceki kazanç tahminlerini bırakmak istememeleri ve bu bilgilerin yeni veriler içermesi olabilir. Sonuç olarak paylara verdikleri değeri bu bilgilere göre kısmen düzeltmektedirler ve bilgilere düşük reaksiyon göstermektedirler (Barberis ve diğerleri, 1998: 315).

#### **2.1.2.8. Geri Görüş Önyargısı**

Geri görüş önyargısı “ben hep bilirim” dürtüsü ile hareket etmek şeklinde tanımlanabilir. Örneğin, insanlar bir olay gerçekleştiğinde geri görüş önyargısının etkisiyle, öyle olmadığı halde, olayın tahmin edilebilir olduğunu düşünmektedirler. Geri görüş önyargısına sahip olan bireyler kendi tahminlerinin doğruluğunu aşırı tahmin etmektedirler (Pompian, 2006: 109).

Geri görüş önyargısı yatırım kararlarında bazen hatalara neden olabilmektedir. Örneğin, geri görüş önyargısına sahip olan bir yatırımcı, yatırımın değeri arttığında sanki tahmin edilebilirmiş gibi pozitif gelişmeleri resmedebilmek için, hafızasındaki bilgiler üzerinde tekrar düşünmektedir. Bu düşünce zamanla yatırımcı üzerinde olağanüstü tahmin gücüne sahip olduğu yönünde bir yanılgı ortaya çıkarmakta ve böylece aşırı risk almasına neden olabilmektedir. Geri görüş önyargısı insanların tecrübelerinden ders almasına engel olmaktadır. Bu önyargı özellikle yatırımcıların büyük kayıplar yaşadığı 1980’li yıllarda, enerji sektörü paylarının S&P 500 getirilerinin %20’sine sahip olduğu dönemde görülmüştür. 1990’lı yıllarda enerji balonunun patlamasıyla hissedarların çoğu büyük

paralar kaybetmişlerdir. Fakat bu yatırımcıların çoğu, geri görüş önyargısı içinde, spekülasyon balonlarının onların kararlarını gölgelediğini kabul etmemişlerdir (Pompian, 2006: 109-110).

### **2.1.3. Rasyonel Olmayan Davranışlara Sebep Olan Duygusal ve Sosyal Faktörler**

Karar alırken yapılan muhakeme hataları bazen bireylerin duygularına veya sosyal çevrelerinin kararlarına fazla önem vermelerinden kaynaklanabilir. Böyle bir durumda bireyler sosyal çevrelerinin bilgilerine daha fazla güvenebilmekte, bireysel menfaatleri ön planda tutabilmekte veya rekabeti azaltmak amacıyla onların kararlarını taklit edebilmektedirler. Bunun yanında bireyler pişmanlık yaşama korkusuyla önyargıların gölgesinde veya sahip oldukları bilgiler ile yaşadıkları çelişkiler içerisinde kararlar alabilmektedirler. Tüm bu tutumlar bireylerin geleneksel finansın öne sürdüğü rasyonel davranışların dışına çıkmalarına ve irrasyonel davranışlar sergilemelerine sebep olmaktadır.

#### **2.1.3.1. Sürü Davranışı**

Sürü davranışı irrasyonel bir davranış şekli olarak etkin piyasalar hipotezine karşı kısıtlar koyan bir anomali türüdür. Yatırım kararları açısından sürü davranışı bireysel düzeyde rasyonel kabul edilmekle birlikte bir grup davranışı olarak irrasyonel kabul edilmektedir ve yanlış fiyatlandırmaya sebep olmaktadır. Banerjee (1992) ve Bikhchandani ve diğerleri (1992)'ne göre "sürü davranışı" bireyin sahip olduğu özel bilgidan vazgeçip başkalarının eylemlerini taklit etmesidir. Baddaley (2010) ise derleyici bir bakış açısıyla ekonomi ve finansal kararlarda sürü davranışını, sosyal etkileşimlere yönelik hassasiyeti belirleyen duygular ve sosyo-psikolojik özelliklerle ılımlaştırılmış sosyal öğrenme süreci olarak ifade etmektedir.

Sürü davranışı bir yatırımcı davranışı olarak bazı araştırmacılar (Banerjee, 1992; Bikhchandani ve diğerleri, 1992) tarafından rasyonel; bazı araştırmacılar (Hirshleifer, 2001) tarafından ise irrasyonel bir davranış şekli olarak açıklanmıştır. Sürü davranışı bilgiye dayalı (Banerjee,1992; Bikhchandani ve diğerleri, 1992), saygınlığa dayalı

(Scharfstein ve Stein, 1990) ve ücrete dayalı sürü davranışı şeklinde görülebilmektedir. Bu davranışsal önyargı hakkında çalışmanın üçüncü bölümünde daha detaylı bilgi verilmiştir.

### **2.1.3.2. Pişmanlıktan Kaçınma**

Pişmanlıktan kaçınan insanlar, gelecekte pişmanlık yaşama olasılıklarını azaltacak tercihler yapmak istemektedirler. Bu tercihler risk içerebilmekte veya riskten uzak olabilmektedir. İnsanların pişmanlıktan kaçınma istekleri gerçek hayatta önemli sonuçlar doğurabilmektedir. Pişmanlıktan kaçınma davranışı, insanları, sonuçları daha önce tecrübe edilmiş davranışların olumsuz sonuçlarından koruyabilir. Örneğin, katılımcılara riskli ve güvenli bahisler verilsin. Katılımcılar daima tercihlerinin sonuçlarını öğrenmek isteyeceklerdir. İyi sonuçlar almayı bekleyen katılımcılar, kendilerini önceki bilinen olumsuz sonuçları almaktan uzak tutmak isteyeceklerdir (Zeelenberg ve diğerleri, 1996: 156-157).

Pişmanlıktan kaçınma kayıplara sebep olabilecek kararların sorumluluğunu da bireye yüklediğinden; birey, finansal kaybın neden olduğu acıdan daha fazlasına maruz kalır. Bu duygu bireyin yeni yatırım kararları almasının önüne geçebilir. Pişmanlıktan kaçınma bireyleri, yatırım kararlarında sürü davranışına yönlendirebilmekte ve bir sigorta yastığı işlevi görerek saygın firmalara yatırım yapmalarına neden olabilmektedir (Karan, 2004: 697).

### **2.1.3.3. Yatkinlık Etkisi**

Shefrin ve Statman (1985) yatkinlık etkisini Kahneman ve Tversky'nin beklenti teorisinin bir boyutu olarak tanımlamışlardır. Buna göre yatkinlık etkisi, insanların zarar eden payları uzun süre elde tutup, kazanan payları satma eğilimi taşıdığı bir modeli ifade etmektedir.

Yatkinlık etkisi, kendisini gerçekleştirmiş birçok küçük kazanç ve kayıplarla gösterebilmektedir. Örneğin, bir kişi 30 \$'dan bir pay satın almış olsun. Bu payın önce 22 \$'a düştüğü ardından da 28 \$'a çıktığı varsayalım. Çoğu insan bu payın fiyatı 30 \$'ın üstüne çıkıncaya kadar satmaya istekli olmayacaktır. Yatkinlık etkisi kendisini özellikle pay işlem

hacimlerinde göstermektedir. Örneğin, boğa piyasasında fiyatlar sürekli yükselme eğilimindedir. Eğer piyasa alçalmaya başlarsa, işlem hacmi düşecektir (Ritter, 2003: 5).

#### **2.1.3.4. Bilişsel Çelişki**

İnsanların yeni edindikleri bilgiler, daha önce var olan bilgilerle çeliştiği zaman, bilişsel çelişki olarak bilinen zihinsel huzursuzluk yaşanmaktadır. Psikolojide bilişler tutumlar, duygular, inanışlar veya değerleri ifade etmektedir. Bilişsel çelişki, çelişkili bilişlerin kesiştiği anda gerçekleşen bir dengesizlik durumudur. Bilişsel çelişki, insanların bilişlerini dengelemeye çalıştığı durumlarda artan ve böylece zihinsel huzursuzluklarını rahatlatan etkileri kapsamaktadır (Pompian, 2006: 83).

Finansal anlamda bilişsel çelişki, insanların finansal yatırım tarzlarını veya inançlarını finansal kararlarını destekleyecek şekilde değiştirmeleridir. Örnek olarak geçmiş finansal performansı olmayan firmaların paylarına yatırım yapan yatırımcılar ele alındığında, bu yatırımcılardan özellikle temel analizi takip eden ve Pd/Dd oranını kullanan yatırımcıların yatırım kararlarını değiştirdikleri görülmüştür. Bu geleneksel yatırımcılar, yatırım tercihlerindeki değişimi iki şekilde realize etmişlerdir. Yatırımcılar önce geleneksel finansal kuralların uygulanamayacağını ve yeni ekonomik koşulların söz konusu olduğunu iddia etmişlerdir. Daha sonra ise davranışları geleneksel yatırım şeklini önemsemediklerini ve bilişsel çelişki yaşadıklarını göstermiştir. Çünkü yatırımcılar internet firması paylarını fiyat momentumuna dayanarak satın almışlardır (Ricciardi ve Simon, 2000: 4-5). Burada yatırımcıların yatırım kararlarını haklı çıkarmaya çalıştıkları ve zihinsel huzursuzluklarını rahatlatmak için zemin oluşturma çabası içinde oldukları görülmektedir.

#### **2.1.3.5. Hedonik Düzeltme**

Değer fonksiyonu kazançlar ve kayıplar üzerinden tanımlanmakta ve hem kazanç hem de kayıplara karşı duyarlılığın azaldığını göstermektedir. Zihinsel muhasebe yatırımcıların değer fonksiyonunu kullanarak sonuçları değerlendirme yolları ile ilgilenmektedir. Örneğin, zihinsel muhasebenin cevaplamaya çalıştığı önemli bir soru yatırımcıların tüm sonuçları birlikte veya ayrıştırarak ele alıp almadığıdır (Lim, 2006: 2539-2540). Beklenti teorisine dayalı hedonik düzeltme, insanların algılanan en yüksek



değeri elde etmek için iç içe geçmiş sonuçları nasıl birleştirip ayırdıklarına ilişkin öneriler sunmaktadır. Hedonik düzeltmenin bu önerileri zihinsel muhasebe sorununu ortadan kaldırmaktadır. Beklenti teorisinde bireyler sonuçları değerlendirirken değer fonksiyonunu kullanmaktadırlar. Hedonik düzeltme hipotezi ise değer fonksiyonuna göre faydayı artırabilmek için sonuçları birleştirip değerlendirmenin bir yolu olarak aşağıdaki ilkeleri takip etmektedir (Thaler, 1999: 187):

- Kazançları ayırıştırma (çünkü kazanç fonksiyonu konkavdır),
- Kayıpları birleştirme (çünkü kayıp fonksiyonu konvektir),
- Küçük kazançları küçük kayıplarla birleştirme (kayıptan kaçınmayı dengelemek için),
- Küçük kazançları büyük kayıplardan ayırştırmak (çünkü kazanç fonksiyonu orijine diktir ve küçük kazancın faydası yavaşça azalan büyük kaybın faydasını aşmaktadır).

Değer fonksiyonunun duyarlılığının azalması, bireylerin kayıpları birlikte, kazançları ise ayrı ayrı değerlendirerek en yüksek faydaya eriştiğini göstermektedir (Lim, 2006: 2570-2571). Bu anlamda sermaye kazançları ve kar payları ayırıştırma konusu kapsamında incelenebilir. Buna göre şirketin pay fiyatları düşünülen kar payı ödemelerinden daha fazla arttığında veya kayda değer bir oranda azaldığında kar payı ödenmektedir. Bu sonuç yatırımcının beklenti teorisine göre şekillenen değer fonksiyonunun bir özelliğidir. Beklenti teorisi bu anlamda, kazançlarda riskten kaçınmayı; kayıplarda ise risk almayı ifade etmektedir. Bu kayıptan kaçınmadan dolayı birileri, aynı boyuttaki kazançlardan daha yüksek kar payı elde etseler bile, pay fiyatlarının düşmesinden kaçınacaklardır (Breuer ve diğerleri, 2014: 251-252).

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### 3. DAVRANIŞSAL KURUMSAL FİNANS

Kurumsal finans, yönetici ve yatırımcı kesiminin etkileşimi sonucu ortaya çıkan finansal yapıyı ve yatırım davranışlarını açıklamaya çalışır. Bu nedenle, finansman ve yatırım olgularının tam anlamıyla açıklanabilmesi için bu iki kesimin inanışlarının ve tercihlerinin anlaşılması gerekmektedir (Baker ve diğerleri, 2007: 147).

Kurumsal finansa ilişkin çalışmaların çoğu tam rasyonaliteyi savunmaktadır. Bu yaklaşım çerçevesinde yöneticilerin geleceğe ilişkin önyargısız tahminler yaptığı ve bunu gerçekleştirerek kendi çıkarlarını en iyi şekilde koruduğu varsayılmaktadır. Bu varsayım pratik anlamda, yöneticilerin sermaye piyasalarını etkin kabul ettiği ve fiyatların gerçek değerinin rasyonel olarak halka açık bilgileri yansıttığı anlamına gelmektedir. Bu durumda yatırımcılar, yöneticilerin özendirme tedbirleri olarak yönetim mekanizmalarını çalıştırıp kendi çıkarlarına uygun davranmalarını doğal karşılamalıdır (Baker ve diğerleri, 2007: 147-148).

Geleneksel finansçılar yöneticileri rasyonel, kendi çıkarlarını düşünen ve beklenen faydayı artırmaya çalışan yöneticiler olarak standart varsayımlar altında incelemiştir. Diğer taraftan, bu araştırmacılar, yatırımcıların ve yöneticilerin psikolojik önyargılarının karar almayı, finansal piyasaları ve kurumları etkileyebileceğini kabul etmeye başlamışlardır. Sonuç olarak davranışsal finans ve davranışsal kurumsal finans geleneksel paradigmaya karşı önem kazanmaya başlamıştır (Fairchild, 2009: 1).

Davranışsal finans psikolojik önyargıların ve yatırımcıların duygularının karar almayı ve neticede finansal piyasaları nasıl etkilediği ile ilgilenmektedir. Davranışsal kurumsal finans ise psikolojik önyargıların kurumsal finansal kararlar üzerindeki etkisi ile ilgilenmektedir (Fairchild, 2009: 1). Davranışsal kurumsal finansa ilişkin çalışmalar genellikle aşırı güven gibi yönetici önyargılarına odaklanmaktadır (Heaton, 2002;

Hackhbart, 2008; Hackhbart, 2009). Bunun yanında, Fairchild (2009)'ın ileri sürdüğü, duygusal kurumsal finans şeklinde, yatırımcıların ve yöneticilerin yatırımları fantastik bir karar olarak algıladıklarını ortaya koyan yaklaşımlar da bulunmaktadır. Davranışsal kurumsal finans'a ilişkin, Baker ve diğerleri (2007)'nin "irrasyonel yönetici- rasyonel yatırımcı yaklaşımı" ve "irrasyonel yatırımcı- rasyonel yönetici yaklaşımı" teorik alt yapıyı oluşturması açısından önemli yaklaşımlardır.

### **3.1. Davranışsal Kurumsal Finans'ın Teorik Temelleri**

Davranışsal finans ve kurumsal finans, kurumlarda karar verme sürecinde, insan davranışlarının etkilerini birlikte ele almaktadırlar. Davranışsal kurumsal finansa ilişkin ilk çalışmalar Roll (1986)'un kibirli (hubris) yönetici kavramını, şirket birleşmelerinde şirket değerinin azalmasının ve hedef şirket için aşırı ödemelerin yapılmasının bir sebebi olarak ele almasına dayanmaktadır. Roll (1986)'a göre kurumsal ele geçirmenin net değeri, hedef firmanın piyasa değerinin yükselmesi ile devralıcı firmanın düşen piyasa değeri arasındaki farka eşittir. Bu durumda yönetici kendi değer tahmininin piyasaninkinden daha gerçekçi olduğuna inanmaktadır.

Davranışsal kurumsal finansa ilişkin günümüzde geçerli en yeni önermeler ise "irrasyonel yatırımcı yaklaşımı" ve "irrasyonel yönetici yaklaşımı" adı altında Baker ve diğerleri (2007) tarafından öne sürülmüştür. "İrrasyonel yatırımcı yaklaşımı" nda, piyasalarda arbitrajın sınırlı olduğu ve rasyonel yöneticilerin sınırlı arbitraj sonrası oluşan aşırı veya düşük fiyatlara cevap verecek şekilde kararlar aldıkları varsayılmaktadır. "İrrasyonel yönetici yaklaşımı"nda ise, yöneticilerin davranışsal önyargılar çerçevesinde kararlar aldıkları varsayılmaktadır (Baker ve diğerleri, 2007: 147-148). Burada birinci yaklaşım, rasyonel olmayan davranışlar gösteren yatırımcıların, sınırlı arbitrajla fiyatları etkileyebileceği ve bunun rasyonel yöneticiler üzerindeki etkisi ile ilişkilidir. İkinci yaklaşım ise, rasyonel olmayan yöneticilerin davranışsal önyargılarla aldıkları kararların, firma değeri üzerindeki etkisi ile ilişkilidir.

Her iki yaklaşım, yöneticinin rolü ve kalitesi konusunda, farklı bakış açılarına ve farklı normatif etkilere sahiptir. Her ne kadar rasyonel olmayan davranışların birincil kaynağı yatırımcı tarafı olsa da; uzun dönemli değer maksimizasyonu ve ekonomik

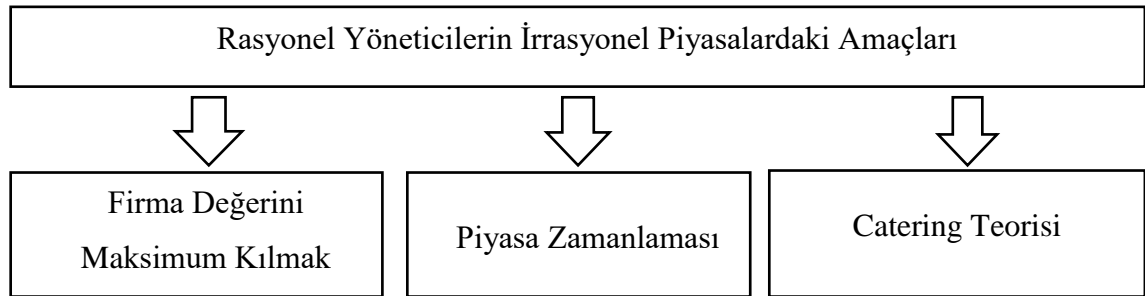
etkinlik, yöneticileri kısa dönemli pay fiyatı baskılarından izole etmelidir. Yöneticilerin etkinliği başarabilecek kararlar alabilmesi için, sermaye piyasalarında popüler olmasa bile, bu izoleye ihtiyaçları vardır. Diğer taraftan, irrasyonel davranışların kaynağı yönetici tarafında ise, yöneticilerin takdir yetkisini azaltacak uygulamalar gereklidir. Ayrıca, yöneticiler piyasadaki fiyat sinyallerine cevap verecek yönde kararları değerlendirmelidirler (Baker ve diğerleri, 2007: 148).

### 3.1.1. Rasyonel Yönetici- İrrasyonel Yatırımcı Yaklaşımı

“İrrasyonel yatırımcı yaklaşımı” sermaye piyasalarında arbitrajın sınırlı olduğunu ve böylece fiyatların yüksek veya düşük olabileceğini, yani yanlış fiyatlandırıldığını varsaymaktadır. Rasyonel yöneticilerin bu yanlış fiyatlandırmayı fark ettikleri ve bu yanlış fiyatlandırmaya cevap verecek veya teşvik edecek şekilde kararlar aldıkları varsayılmaktadır. Buna göre yöneticilerin kararları firmanın kısa vadeli değerini maksimum yapabileceği gibi düşük de yapılabilir (Baker ve diğerleri, 2007: 147).

İrrasyonel yatırımcı yaklaşımının iki önemli özelliği vardır. Birincisi irrasyonel yatırımcılar fiyatları etkilemelidirler ve bu sınırlı arbitrajla mümkün olacaktır. İkincisi ise yöneticiler piyasa fiyatları ve gerçek değeri ayırt edebilecek kadar zeki olmalıdırlar (Baker ve diğerleri, 2007: 147). Rasyonel yöneticilerin irrasyonel piyasalardaki hedefleri Şekil 2’de gösterilmiştir.

**Şekil 2: Rasyonel Yöneticilerin İrrasyonel Piyasalardaki Amaçları**



**Kaynak:** Nguyen ve Shübler, 2013: 190.

Şekil 2’de görüldüğü üzere rasyonel yöneticiler, piyasa zamanlaması ve catering teorisi yaklaşımlarına göre birbiriyle çelişen üç amacı dengelemektedir. Bunlardan ilki

firmanın gerçek değerini maksimum kılmaktır. Bunun anlamı riske göre düzeltilmiş gelecekteki nakit akışlarının şimdiki değerini rasyonel olarak artırmak için yatırım projelerinin seçilmesi ve finanse edilmesidir. İkinci amacı firmanın cari pay fiyatlarını maksimum kılmaktır. İkinci amaç belirli yatırım projeleri aracılığıyla kısa vadeli yatırımcı taleplerini karşılamaktadır (catering). Yöneticiler bu şekilde geçici yanlış fiyatlandırmaları etkileyebilmektedirler. Üçüncü amaç ise, hem firmanın faydası hem de uzun dönemli yatırımcılar için cari yanlış fiyatlandırmadan faydalanmaya çalışmaktır (piyasa zamanlaması). Yöneticiler bunu piyasa zamanlaması ile başarmaktadırlar. Piyasa zamanlaması, kısmen aşırı değerlendirilmiş menkul kıymetler ve bunlardan düşük değerlendirilmiş olanlarının geri satın alınmasını sağlamaktadır. Bu politika “firma değeri”ni, yeni veya ayrılan yatırımcılardan devam eden veya uzun dönemli yatırımcılara transfer etmektedir. Genel olarak her firmanın menkul kıymetleri bir ölçüde yanlış fiyatlandırılabilir. Rasyonel yöneticinin bu üç amacı dengelediği amaç fonksiyonu (1) no’lu eşitlikteki gibidir (Baker ve Wurgler, 2012: 12-15):

$$\max_{K, e} \lambda [f(K; \cdot) - K + e\delta(\cdot)] + (1 - \lambda)\delta(\cdot) \quad (1)$$

Burada;

$K$  : Yeni yatırımları,

$f(K; \cdot)$  : Gelecekteki nakit akışlarının cari değerini, yani finansman ve yatırım fonksiyonunu,

$f(K; \cdot) - K$  : Gerçek değeri,

$\delta(\cdot)$  : Geçici yanlış fiyatlandırmayı,

$e$  : Yanlış fiyatlandırmadan faydalanabilmek için firmaların satılan kısmını,

$e\delta(\cdot)$  : Mevcut ve uzun dönemli hissedarların piyasa zamanlamasından kazancını,

$\lambda$  : Yönetici ufkunu ifade etmektedir.

Rasyonel yöneticilerin optimal yatırım ve finansal kararlarını aldığı irrasyonel yatırımcılara sahip etkin sermaye piyasalarında,  $K$  ve  $e$ 'ye göre farklılaşan amaç fonksiyonu ise 2 ve 3 no'lu eşitliklerde gösterilmiştir (Baker ve Wurgler, 2012: 15):

$$-f_K(K; \cdot) = 1 - (e + (1 - \lambda) / \lambda) \delta K(\cdot) \quad (2)$$

$$-f_e(K; \cdot) = \delta(\cdot) + (e + (1 - \lambda) / \lambda) \delta e(\cdot) \quad (3)$$

(2) no'lu eşitlik yatırım politikası ve (3) no'lu eşitlik ise finansman politikası ile ilgilidir. Birinci eşitlik catering teorisi ve piyasa zamanlamasının yanlış fiyatlandırma üzerinden etkisini göstermektedir. İkinci eşitlik ise, firmanın mevcut sermaye yapısını sermayeden yana değiştirmenin ortaya çıkarttığı marjinal değer kaybını göstermektedir (Baker ve Wurgler, 2012: 15-16). Davranışsal finans açısından bu model, yönetici kararlarının karşısında yatırımcı önyargılarından dolayı ortaya çıkan gerçek değer ve piyasa değeri arasındaki farka dayanmaktadır (Fairchild, 2007: 3). Yani irrasyonel yatırımcıların önyargılarından dolayı payların fiyatı düştüğünde, rasyonel yöneticiler pay ihraç etmek istemeyeceklerdir (Xu, 2014: 49).

### 3.1.1.1. Piyasa Zamanlaması

Baker ve Wurgler (2002)'in irrasyonel yatırımcı (veya yönetici) ve zamanla değişen yanlış fiyatlandırmaya dayalı piyasa zamanlaması yaklaşımına göre yöneticiler, maliyetleri irrasyonel bir şekilde düşük olduğunda pay ihraç etmektedirler. Aksine pay maliyeti irrasyonel bir şekilde yüksek olduğunda ise payları geri satın almaktadırlar. Bu yaklaşımda piyasaların etkin olmasına gerek yoktur. Burada yöneticilerin başarılı bir şekilde getiri tahminleri yapmaları beklenmemektedir. Buradaki kritik varsayım yöneticilerin piyasayı zamanlayabileceklerine olan inançlarıdır. Baker ve Wurgler (2002)'in piyasa zamanlaması teorisi yöneticilerin rasyonel, yatırımcıların irrasyonel olduğunu varsaymaktadır.

**Tablo 3: Piyasa Zamanlaması Matrisi**

Piyasa Zamanlaması Katılımcıları		Yönetici	
		Rasyonel	İrrasyonel
Yatırımcı	Rasyonel	<b>Yaklaşım 1</b> <ul style="list-style-type: none"><li>- Her ikisi de rasyoneldir.</li><li>- Etkin fiyatlar söz konusudur.</li><li>- Piyasa zamanlaması çalışmamaktadır.</li><li>- Zamanla değişen bilgi asimetrisi söz konusudur.</li></ul>	<b>Yaklaşım 3</b> <ul style="list-style-type: none"><li>- Yöneticiler irrasyoneldir.</li><li>- Piyasalar rasyoneldir.</li><li>- Yöneticiler tarafından fark edilmiş yanlış fiyatlandırma vardır.</li><li>- Piyasa zamanlaması çalışmaktadır (yatırımcı yararına).</li></ul>
	İrrasyonel	<b>Yaklaşım 2</b> <ul style="list-style-type: none"><li>- Yöneticiler rasyoneldir.</li><li>- Piyasalar irrasyoneldir.</li><li>- Gerçek yanlış fiyatlandırma vardır.</li><li>- Piyasa zamanlaması çalışmaktadır (firma yararına).</li></ul>	<b>Yaklaşım 4</b> <ul style="list-style-type: none"><li>- Hem yönetici hem de yatırımcı irrasyoneldir.</li><li>- Belirsizlik hakimdir.</li></ul>

**Kaynak:** Xu, 2014: 53.

Xu (2014), Baker ve Wurgler (2002)'in rasyonel yatırımcılar ve yöneticilere ilişkin davranışsal varsayımlarını göz önünde bulundurarak piyasa zamanlamasını Tablo 3'de olduğu gibi şekillendirmiş ve buna "Piyasa Zamanlaması Matrisi" adını vermiştir. Tablo 3'de fiyatların gerçek anlamda yanlış fiyatlandırılmasına neden olan irrasyonel yatırımcılar, firmanın gerçek değeri hakkında önyargısız anlayışa sahip rasyonel yöneticiler için, piyasa zamanlaması fırsatı ortaya çıkarmaktadır. Rasyonel yöneticiler mevcut hissedarlarının yararına, düşük fiyatlı varlıkları satın almakta ve fiyatlar yükseldiğinde ise bunları satmaktadırlar. Pay fiyatlarına ilişkin önyargılı anlayışa sahip irrasyonel yöneticiler için yönetsel irrasyonelite, firmanın piyasa zamanlamasında kaybedeceğini göstermektedir. Bu durum *piyasa yanlış zamanlaması* olarak adlandırılmaktadır. Bunun sebebi, piyasa fiyatları firmanın gerçek değerini yansıttığı halde, yöneticilerin fiyatları önyargılı değerlendirmesidir. Bu durumda irrasyonel yöneticiler, örneğin pay fiyatları aşırı değerlendirildiğinde geri satın alarak, piyasayı yanlış zamanlayabilmektedirler. Kısacası, yatırımcıların ve yöneticilerin rasyonel olmayan davranışları pay satın almalarında yanlış zamanlama yapmalarına neden olabilmektedir (Xu, 2014: 51-53).

### 3.1.1.2. Catering Teorisi

Catering teorisi tam olarak yöneticilerin yatırımcılara mevcut durumda istediklerini vermesidir. Yani yöneticilerin, kar payı dağıtım kararları konusunda piyasanın beklentilerini göz önünde bulundurmasıdır. Catering teorisi üç bileşene sahiptir (Baker ve Wurgler, 2004: 1127):

- Catering teorisine göre, hem kurumsal ve hem psikolojik sebeplerle, bazı yatırımcılar, kar payı ödeyen şirketlerin paylarına bilgisizce ve zamanla değişen bir talep göstermektedirler.
- Arbitraj bu talebi önlemekte başarısız kalmakta ve bu talebin cari pay fiyatlarını etkilemesine izin vermektedir.
- Yöneticiler yatırımcı taleplerini karşılamak amacıyla kar payı dağıtabilmektedirler. Yöneticiler özellikle yatırımcıların kar payı ödeyen firmaların paylarına talep gösterdikleri zaman böyle bir karar almaktadırlar.

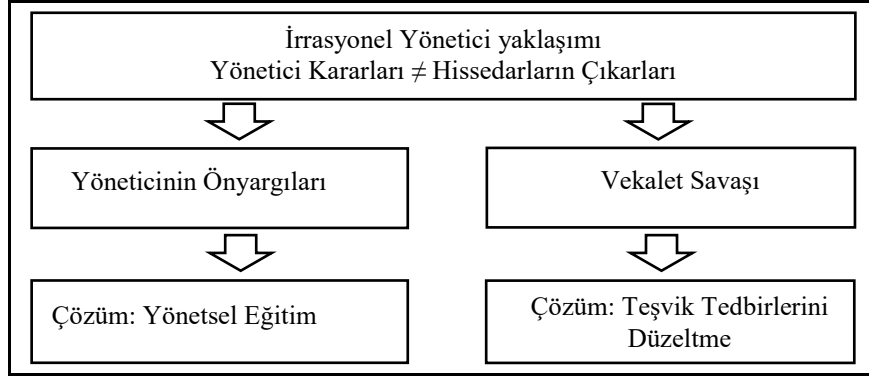
Catering teorisinin temel varsayımı, yöneticilerin, kar payı ödeyen firmaların kar payı ödemeyen firmalara nazaran payları yoğun talep gördüğünde kar payı ödemeye başlamak ve ödemeye devam etmek istedikleri yönündedir. Aksine yatırımcılar kar payı ödemeyenleri tercih ediyorsa, yöneticiler kar payı ödemek konusunda isteksiz davranmakta veya kar payı ödemeyi bırakmaktadırlar (Anouar, 2012: 3). Catering teorisinin önemini ortaya koyması açısından Bulan ve diğerleri (2007), firmaların yaşam döngüsü içerisinde kar payı ödemeyi başlatma kararlarının zamanlamasını ve önemini araştırmışlardır. Sonuç olarak firmanın kar payı ödemeyi başlatmasının en önemli nedeninin firmanın olgunluk döneminde olması ve catering teorisi olduğunu tespit etmişlerdir.

### 3.1.2. İrrasyonel Yönetici- Rasyonel Yatırımcı Yaklaşımı

Davranışsal kurumsal finasta bir diğer yaklaşım “irrasyonel yönetici yaklaşımı”dır. Bu yaklaşım yöneticilerin davranışsal önyargılara sahip olduğu halde rasyonaliteyi sürdürdüğünü ve yönetim mekanizmalarını kısıtladığı halde yönetici çalıştırıldığını varsaymaktadır (Baker ve diğerleri, 2007: 148).



### Şekil 3: İrrasyonel Yönetici Yaklaşımı



**Kaynak:** Nguyen ve Schübler, 2013: 188.

Shefrin (2007)'nin de ifade ettiği gibi yöneticiler ve yönetim kurulu üyeleri firma değerini artırma sürecinde bazı davranışsal faktörlerin finansal kararlar üzerindeki etkilerini iyi anlamalıdır. Şekil 3'de gösterildiği gibi firma değerini firma yöneticilerinin ve çalışanlarının psikolojik yanılgılarının ve duygusal eğilimlerinin oluşturduğu maliyetler önemli ölçüde etkileyecektir. Vekalet teorisi, yöneticilerin en uygun ama yetersiz kurumsal kararlar aldıklarını ileri sürmektedir. Çünkü teşvik sistemleri onların çıkarlarını hissedarların çıkarlarına göre ayarlama konusunda başarısız olmaktadır. Bu doğrultuda davranışsal etkiler vekalet maliyetlerine yakın olmaktadır. Bu davranışsal maliyetler firma değerine zarar verebilir. Yöneticilerin sahip olduğu psikolojik önyargıları iyileştirmenin en iyi yolu yönetici eğitimidir. Yöneticiler ve hissedarlar arasındaki vekalet savaşlarının neden olduğu davranışsal maliyetler ise yeni vekalet sözleşmeleri ile ortadan kaldırılabilir (Nguyen ve Schübler, 2013: 188).

Firma değerini etkileyebilecek firma dışından ve davranış kaynaklı bir diğer engel ise, analistler ve yatırımcıların psikolojik yanılgılarından kaynaklanmaktadır. Geleneksel kurumsal finansa ilişkin çalışma kitapları, analistlerin ve yatırımcıların da rasyonel oldukları varsayımı altında, yöneticilere nasıl rasyonel kararlar alacaklarını açıklamaktadırlar. Fakat analistler ve yatırımcılar her zaman rasyonel davranmamaktadırlar. Analistlerin ve yatırımcıların sahip oldukları davranışsal yanılgıların gerçek değeri ile piyasa fiyatı arasında bir boşluk oluşturmaktadır. Bu boşluk varlıkların yanlış fiyatlandırılması anlamına gelmekte ve yöneticiler açısından her türlü anlaşmazlığı ortaya çıkarabilmektedir (Shefrin, 2001: 1-7).

Baker ve Wurgler (2012) yöneticilerin, firma varlıklarının değeri ve yatırım fırsatları konusunda iyimser oldukları varsayımı altında, iki çelişkili amacı dengelediklerini ileri sürmektedirler. Birincisi, firmanın paylarının gerçek değerini maksimum kılmak, ikincisi ise, algılanan sermaye maliyetini minimum kılmaktır. Burada yöneticilerin kendi çıkarları ve güvene dayalı görevleri nedeniyle yatırımcıların yararına hareket ettikleri varsayılmaktadır. Buradan hareketle irrasyonel yöneticinin amaç fonksiyonu (4) no'lu eşitlikte olduğu gibi ifade edilebilir (Baker ve Wurgler, 2012: 54-55):

$$\max_{K, e} (1 + \gamma)f(K; \cdot) - K - e\gamma f(K; \cdot) \quad (4)$$

Burada;

$\gamma$  : Yönetimsel önyargıyı,

$\gamma f(K; \cdot)$  : Yöneticinin algıladığı düşük değerlemenin büyüklüğü,

$e\gamma f(K; \cdot)$  : Yöneticilerin, ayrılan uzun dönemli hissedarlarının piyasa zamanlaması nedeniyle yaşadıkları kayıplara ilişkin algılarını

ifade etmektedir.

Etkin piyasalarda irrasyonel yönetici için optimal finans kararlarının  $e$ 'ye karşın farklılaştırılarak alındığı amaç fonksiyonu ise (5) no'lu eşitlikteki gibi ifade edilebilir (Baker ve Wurgler, 2012: 55):

$$(1 + \gamma)fe(K; \cdot) = \gamma(f(K; \cdot) + efe(K; \cdot)) \quad (5)$$

Bu fonksiyon, irrasyonel yöneticilerin düşük değerlendirildiğini düşündükleri payları ihraç etmekte isteksiz olacaklarını göstermektedir (Xu, 2014: 50). Bu modelin varsayımı ise yöneticilerin kararlarını kendi başına alabileceği ve bu kararların kurumsal yönetim mekanizmaları tarafından tam olarak kontrol edilmediği yönündedir (Nguyen ve Schübler, 2013: 188).

### 3.2. Davranışsal Önyargılar ve Kurumsal Finansal Kararlar

Hem “irrasyonel yatırımcı yaklaşımı” hem de “irrasyonel yönetici yaklaşımı” yöneticilerin ve yatırımcıların aynı anda tam olarak rasyonel olmadıklarını ileri sürmektedir. Davranışsal kurumsal finans, bu yaklaşımlar çerçevesinde yöneticilerin, firma değeri açısından önemli sonuçlar doğurabilecek kararları davranışsal önyargılarla aldığını öne sürmektedir.

Davranışsal önyargılar bazı araştırmacılar tarafından firma değerini negatif yönde etkileyen unsurlar olarak ele alınırken; bazı araştırmacılar tarafından ise firma değerini arttıran yönleri ile ele alınarak değerlendirilmektedir. Örneğin, Shefrin (2007) yönetimsel önyargıların firma değerini azaltıcı negatif yönlerini vurgulamış ve bu gibi önyargıların düzeltilmesine ihtiyaç olduğunu belirtmiştir. Diğer taraftan, Fairchild (2005a), Hackbarth (2002), Ramiah ve diğerleri (2014) gibi bazı araştırmacılar ise davranışsal önyargıların, bazı spesifik alanlarda yönetimsel kararları geliştirme potansiyeli taşıması açısından her zaman kötü tutumlar olarak değerlendirilmemesi gerektiğini ileri sürmüşlerdir. Ramiah ve diğerleri (2014)'ne göre, örneğin aşırı güvenli yöneticiler bazı tahmin modellerine ve tekniklerine sahiptirler. Bu, yeni teknolojiler ve sistemlere ilişkin tahminlerde faydalı olabilir. Diğer taraftan, kayıptan kaçınan yöneticiler sorunlu alacaklarını daha etkin yönetebilmektedir. Bu durum özellikle sıkıntılı müşterilere ve yüksek kredili satış oranına sahip firmaların, kayıptan kaçınan çalışma sermayesi yöneticileri ile çalışmalarını gerektiği anlamına gelmektedir. Bunun yanında, çıpalama ve temsiliyet hevristiğine sahip yöneticiler hacizli firmaları daha iyi yönetebilirler. Eğer firma hacizliyse temsiliyet hevristiğine sahip bir yöneticiyi işe alarak durumu yönetebilir. Kendine atfetme önyargısına sahip yöneticiler ise, dışsal faktörlere odaklanmaları açısından iyi bir risk yöneticisi olabilirler. Piyasaların aşağı yönlü olduğu dönemlerde eğer firma riskini yönetmek istiyorsa kendine atfetme önyargısına sahip yöneticiler firma için faydalı olabilir.

Davranışsal finansa nazaran davranışsal kurumsal finans, finans literatüründe yeni bir konudur. Bu nedenle, literatürde davranışsal kurumsal finansa ilişkin çalışmalar daha çok aşırı güven ve sermaye yapısı kararları arasındaki ilişkiye yoğunlaşmıştır ve öne sürülen modeller sınırlı sayıdadır. Bu bölümde yöneticilerin davranışsal önyargıları ve

kurumsal finansal kararlar arasındaki ilişki irdelenirken konuya ilişkin literatürde yer alan sınırlı sayıda çalışmaları göz önünde bulundurulmuştur.

### **3.2.1. Sürü Davranışı ve Kurumsal Finansal Kararlar**

Baddaley (2010) sürü davranışının temelini Keynes (1930)'in "belirsizlik koşullarında kalabalık taklit edilir" şeklindeki motivasyonuna dayandırmaktadır. Keynes sürü davranışını belirsizlik durumunda bireylerin kendi dürtülerine ilişkin algılarına yönelik bir cevap olarak ele almıştır. Yani bireyler belirsizlik ortamında topluluğun geri kalanının kendilerinden daha üstün bilgiye sahip olduğuna inanmakta ve onları takip etmektedirler. Bu durum ise belirsizlik oluşturmaktadır ve özellikle sermaye piyasalarında spekülasyon hikayeleri ortaya çıkarabilmektedir (Baddaley, 2010: 282). Benzer durum finansal karar alıcılar için de geçerlidir. Yani yöneticiler benzer koşullarda firma değerini etkileyen önemli kararlarda kendi inançlarının ve tutumlarının etkisinde kalarak rasyonellikten uzaklaşabilmektedirler.

Yöneticilerin sürü davranışı göstermesinin üç temel sebebi vardır: Birinci sebep çaba sarf edilmeden edinilen bilgilerdir. Buna göre bazı bireyler, hiçbir çaba sarf etmeden şansa uygulayabilecekleri üstün bilgiler elde edebilmektedirler. Daha az avantajlı bireyler ise kendilerinden daha üstün bilgi sahibi olduklarına inandıkları diğer bireyleri taklit etmektedirler. Sürü davranışının ikinci nedeni ücrete dayalıdır. Ücrete dayalı sürü davranışı vekalet yaklaşımı etrafında şekillenmektedir. Vekalet yaklaşımı, yöneticilerin kendi kabiliyetlerini ve eylemlerini asıldan daha iyi bildiklerini vurgulamaktadır. Bu anlamda asimetrik bilgi koşulları söz konusu ise, yöneticilerin üstün performanslarına ilave ödemeler yapmak vekalet savaşlarını önlemek açısından etkili bir yoldur. Bu senaryoda yöneticilerin özellikle riskten kaçınan kısmı sürü davranışı göstermeyi avantajlı bulmaktadır. Sürü davranışının üçüncü nedeni ise grup normlarına ilişkindir, yani saygınlığa dayalıdır. Yöneticilerin aldıkları finansal kararlar diğer yöneticilerin kararlarından farklı ise ve kötü sonuçlanırsa, bu durum yöneticinin saygınlığına zarar verecektir. Bu faktörler irrasyonel eylemleri destekleyici unsurlar olarak görünmektedirler. Özetle diğer firmalardan edinilen bilgiler, yöneticilerin eleştirilerden kaçınma isteği (buna kendi kendini eleştirmek de dahil) ve piyasa katılımcılarının sürü davranışı göstermesi

yöneticilerin sürü davranışı göstermesinin önemli nedenlerindedir (Zeckhauser ve diğerleri, 1991: 276-279).

Sürü davranışı literatürde genel olarak bireysel veya kurumsal yatırım kararları açısından incelenmiştir ve sürü davranışını ölçmeye yönelik uygulamalı yöntemler genellikle yatırım kararlarına odaklanmıştır. Bu yöntemlerden ilki Lakonishok ve diğerleri (1992) tarafından ABD'deki fon yöneticilerinin varlık satın alma ve satma eğilimleri dikkate alınarak geliştirilmiştir. Geçmiş pay performanslarına dayalı bu çalışmada önemli ölçüde sürü davranışı tespit edilememesiyle birlikte, talep esnekliğinin sürü davranışını ölçmedeki önemine vurgu yapılmıştır. Bir başka ölçüm yöntemi ise Hwang ve Salmon (2004) tarafından geliştirilen ve finansal varlık fiyatlandırma modelinden türetilen yöntemdir. Bu yöntemle payların beta katsayılarının varyansı ve yatay kesit standart sapması analiz edilerek, fiyatlardaki toplam değişim üzerinde sürü davranışının etkili olup olmadığı belirlenmeye çalışılmıştır. Çalışma sonucunda ABD, İngiltere ve Güney Kore ülkelerinin sermaye piyasalarında sürü etkisinin varlığına ilişkin bulgular elde edilmiştir.

Sürü davranışını araştırmak üzere öne sürülen yöntemlerden bir diğeri ise Christie ve Huang (1995) ve Chang ve diğerleri (2000) tarafından geliştirilmiştir. Bu yöntemde sürü davranışının varlığı, varlık getiri oranlarının yatay kesit değişkenliği ile piyasa getiri oranı arasındaki ilişkiye dayanarak araştırılmıştır. Christie ve Huang (1995) ABD sermaye piyasalarında sürü davranışını inceledikleri çalışmalarında, pazar ortalamalarını dikkate alarak pay getirilerinin yatay kesit sapmalarının değerini incelemişlerdir. Fakat araştırmacılar piyasa katılımcılarının sürü davranışı gösterdiklerine ilişkin somut bulgular elde edememişlerdir. Chang ve diğerleri (2000) ise Christie ve Huang'ın (1995) çalışmasını genişleterek ABD, Hongkong, Japonya, Güney Kore ve Tayvan'da sürü davranışını incelemişlerdir. Sonuç olarak ABD ve Hongkong piyasalarında sürü davranışına ilişkin bulgular elde edilemezken; Japonya, Güney Kore ve Tayvan piyasalarında ise sürü davranışına ilişkin bulgular elde edilmiştir.

Yukarıda bahsedilen sürü davranışını ölçmeye yönelik uygulamalı yöntemler bireysel ve kurumsal düzeyde sermaye piyasası yatırım kararlarını ölçmeye yöneliktir. Kurumsal finansal kararlar açısından sürü davranışı yeni bir araştırma konusu olduğundan, literatürde kurumsal finansal kararlara ilişkin sürü davranışını ölçebilecek yeni modeller

rastlanmamaktadır. Bu konuda daha çok kurumsal finansal kararları etkileyen faktörlerin incelendiği ampirik modellerin geliştirilerek sürü davranışının araştırıldığı görülmektedir. Bu çalışmalardan örneğin Zeckhauser ve diğerleri (1991) sürü davranışını, firmanın borç/özkaynak oranının iki gecikmeli verisini endüstri oranının bir yıl gecikmeli verisiyle regresyona tabi tutarak araştırmışlardır. Filbeck ve diğerleri (1996), Zeckhauser ve diğerleri (1991'in kullandığı yöntemi kullanmış ve benzer sonuçlar elde etmişlerdir. Leary ve Roberts (2014) ise sürü davranışının sermaye yapısı kararları üzerindeki etkisini İki Aşamalı En Küçük Kareler (2AEKK) yöntemi ile, yani araç değişken yaklaşımı ile araştırmışlardır. Bu yöntem klasik en küçük kareler yönteminden ayrılmaktadır. Çünkü bu yöntem içsellik problemini ortadan kaldıracaktır. Burada içsellik problemi ise şöyle tanımlanmaktadır: Eğer firmaların finansal kararları birbirlerini etkiliyorsa, firma a'nın finansal kararı başka firmaların finansal kararlarının bir fonksiyonu haline gelmektedir. Bu eşanlılık ise bağımsız değişkenlerden birisinin veya birkaçının hata terimiyle ilişkili olmasını, yani diğer firmaların finansal kararlarının içsel olduğunu göstermektedir. Bu durumda ise yapısal parametreler tanımlanamamaktadır. Çalışmada içsellik problemini ortadan kaldırmak için FVFM kullanarak elde edilen firmaya özgü getiri şoklarının gecikmesi araç değişken olarak kullanılmıştır. Çünkü firmaya özgü getirilerin firmanın finansal kararları ile ilgili olduğu ve bilgi verici özelliği olduğu kabul edilmektedir.

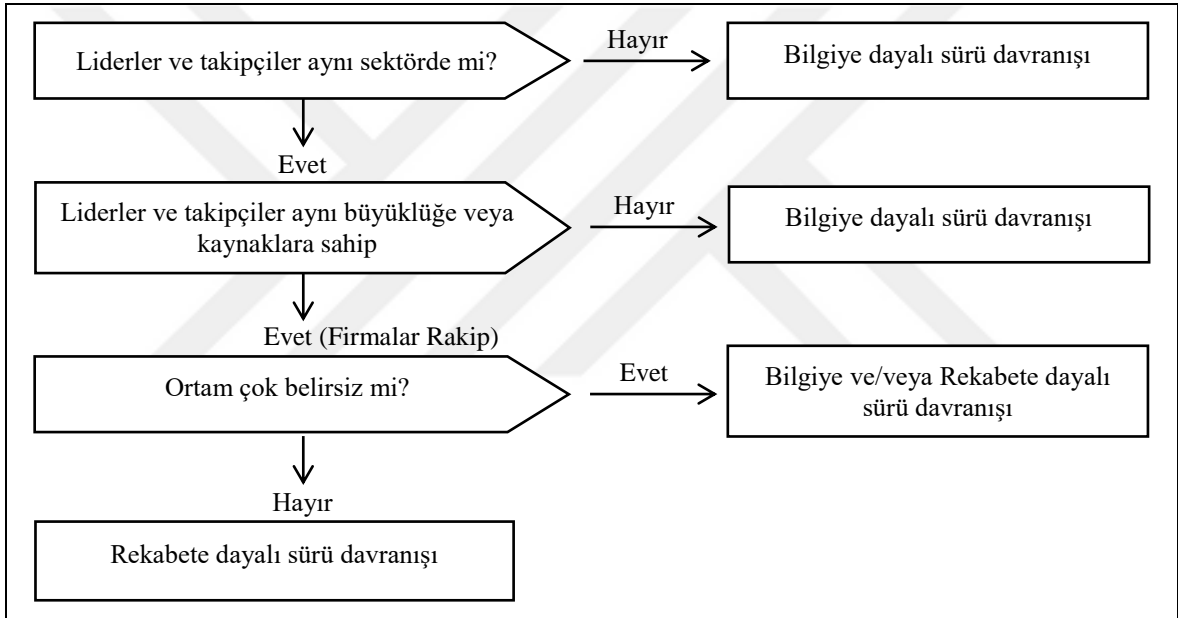
### **3.2.1.1. Yöneticilerin Sürü Davranışı Göstermesinin Sebepleri**

Sürü davranışı bir davranış şekli olarak, farklı iş çevrelerinde kendini göstermektedir. Firmalar birbirlerini yeni ürünler ve üretim süreçleri, yönetimsel metotlar ve organizasyon şemalarının oluşturulması, piyasaya giriş ve yatırım zamanlaması gibi konularda taklit etmektedirler. Çok sık bir şekilde yaşanmasının yanında sürü davranışının önemli nedenleri ve etkileri bulunmaktadır. Firmalar rakiplerinden geri kalmamak için veya diğer firmaların sahip oldukları bilgileri aşırı tahmin ettikleri için bu davranışı gösterebilmektedirler. Firmaların kendini diğer firmalarla kıyaslaması rekabeti şiddetlendirebilmektedir veya aksine danışıklı işleri destekleyebilmektedir (Lieberman ve Asaba, 2006: 366-367).

Sürü davranışı yenilikleri teşvik ederek veya erken eylemde bulunanlar için hataları arttırarak önemli pozitif veya negatif sonuçlar doğurabilmektedir. Örneğin, belirsizliğin

yüksek olduğu dönemlerde sürü davranışı işlevsiz veya sorunlu bir davranış olabilmektedir. Tekrarlayan yatırımlarda kaynak israfına veya spekülatif balonlara sebep olabilmektedir. Bu balonlara 1990'lı yıllarda internet sektöründe yaşananlar iyi bir örnektir. Bu yıllarda yöneticilerin diğer firmaları takip ederek başarılı metotlar ürettiklerini zannetmeleri ve devamında yaşanan aşırı yatırımlar ve zararlar firmaları büyük riske sokmuştur. Diğer taraftan, sürekli gelişen ve değişen iş çevrelerinde sürü davranışı rekabeti etkisizleştirmekte ve firma riskini azaltabilmektedir (Lieberman ve Asaba, 2006: 366-367). Koşullara bağlı olarak görülen sürü davranışı türleri Şekil 4'de gösterilmiştir.

**Şekil 4: Farklı Koşullar Altında Sürü Davranışı**



**Kaynak:** Lieberman ve Asaba, 2006: 376.

Lieberman ve Asaba (2006)'ya göre firmalar temel olarak birbirlerini Şekil 4'de belirtildiği gibi iki sebepten dolayı taklit etmektedirler. Bu sebeplerden birincisi, bilgiye dayalı teoriler, ikincisi ise rekabete dayalı teorilerdir. Bilgiye dayalı teorilerde firmalar diğer firmaların sahip oldukları bilgileri aşırı tahmin etmektedirler. Rekabete dayalı teorilerde ise firmalar rekabeti azaltmak veya mevcut rekabeti korumak için birbirlerini taklit etmektedirler. Lieberman ve Asaba (2006) bilgiye dayalı teorileri ekonomi, kurum sosyolojisi ve nüfus ekolojisi kapsamında incelemişlerdir. Rekabete dayalı sürü davranışını ise riski de göz önünde bulundurarak ekonomi ve işletme stratejisi kapsamında incelemişlerdir.

Günümüzde firmalar yalnızca yeni ürünler, yönetimsel metotlar ve yatırım kararlarında değil, sermaye yapısı kararları, kar dağıtım kararları, nakit tutma politikaları gibi kurumsal politikaların belirlenmesi aşamasında da taklit davranışı gösterebilmektedirler. Örneğin, Zeckhauser ve diğerleri (1991) kurumsal yöneticilerin borç/özsermaye oranını belirlerken endüstride yer alan diğer firmalardan önemli ölçüde etkilendiklerini tespit etmişlerdir. Bu duruma karar alıcıların, benzer firmalardan bilgiler edinmelerinin, eleştirilerden kaçınmak istemelerinin veya piyasadaki diğer aktörlerin de sürü davranışı göstermesinin sebep olabileceğini belirtmişlerdir. Benzer şekilde, Filbeck ve diğerleri (1996) sektör ortalamalarını kullanarak sürü davranışını inceledikleri çalışmalarında Zeckhauser ve diğerleri (1991)'nin yaklaşımlarını test etmişlerdir. Çalışmada daha geniş bir açıdan yalnız sektör ortalamaları değil, lider firmayı takip etme ve diğer firmalar tarafından takip edilme davranışının olup olmadığı da incelenmiştir. Araştırma sonucunda lideri takip etme davranışına ilişkin bulgular elde edilmiştir. Buna göre eğer lider firma özsermayeden ziyade borç kullanımını arttırırsa takipçiler de benzer davranışlar gösterebilmektedirler. Yine sermaye yapısı kararlarına ilişkin Leary ve Roberts (2014) sosyal öğrenme ve saygınlığa dayalı sürü davranışı ekseninde öncü firmaların<sup>1</sup> sermaye yapısı kararlarının, Hung ve diğerleri (2016) öncü firmaların kredi notu değişikliğinin, Duong ve diğerleri (2015) öncü firmaların borçlanma vadelerinin firmaların kendi sermaye yapısı kararları üzerinde etkili olduklarını tespit etmişlerdir. Kar payı dağıtım kararlarında taklit davranışına ilişkin Adhikari (2013), kar payı dağıtım kararlarının önemli belirleyicilerinden birinin öncü firmaların uyguladığı politikalar olduğunu tespit etmiştir. Benzer şekilde, Huang ve Paul (2016), Qiu (2013) ve Popadak (2012) kar payı dağıtım kararlarında sürü davranışına ilişkin önemli sonuçlar elde etmişlerdir. Diğer çalışmalarda Patnam (2011) firmaların yatırım kararlarında ve Ar-Ge harcamalarında şirket ağına dayalı öncü firmaların etkisi olduğunu ve Chen ve Chang (2013) nakit tutma politikalarında öncü firmaların etkisinin olduğunu ortaya koymuşlardır.

### **3.2.1.1.1. Bilgiye Dayalı Sürü Davranışı**

Bilgiye dayalı öğrenme (bilgisel şelaleler), bireylerin birbirlerinin eylemlerinden çikarsamalar yapmalarını ifade etmektedir. Bu durumda bireyler kendi bilgilerine göre

---

<sup>1</sup> Çalışma kapsamında öncü firma, ilgili firma hariç aynı sektörde yer alan diğer firmaların tamamını temsilen kullanılmıştır.



işlem yapmak yerine, başkalarının işlemlerini taklit etmeyi daha rasyonel bulmakta ve sürü davranışı göstermektedir (Banerjee 1992; Bikhchandani ve diğerler, 1992).

Vives (1996)'e göre “diğerlerinden öğrenmenin” iki önemli özelliği bulunmaktadır. İlk olarak diğerlerinden öğrenme kendi kendini düzeltme özelliğine sahiptir. Yani birey diğerlerinden öğrendiklerini uygulayarak başarılı olduğunda kendi kendini yüceltmekte, başarısız olduğunda ise kendi kendini aldattığını düşünmektedir. İkinci olarak diğerlerinden öğrenme, bilgi dışsallığına neden olmakta ve başarısız sonuçlar doğurmaktadır. İlk sonuç, rasyonel beklentiler modeli ve sosyal öğrenme literatürü arasında bir tezatlık olmadığını göstermektedir. İkinci sonuç olan bilgi dışsallığı ise sürü davranışını açıklamaktadır.

Davranışsal kurumsal finans ekseninde sermaye yapısı kararları üzerinde sürü davranışını inceleyen Leary ve Roberts (2014)'e göre yöneticiler karar alma konusunda belirsizlik içindedirler. Karar verebilmek için doğru model tam olarak bilinmemekte ve girdilerin ölçülmesi zor olmaktadır. Yöneticiler bu anlamda finansal kararlarını alırken öncü firmaların özelliklerini ve finansal kararlarını bilgi verici bulmaktadırlar. Örneğin, ne zaman bir öncü firma kaldıracağı oranını arttırırsa firma da aynı eğilimde bulunabilmektedir. Benzer şekilde, firmalar kendi sermaye yapısı kararlarını belirlerken, öncü firmaların büyüme fırsatlarını veya finansal durumunu önemli belirleyiciler olarak dikkate almaktadırlar. Sonuç olarak sosyal öğrenme ve itibar kaygısı nedeniyle diğer firmaların finansal kararları firmanın kendi sermaye yapısı kararlarının bir fonksiyonu haline geldiğinde sürü davranışı gerçekleşmektedir.

### **3.2.1.1.2. Ücrete Dayalı Sürü Davranışı**

Yöneticilere verilen yetkiler, firma sahipleri ve yöneticiler arasında çıkar çatışmalarına neden olabilmektedir. Vekalet sorununa yol açan bu çıkar çatışmalarını ortadan kaldırmak adına yöneticilere bir takım ilave ödemeler yapılması söz konusu olmaktadır. Uygulamada bazı temel kıstaslar göz önünde bulundurularak yöneticileri ödüllendirmek için çeşitli ödeme türleri bulunmaktadır. Yöneticinin performansına dayalı ödemelerde temel problemlerden birisi, başarının iyi performanstan mı, yoksa tesadüfen mi gerçekleştiğini ayırt etmektir. Söz konusu problemin potansiyel çözümlerinden bir tanesi

elde edilen başarının endüstri ortalaması ile kıyaslanması ve sonuç olarak grup içinde başarı elde edilmişse yöneticinin ödüllendirilmesidir. Bunun için yöneticilerin etkileyebildiği firmaya özgü değişkenler ve yöneticilerin etkileyemeyeceği endüstriye özgü değişkenler gibi bazı göstergeler bu ayırımı yapmak için etkilidir. Firma performansı firmanın yer aldığı endüstri ve firmaya özgü riskten etkilenir. Bu anlamda, endüstrideki diğer firmaların dışsal performansına kıyasla yöneticiyi ödüllendirmek adına yapılan ilave ödemeler, firmanın hem yönetici maliyetlerini azaltacak hem de firmayı endüstriye özgü risklerden arındıracaktır. Fakat eğer endüstrideki tüm yöneticiler firma içi ilave performans ücretleri alırlarsa, yatırım kararlarında birçok alternatife sahip yöneticiler bu alternatiflere rağmen sürü davranışını tercih edeceklerdir. Bu davranış yöneticilerin riskten kaçınma isteğinden kaynaklanacaktır (Chen ve Pelger, 2013: 2-25).

Yukarıda da belirtildiği üzere yöneticilere yapılan ödemelere ilişkin literatür üç temel yaklaşıma dayanmaktadır. Bu yaklaşımlar; vekalet yaklaşımı, işgücü piyasası yaklaşımı ve menfaat temini yaklaşımıdır. Fakat bu üç yaklaşımı çözümlenmek güçtür. Çünkü bu yaklaşımlar performansa göre değerlendirme ve ücrete göre değerlendirme yöntemi olmak üzere iki farklı yoldan işletilmektedir. Performansa göre değerlendirmede yöneticiye yapılan ödemeler, piyasanın veya diğer rakiplerin performansına dayalı olmaktadır. Vekalet teorisinin ifade ettiği performans değerlendirmesi tam bu şekilde olmakla birlikte asıl performansa göre değerlendirme türü menfaat temini yaklaşımı ile birebir uyumludur. Buna karşın, ücret değerlendirmesi diğer firmaların yöneticilerinin ücretine bağlı olmaktadır. Ücrete göre değerlendirme vekalet teorisi ile uyuşmamakla birlikte bu yolla değerlendirme işgücü piyasası ve menfaat temini yaklaşımı ile uyumludur. Sonuç olarak bu üç hipotezi bu iki kanalla ayırmak güçtür. Vekalet yaklaşımı yönetici ücretinin, endüstri bazlı performansın bir fonksiyonu olması gerektiğini ifade etmektedir (Lewellen, 2013: 1). Lewellen (2013) çalışmasında vekalet teorisi ile tutarlı olarak endüstri bazlı getirilerdeki %1'lik artışın yönetici ücretlerini yaklaşık olarak %6 oranında arttırdığını ve yöneticilerin yeteneklerine göre ücretlendirildiklerini tespit etmiştir. Araştırmacı çalışmada işgücü piyasasında daha fazla kullanılan öncü etkisi modelini kullanarak yöneticilerin ücretlerinin öncü gruplara göre ödendiğini tespit etmiştir. Ayrıca, çalışmada yöneticilerin kötü performanslarına bağlı olarak kovuldukları belirlenmiştir.

### 3.2.1.1.3. Saygınlığa Dayalı Sürü Davranışı

Yönetimsel bağlamda başarı, güdüleme probleminin sadece bir parçasıdır. Bazı girişimciler, yöneticilerinin yeterli ölçüde çalışkan olduğuna inanmakla birlikte, yöneticilerin karar alırken ne kadar etkin oldukları konusunda endişelidirler. Bu endişenin önemli nedenlerinden bazıları yöneticilerin risk alma konusundaki isteksizliklerinden ve riskten kaçınmalarından kaynaklanmaktadır. Örneğin, bir yatırım projesinin kapsamlı sermaye bütçeleme süreci, yöneticilerin yatırım çabalarının kontrolüne ilişkin önemli somut bir göstergedir. Bu yatırım çabalarına ilişkin sorunlar gözetimle tamamen ortadan kaldırılamayacağı gibi bunların hem firma ve hem ekonomi açısından bütçe anlamında sonuçları olacaktır. Ayrıca, yöneticiler için ekonomik anlamda da önemli sonuçları olacaktır. Bu anlamda merkezi olmayan yönetimde nelerin sorun oluşturabileceği konusunda daha dikkatli olmak gerekmektedir (Holmstrom ve Ricart I Costa, 1986: 836).

Yöneticilerin kariyer endişeleri firma ile yönetici arasındaki risk tercihlerinde tutarsızlıklara neden olmaktadır. Yönetici açısından önemli olan kendi yeteneklerini ortaya koyan yatırımlar değil, kendi başarısıdır. Çünkü bu yatırımlar yöneticinin ücretini riske sokmaktadır. Yöneticiler, başarısızlıklarını dışsal faktörlere bağlayabilecekleri yatırımları yapmak isterken, firmalar kazançlı yatırımları önemsemektedirler. Neticede iki çeşit getiri söz konusu olmaktadır: Yöneticilere yapılan yatırımın getirisi, yani beşeri sermaye getirisi ve firmanın finansal yatırımlarının getirisi. Yöneticilerin kariyer endişesi bu anlamda gerekli olmakla birlikte zararlı da olabilmektedir. Yöneticilerin kendi çıkarlarını diğer firmaların çıkarları ile karşılaştırabilecekleri etkin mekanizmalar söz konusu olmadığında yöneticiler, saygınlıklarını kaybetme endişesi ile riskli yatırımlara yönelebilir ve başarısız olabilirler (Holmstrom, 1999: 178).

Scharfstein ve Stein (1990) sürü davranışına neden olan etkenleri incelerken “zeki olanlar” ve “zeki olmayanlar” şeklinde iki çeşit yönetici olduğu (yatırım kararlarında) varsayımı ile hareket etmişlerdir. Zeki olan yöneticiler bir yatırımın değeri hakkında bilgi verici sinyaller elde edebilmektedirler. Zeki olmayanlar ise, yalnızca gürültü sinyalleri almaktadırlar. Yöneticilerin ne kendileri ne de işgücü piyasası bu yönetici türlerini tanımlayamamaktadır. Fakat yönetici yatırım kararı aldıktan sonra, işgücü piyasası yatırımın karlı olup olmadığı ve yöneticinin davranışının diğer yöneticilerin davranışlarıyla

benzer olup olmadığı yönündeki iki sonuca dayanarak düşüncelerini tekrar gözden geçirebilir. Eğer bir yönetici diğer yöneticileri taklit ediyorsa bu onun iş gücü piyasasına ilişkin olumlu sinyaller aldığını ve zeki olduğunu gösterebilir. Diğer taraftan, eğer bir yönetici aynı durumda diğerlerinin aksine pozisyon alıyorsa, bu onun zeki olmadığını gösterir. Örneğin, yönetici yatırımın negatif beklenen getiriye sahip olduğuna dair bilgi edinse de, diğerlerinin yatırım yapması durumunda onları taklit edecektir. Yöneticilerin gösterdiği bu sürü davranışının önemli sebeplerinden bir tanesi yöneticinin saygınlığını kaybetme endişesidir. Yöneticiler belirli koşullar altında bu endişe ile birlikte kendi sahip oldukları özel bilgileri reddederek başka yöneticilerin davranışlarını taklit edebilmektedirler. Sosyal bakış açısı ile bu durum değerlendirildiğinde, her ne kadar rasyonel bir davranış olmasa da iş çevrelerinde saygınlıklarından endişe eden yöneticiler için rasyonel bir davranış sayılabilir. Çünkü sürü davranışı gösteren bir yönetici başarısızlığını diğer yöneticilerin başarısızlıklarına bağlı olarak açıklayacaktır. Tersine bir durumda diğer yöneticiler başarı gösterirken kendisi başarısız olduğunda ise saygınlığını kaybetmesi söz konusu olabilecektir (Scharfstein ve Stein, 1990: 466-478).

Holmstrom ve Ricart I Costa (1986)'ya göre yöneticilerin risk tercihlerini etkileyen önemli unsurlardan birisi yöneticilerin geleceğe yönelik kariyer endişeleridir. Kariyer endişelerinin kurumsal performansı etkileyebileceğine dair ilk çalışma Fama (1980) tarafından gerçekleştirilmiştir. Fama'ya göre yöneticiler kendilerini, yönetici işgücü piyasasının değerlendirmeleri doğrultusunda disipline edeceklerdir. Aksi halde kötü performans göstermeleri durumunda ücret kaybı yaşayabilir ve saygınlıklarını kaybedebilirler. Diğer yöneticilerle benzer kararlar alan yöneticiler başarılıymış gibi algılanmaktadırlar ve bu sürü davranışının en önemli nedenlerinden birisidir.

Saygınlığa dayalı sürü davranışını inceleyen Hong ve diğerleri (2000) görev süresini dikkate alarak, yöneticilerin kariyer endişesi ve sürü davranışı arasında ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Bir diğer çalışmada Popescu ve Xu (2014) alçalan piyasalarda saygınlığı kaybetmenin maliyetinin daha yüksek olmasına bağlı olarak profesyonel yöneticilerin sürü davranışı gösterdiğini belirtmişlerdir. Kurumsal yatırım kararları üzerinde yöneticilerin kariyer endişelerinin etkisini inceleyen Li ve diğerleri (2011)'ne göre genç yöneticiler, gelecekteki kariyerlerine ilişkin büyük endişe duymakta ve firmanın mevcut iş portföyünü değiştirme eğilimi taşımaktadırlar. Yaşlı yöneticiler ise sakin bir

hayatı tercih etmekte ve mevcut durumlarını korumaktadırlar. Genç yöneticilerin kariyer endişeleri yaşlı yöneticilere kıyasla yatırım kararları üzerinde zarar verici etkilere sahip değildir.

#### **3.2.1.1.4. Rekabete Dayalı Sürü Davranışı**

Firmalar oldukça karmaşık ve belirsiz bir ortamda faaliyetlerini sürdürmektedirler. Bu nedenle, yöneticiler bazen kestirme kararlarla veya yaklaşık hesaplarla hareket edebilmektedirler. Firmalar rakipleriyle olan stratejik etkileşimlerden kaynaklanan ilave karmaşık durumlarla da karşılaşabilmektedirler. Örneğin, basit durumlarda gizli anlaşmalar veya firmaların saygınlık inşa etme yaklaşımları firmaları karmaşık stratejiler uygulamaya yönlendirebilmektedir. Ayrıca, ortamın belirsizliğine bağlı olarak alınması gereken kritik kararlar gecikmeli olarak alınabilmektedir. Örneğin, düşük performans gösteren bir firmanın piyasadan çıkması uzun zaman alabilmektedir. Bunun yanında firmalar tarafından grup olarak alınan kararlar ilave önyargılara neden olabilmektedir. Veya firma sahibinin firma kontrolünü yöneticilere bırakmasıyla birlikte yöneticiler hissedarların çıkarlarıyla uyuşmayacak şekilde, kendi çıkarlarına göre hareket etmeyi sürdürebilmektedirler. Örneğin, agresif veya aşırı iyimser yöneticiyi işten kovmak, rakiplerine göre performansı iyi olan yöneticileri ödüllendirmek, sabit masrafları dikkate alarak fiyatlama kararları alan yöneticileri çalıştırmak stratejik faydalara sahiptir. Bununla bağlantılı olarak, kariyer endişesini yoğun bir şekilde yaşayan yöneticiler daha fazla önyargılı kararlar alma eğilimine sahip olmaktadır (Armstrong ve Huck, 2010: 2-4)

Firmalar öncü firmalarla olan rekabet ilişkisine bağlı olarak, piyasanın genişlemesi süresince rakiplerinden uzaklaşabilmekte veya onları taklit edebilmektedirler. Burada önemli olan bu yapısal firmayı çevreleyen rekabetin, firma davranışlarını nasıl etkileyeceğidir. Piyasada firmalar arasındaki rekabet türü firmaların birbirlerini taklit etme eğilimlerini etkilemektedir. Örneğin, rekabet, firmaların yapısal özelliklerine bağlı olarak, diğer firmaları taklit ederek piyasaya giriş yapması ihtimalini etkileyebilmektedir. Geçmişteki karşılıklı toleranslar (borçluya ödeme için süre verilmesi gibi) piyasayı daha cazip kılarak yeni piyasadaki görece rekabete ilişkin beklentileri arttırmaktadır (Hsieh ve Vermeulen, 2013: 1-17).

Firmalar özellikle rakiplerine göre pozisyonlarını korumak, rakiplerinin agresif eylemlerini etkisizleştirmek ve rekabeti ve riski azaltmak için birbirlerini taklit etmektedirler. Diğer taraftan, piyasa pozisyonunu ve kaynaklarını farklılaştıran firmalar, kendilerini rakiplerinin eylemlerinden izole edebilmektedirler. Bu durum firmaların rakiplerini taklit etme olasılığını azaltmaktadır. Fakat bu farklılaştırma stratejisini sürdürmek genellikle güç olmakta ve risk ortaya çıkarabilmektedir. Firmanın yeni pozisyonu veya sektördeki yeri kesin değildir. Bu nedenle, firmalar genellikle homojen stratejileri sürdürmeyi tercih etmekte ve kendi eylemlerini rakiplerinininki ile kıyaslayarak rekabetin şiddetini ve riski azaltmaktadırlar (Lieberman ve Asaba, 2006: 374).

Kar maksimizasyonuna ilişkin endişeler ve taklit davranışı özellikle oligopolistler arasında sabit etkileşimler ortaya çıkarmaktadır. Mutlak kar maksimizasyonu ile kıyaslandığında her oligopolistin rakiplerine nazaran kendi karıyla ilgilendiği varsayılırsa, bunun etkileri şöyle açıklanabilir: Firmalar ikame malların satıldığı piyasalarda, önceki daha karlı stratejileri taklit ederek rakiplerine nazaran daha yüksek karlar elde etmekte ve piyasadaki rekabeti kızıştırabilmektedir. Taklitçilerin maksimum kara sahip firmalara karşı rekabet ettiği yerde, önceki firma en az sonraki firma kadar iyi performans gösterebilmektedir (Armstrong ve Huck, 2010: 7).

### **3.2.1.2. Sürü Davranışı ve Sermaye Yapısı Kararları**

Firmaların sermaye yapılarını belirlemeye yönelik evrensel teoriler olmamakla birlikte, duruma göre uygulanabilecek faydalı teoriler bulunmaktadır. Bu teoriler borç ve sermaye arasındaki tercihleri etkileyebilecek bazı faktörlerin göreceli önemine göre farklılaşmaktadır. Bu faktörler vekalet maliyetlerini, vergileri, bilgilerdeki farklılıkları ve piyasa etkinliğini etkileyebilmektedir. Her bir faktör bazı firmalar veya bazı durumlar için daha baskın ortaya çıkabilmektedir. Sermaye yapısı teorileri sermaye yapısı ilgisizliği, ödünleşim teorisi, vekalet teorisi, finansman hiyerarşisi ve piyasa zamanlaması teorisi olmak üzere sınıflandırılmaktadır. Sermaye yapısı ilgisizliği teorisi, firmanın değerinin finansman kararlarından ilişkisiz olduğunu ileri sürmektedir. Burada borç ve özsermaye finansmanı arasında tercih yapmak önemsizdir. Ödünleşim teorisi, firmaların hedef borçlanma oranlarını, borçlanmanın vergi avantajı ve finansal sıkıntı ve iflas maliyetleri arasındaki ödünleşime dayandırmaktadır. Burada gerçekleşen borçlanma oranları hedef

borçlanma oranlarına yaklaşmaktadır. Vekalet teorisi, finansman kararlarının yöneticilerin çıkarları doğrultusunda değişebileceğini ileri sürmektedir. Vekalet maliyetleri finansman kararlarını belirlemekte veya finansman kararlarının etkilerini açıklamaktadır. Finansman hiyerarşisi teorisi finansman kararlarının, yatırımcılar ve yöneticiler arasındaki bilgi farklılıklarından kaynaklanan problemleri azaltması gerektiğini ileri sürmektedir (Myers, 2002: 1-3). Son olarak piyasa zamanlaması teorisi ise yöneticilerin payların aşırı fiyatlandığını düşündükleri dönemde pay ihraç ettiklerini ileri sürmektedir (Baker ve Wurgler, 2002: 1-2).

Sermaye yapısı kararlarının bir sonucu olarak fayda ve maliyetleri değerlendirmek ve optimal sermaye yapısını belirlemek yöneticiler açısından en önemli kararlardandır. Fakat bu değerlendirmeyi psikolojik veya duygusal faktörlerin tamamen dışında kalarak yapmak imkansız görünmektedir. Kısacası, geleneksel teoriler ekseninde sermaye yapısını etkileyen faktörleri değerlendirip ölçmek ve doğru modeli bulmak zordur. Böyle durumlarda yöneticiler firma için en uygun sermaye yapısını belirlemeye çalışırken, diğer firmaların finansman kararlarının kendi finansman kararları için bilgi verici olduğunu düşünmektedirler. Örneğin, yöneticiler, diğer firmaların büyüme fırsatlarını ve finansal sıkıntı durumlarını göz önünde bulundurarak, kendi finansman kararlarını alabilmektedirler. Yani finansman kararlarında sürü davranışı, diğer firmaların eylemleri ve karakteristikleri firmanın kendi amaç fonksiyonu haline geldiğinde gerçekleşmektedir. Bu yaklaşımdan hareketle sermaye yapısı kararlarında sürü davranışını inceleyen Leary ve Roberts (2014), öncü firmaların davranışlarının firmaların sermaye yapısı kararları üzerinde etkili olup olmadığını, yani firmaların söz konusu kararlarda sürü davranışı gösterip göstermediklerini araştırmışlardır. Çalışmanın sonucunda, firmaların sermaye yapısı kararlarında önemli ölçüde öncü firmalardan etkilendiklerini ortaya koymuşlardır. Araştırmacılar çalışmalarında ayrıca sürü davranışının finansal olarak güç durumda olan küçük ve yeni firmalar arasında daha fazla görüldüğünü belirtmişlerdir. Yani bu firmaların büyük ve başarılı firmaların finansal kararlarına karşı daha duyarlı olduklarını ortaya koymuşlardır. Sonuçlara göre firmaların sürü davranışında sosyal öğrenme ve itibar kaybı gibi davranışların etkili olduğunu ifade etmişlerdir. Öncü firmaların kredi notu değişikliğinin firmaların kurumsal sermaye yapısını etkileyip etkilemediğini araştıran Hung ve diğerleri (2016) ise endüstride yer alan öncü firmaların kredi notu değişikliğinin firmaların sermaye yapısı kararlarını etkilediği yönünde bulgular elde etmişlerdir. Buna

göre firmalar finansal kararlarında ihtiyatlı davranmaktadırlar. Aynı endüstride yer alan benzer kredi notuna sahip öncü firmalar kaldıraç oranlarını azalttıklarında firmalar kaldıraç oranlarını azaltmaktadırlar.

Bir diğer çalışmada Duong ve diğerleri (2015), ABD’de öncü firmaların davranışlarının firmaların borçlanma vadeleri üzerinde etkili olup olmadığını araştırmışlardır. Araştırmacılara göre, öncü firmaların borçlanma vadelerindeki %1’lik değişme, firmaların borçlanma oranlarında %5’lik bir değişmeye neden olmaktadır. Ayrıca, firmaların, öncülerinin borçlanma vade yapılarını taklit etmesi karlılık, getiri ve varlıkların getirisi ile ölçülen firma performansını etkilemektedir.

Firmalar hedef sermaye yapısı kararlarında da birbirlerini taklit edebilirler. Örneğin, Im ve Kang (2015) araştırmalarında firmaların kaldıraç oranlarını belirlerken diğer firmaların kararlarını dikkate aldıklarını ve bu davranışın yüksek kaldıraç oranlarına sahip firmalarda daha fazla görüldüğünü tespit etmişlerdir.

### **3.2.1.3. Sürü Davranışı ve Kurumsal Yatırım Kararları**

Yatırım kararları kurumsal düzeyde gelişmişliğin göstergesi olan önemli finansal kararlardan biridir. Geleneksel yaklaşımlar yatırım kararlarını rasyonel insan varsayımı çerçevesinde ele almaktadır. Fakat bu yaklaşımlar bazı finansal olayları açıklamakta yetersiz kalabilmektedir. Yöneticiler, yatırım kararlarına ilişkin belirsizlik söz konusu ise özellikle yatırımın riskini azaltmak ve rakiplerinden geri kalmamak için sürü davranışı gösterebilmektedirler. Firmaların yatırım kararlarındaki artış öncü firmaların yatırımlarındaki artışla paralellik göstermektedir. Yöneticiler yatırım kararlarını şekillendirirken veya en iyi yatırım kararını alabilmek için sektörle ilgili (finansal ürünler, nakit akışları, yatırım projeleri gibi) birçok konuda bilgiler edinmektedirler. Yöneticiler nihai kararlarını ise edindikleri bilgiler ve kendi önyargılarına göre almaktadırlar. Bunun yanında, yöneticiler diğer firmaların kararlarını da sürekli takip etmektedirler. Her firma yöneticisinin edindiği bilgi, sektörde kalma süresi ve sektöre ilişkin tecrübeleri ile farklılık göstermektedir. Bu farklılıklar yatırım projesi tercihinin başarısını etkilemektedir. Günümüzde firma yöneticilerinin başarıları sürekli değerlendirilmektedir. Bu



değerlendirme ise sadece ilgili firmanın performansı değil, sektördeki diğer firma yöneticilerinin başarılarına da bağlı olmaktadır (Im ve diğerleri, 2017: 10-41).

Chen ve Ma (2017)'ya göre yatırım kararlarında sürü etkisi, firmalar rakiplerine nazaran bilgi avantajına sahipse ve rakipleri arasında kamuyu aydınlatma konusunda şeffaflık varsa veya şiddetli bir rekabet söz konusu ise ortaya çıkmaktadır. Firmalar yaşları veya finansal durumları açısından sektörde takipçi konumundaysa, öncülerinin kararlarına aşırı duyarlılık göstermektedirler. Araştırmacılar bu durumu test ettikleri çalışmalarında öncü firmaların yatırımlarındaki %1'lik değişimin, firma yatırımlarında %4'lük bir artışa neden olduğunu saptamışlardır. Benzer şekilde, Patnam (2011) kurum içi şirket ağı öncü gruplarının, firmaların kurumsal yatırım kararları, prim ödemeleri ve Ar-Ge harcamaları gibi finansal kararları üzerinde etkili olup olmadığını araştırmışlar ve firmaların yatırım kararlarında ve Ar-Ge harcamalarında şirket ağına dayalı öncü firmaların pozitif yönlü etkisi olduğunu tespit etmişlerdir. Bir diğer çalışmada Foucault ve Fresard (2014) yöneticilerin yatırım kararlarının öncü firmaların pay değerlemeleriyle ilişkili olup olmadığı araştırmışlar ve yatırım kararları ile pay değerleri arasında pozitif ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

#### **3.2.1.4. Sürü Davranışı ve Nakit Tutma Kararları**

Likidite, firmaların ödemelerinde sorun yaşamadan faaliyetlerini yürütmesi açısından önemlidir. Likidite aynı zamanda yöneticilerin yönetim başarılarının önemli bir göstergesidir. Çünkü yöneticiler günlük olağan faaliyetlerini sürdürebilecek, kısa vadeli yükümlülüklerini karşılayabilecek ve önemli yatırım fırsatlarını kaçırmayacak düzeyde nakit bulundurmalarıdır. Aynı zamanda nakit bulundurma maliyetlerini de minimum düzeyde tutacak şekilde nakit miktarını belirlemelidirler. Nakit tutma kararları firmaların faaliyet gösterdiği sektörler itibarıyla ve firmanın karakteristik özellikleri itibarıyla farklılık göstermekle birlikte; yöneticilerin kayıptan ve belirsizlikten kaçınma duygusu gibi davranışsal nedenlerden dolayı da farklılaşabilmektedir. Örneğin, Joo ve diğerleri (2016), yöneticilerin bilgiye dayalı nedenlerle nakit tutma politikalarında sürü davranışı gösterdiklerini ortaya koymuşlardır. Benzer şekilde, Chen ve Chang (2013) öncü firmaların davranışlarının firmaların nakit tutma kararları üzerinde etkili olduğunu tespit etmişlerdir. Araştırmacıların bulgularına göre yöneticiler nakit tutma düzeylerine ilişkin kararlarında

sektör ortalamalarını dikkate almaktadırlar. Bununla birlikte taklit davranışı özellikle finansal güçlük yaşayan ve yüksek Ar-Ge harcamalarına sahip firmalar arasında görülmektedir.

### **3.2.2. Aşırı Güven Yargısı ve Kurumsal Finansal Kararlar**

Ekonomistler genel olarak, yöneticilerin rasyonel oldukları ve homojen beklentilere sahip oldukları modellere odaklanmaktadırlar. Fakat birçok deneysel psikolojik araştırma insanların bu geleneksel paradigmadan ayrıldığını ve insanların iyimser ve aşırı güven eğiliminde olduklarını ortaya koymuştur. Yani insanlar gelecekte olabilecek faydalı eylemleri olduğundan daha faydalı tahmin edebilmekte ve gelecek hakkında olduğundan daha fazla bilgiye sahip olduklarını zannetmektedirler. Yöneticiler de bu özelliklere sahip olma eğilimi taşımaktadırlar. Bu nedenle yönetsel özelliklerin, kurumsal kararları ve hissedarların servetini nasıl etkilediği gün geçtikçe önemli hale gelmektedir (Hackbarth, 2008: 844).

Heaton (2002)'a göre "aşırı güven", iyimser yöneticilerin sistematik olarak firmanın iyi performans gösterme olasılığını aşırı tahmin etmesi, kötü performans gösterme olasılığını ise düşük tahmin etmesidir. Aşırı güven ve finansal kararlar arasındaki ilişkiyi ahlaki problemler ve asimetrik bilgi yokluğu varsayımı altında inceleyen Heaton (2002)'a göre aşırı güvenli yöneticiler, firmalarının paylarının piyasa tarafından düşük değerlendirildiğine inanmaktadırlar.

Aşırı güven kendi içinde bazı bilişsel önyargılara ayrılabilir. Bunlar hatalı kalibrasyon, ortalamadan daha iyi olma etkisi, kontrol yanılması ve iyimserlik önyargısıdır. Bununla birlikte iyimserlik önyargısı zaman zaman aşırı güven önyargısının yerine kullanılmaktadır. İyimserliği bireyin kendi kabiliyetine olan inancı ile ilişkilendirmek aşırı güvene sebep olmaktadır. Yani iyimser olmak aşırı güveni tetiklemektedir ve her ikisi hemen hemen aynı şeyi ifade etmektedir. Diğer taraftan Gervais ve diğerleri (2011) aşırı güven ve iyimserlik önyargılarını ayrı ayrı tanımlamaktadırlar. Araştırmacılara göre aşırı güven, "birisinin, bir projeyi öğrenme kabiliyetini aşırı tahmin etmesidir". İyimserlik önyargısı ise "projenin kendisini aşırı tahmin etmektir." Tablo 4'de görüldüğü üzere araştırmacılar birbirinden farklı unsurlardaki

algılara dayalı olarak “aşırı güven” ve “iyimserlik önyargısı” tanımlamaları yapmaktadırlar. Örneğin, Tablo 4’de görüldüğü üzere Heaton (2002) tanımlamalarını firma performansına ilişkin tahminlere dayandırırken, Hackbarth (2008, 2009) ise büyüme ve risk algısına dayandırmıştır.

**Tablo 4: Davranışsal Kurumsal Finans Modellerinde Aşırı Güven Önyargısına İlişkin Tanımlamalar**

Tanımlamada Kullanılan Terim	Tanımlama (Modelleme Yaklaşımı)	Araştırma Konusu	Referanslar
İyimserlik önyargısı	“Yöneticiler sistematik olarak firmanın iyi performans gösterme olasılığını aşırı tahmin ettiklerinde ve kötü performans gösterme olasılıklarını düşük tahmin ettiklerinde “iyimser” olmaktadır.”	Finansman; Finansman hiyerarşisi ve serbest nakit akışları	Heaton (2002)
İyimserlik önyargısı	“Büyüme algısı” “İyimser yöneticiler kazanç artış oranlarını aşırı tahmin etmektedirler.”	Finansman; ödünleşim ve finansman hiyerarşisi teorisi	Hackbarth (2008)
Aşırı güven	“Risk algısı önyargısı” “Aşırı güvenli yöneticiler kazanç riskini düşük tahmin etmektedirler.”		
İyimserlik önyargısı	“İyimser yöneticiler sahip oldukları varlıkların (assets in place) büyüme oranını aşırı tahmin etmektedirler.”	Finansman; yönetim (vekalet) sorunu	Hackbarth (2009)
Aşırı güven	“Aşırı güvenli yöneticiler sahip oldukları varlıkların (assets in place) riskliliğini düşük tahmin etmektedirler.”		
Aşırı güven	“Aşırı güven yatırımların ortalama getirilerini aşırı tahmin etmektedir.”	Finansman; finansman hiyerarşisi, borç muhafazakarlığı	Malmendier ve diğerleri (2011)
İyimserlik önyargısı	“Yöneticinin firma varlıkları ve yatırım fırsatları konusunda iyimser olduğu varsayılmaktadır.”	Finansman ve yatırım (Piyasa zamanlaması ve catering teorisi)	Baker ve Wurgler (2012)
İyimserlik önyargısı	“İyimserler proje türüne ilişkin gerçekçi inanışlara sahip değildirler.”	Borçlanma vadeleri	Landier ve Thesmar (2009)
Aşırı Güven	“Aşırı güvenli bireyler sahip oldukları bilginin kesinliğini veya ekonomik kararlar alırken sahip oldukları bilgiyi yorumlama kabiliyetlerini aşırı tahmin etmektedirler.”	Yatırım ve yöneticilere yapılacak ödeme sözleşmeleri (compensation contracts)	Gervaisve diğerleri (2011)

**Kaynak:** Xu, 2014: 45.

Literatürde aşırı güven ve iyimserlik önyargılarına ilişkin Tablo 4’de görüldüğü üzere her ne kadar ayırıcı tanımlamalar yapılmış olsa da, bu iki kavramın birbirlerinin

yerine kullanıldıkları görülmektedir. Bu çalışmada da “aşırı güven” ve “iyimserlik önyargısı” kavramları birlikte ele alınarak incelenmiştir. Aşırı güven önyargısı hatalı kalibrasyon, ortalamadan daha iyi olma etkisi, kontrol yanılması ve aşırı iyimserlik gibi bazı dinamiklere dayanmaktadır (Ackerts ve Deaves, 2010: 106).

### **3.2.2.1. Aşırı Güven Davranışının Dinamikleri**

Aşırı güven, insanların bilgi düzeylerini, kabiliyetlerini ve bilgilerinin doğruluğunu aşırı tahmin etmeye eğilimli olmaları veya geleceği kontrol etme kabiliyetlerine ilişkin aşırı iyimser olmalarıdır. Aşırı güven hatalı kalibrasyon, ortalamadan daha iyi olma etkisi, kontrol yanılması ve aşırı iyimserlik önyargısı olmak üzere birçok şekilde ortaya çıkmaktadır.

#### **3.2.2.1.1. Hatalı Kalibrasyon**

Hatalı kalibrasyon bir soruya verilen cevabın doğruluk oranı ile olasılık dağılımı arasındaki farktır. Aşırı güven, olasılık dağılımı verilen doğru cevabın doğruluğunun, doğru cevabın kesinliğini aşması anlamına gelmektedir ve hatalı kalibrasyonun özel bir şeklidir (Skala, 2008: 34). Hatalı kalibrasyon bu anlamda bireylerin sahip oldukları bilgilerin kesinliğine aşırı değer verme eğilimi olarak tanımlanabilir (Kıyılar ve Akkaya, 2016: 275).

Yöneticiler kurumsal politikalarını oluştururken geleceğe ilişkin talep, nakit akışı, rekabet gibi bilinmeyenleri tahmin etmelidirler. Psikolojik araştırmalar bu konuda insanların genellikle tahminlerinin olasılık dağılımlarının (güven aralıklarının) dar olduğuna ve hatalı kalibre edildiklerine dair bulgular sunmaktadır. Bunun önemli sebeplerinden bir tanesi insanların geleceği tahmin etme kabiliyetlerini aşırı tahmin etmesidir. Çünkü insanlar rassal olayların volatilitelerini düşük tahmin etmektedirler. Hatalı kalibrasyonlu bireyler ya kendi tahminlerinin doğruluğunu aşırı tahmin etmektedirler ya da riskli süreçlerin varyansını düşük tahmin etmektedirler (Ben-David ve diğerleri, 2010: 2).

### 3.2.2.1.2. Ortalamadan Daha İyi Olma Etkisi

Psikolojik araştırmalarda insanların genel olarak gerçeğe uygun olmayan bir şekilde kendileri hakkında pozitif bir bakış açısı taşıdıkları tespit edilmiştir. Birçok insan kendisini başkalarıyla kıyaslarken çeşitli alanlarda temsili ortalamanın üzerinde olduklarına inanmaktadırlar. Toplamda bu durum istatistiksel olarak imkansız gibi görünmektedir. “Ortalamadan daha iyi olma etkisi” üzerine yapılan çalışmalar, insanların kendilerini ne boyutta başkalarından iyi gördüklerini ve bu durumun olası sebeplerini tanımlamaya çalışmaktadır. Ortalamadan iyi olma etkisi psikologlar tarafından aşırı güven çalışmaları içerisinde incelenmekle birlikte, psikoloji literatüründe hatalı kalibrasyon çalışmalarının gölgesinde kalmaktadır. Bu anlamda ortalamadan iyi olma etkisi, hatalı kalibrasyonun bir şekli olarak, halkın kendi performanslarını objektif olarak karşılaştırmalı değerlendirmediği; bununla birlikte kendi sübjektif bakış açılarını başkalarının sonuçları ile karşılaştırdiği yerde ortaya çıkmaktadır. Sonuç olarak buradaki temel sorun insanların kendi cevaplarının, olduğundan daha iyi olduğuna inanıp inanmadıklarıdır (Skala, 2008: 38-39).

### 3.2.2.1.3. Kontrol Yanılsaması

Kontrol yanılsaması, bireylerin kontrol edilmesi güç olan olaylar üzerinde etkiye sahip olduklarına inanma eğilimi taşımalarıdır. İnsanlar risk alma konusunda fazla istekli olabilmekte ve kendilerine aşırı gvenebilmektedirler. Bunun sebebi bireylerin, olayların kontrol edilebilirliklerini belirleyememesi ve yeteneklerine ilişkin durumların kontrol edilmesi güç şans faktörleriyle i içe olmasıdır (Langer, 1975: 311). Bir zararın iyi bir sonuç göstereceğine inanılarak ısrarla atılması kontrol yanılsaması için iyi bir örnektir. İnsanlar böyle bir durumda kesin bir sonuç bekliyorsa ve bekledikleri sonuç gerçekleşirse, durumu şansa değil kendi kabiliyetlerine bağlamaktadırlar. Tek bir olasılığın söz konusu olduğu durumda ise, sonuca ilişkin kendi inançlarını kontrollü bir şekilde yeniden gözden geirmekteyizler (Skala, 2008: 40).

#### **3.2.2.1.4. Aşırı İyimserlik**

Aşırı iyimserlik, bireylerin talihsizliklerden kendilerinin zarar görmeyeceklerini düşünmeleri eğilimidir. Bireyler kendilerinin yerine başkalarının talihsizliklerden zarar göreceğini düşünmektedirler. Bir karar hatası olarak ifade edilen bu bakış açısı gerçekçi olmayan aşırı iyimserliği ifade etmektedir (Weinstein, 1980: 806).

Aşırı iyimserlik önyargısının ekonomik veya yönetsel karar alanlarını etkilediğine yönelik az sayıda çalışma olmasına karşın; gerçekçi olmayan aşırı iyimserliğin iş hayatında olduğuna dair bazı örnekler mevcuttur. Örneğin, bazı girişimciler riskten kaçınmak için ücretli çalışan çalıştırmak yerine kendi kabiliyetlerini aşırı tahmin ederek kendileri işleri yürütmeyi tercih edebilmektedir. Aşırı iyimserlik, pozitif olayların olasılıklarını aşırı tahmin etmek veya negatif olayların olasılıklarını düşük tahmin etmek gibi insanların olayları yanlış olasılıklara dayandırmalarına neden olabilmektedir. Yöneticiler aşırı iyimser davranarak piyasaya giriş zamanlamasını yanlış tahmin edebilmektedirler. Bu durum aynı zamanda bireylerin riskin yüksek olduğu durumlarda riskli sözleşmeleri tercih etmelerine yol açabilmektedir. Bunun sebebi, bu bireylerin riske eğilimli olması değil, kötü olasılıkları yenebilecek olduklarına inanmalarıdır (Coelho, 2010: 397-400).

#### **3.2.2.2. Aşırı Güven ve Sermaye Yapısı Kararları**

Yatırımcılar, rasyonel oldukları varsayımı altında homojendirler ve yöneticilerin kararlarının sonuçlarını önceden tahmin edebilecek rasyonel beklentilere sahiptirler. Diğer taraftan, yöneticiler de, firma riski ve büyüme durumuna ilişkin algıları dışında, rasyonel kabul edilmektedirler. Aşırı güvenli yöneticiler firmanın kazanç riskini olduğundan düşük tahmin ederken; iyimser yöneticiler firma kazancının artış oranlarını aşırı tahmin etmektedirler. Böylece, kişisel özelliklerden etkilenen yönetici bakış açısı, bu özelliklerin söz konusu olmadığı piyasa bakış açısından ayrılmaktadır. Bu görüş farklılığını sürdüren yöneticiler, piyasaların firmaları olduğundan düşük değerlediğine inanmaktadırlar. Diğer taraftan, piyasa ise yöneticilere rasyonel tepki göstermektedir. Bu durum, iyimser ve aşırı güvenli yatırımcı kararlarını, tüm fiyatlar rasyonel yatırımcılar tarafından doğru fiyatlandırıldığında, bu yargılara sahip olmayan yöneticilerle karşılaştırma imkanı

sağlamaktadır (Hackbarth, 2008: 844-845). Bu sonuçlardan hareketle Hackbarth (2008) yaptığı çalışmada büyüme ve risk yanılıgısı gibi yönetimsel özelliklerin, pay ve tahvil ihracı gibi önemli sermaye yapısı kararları üzerinde etkili olduğunu tespit etmiştir.

Fairchild (2005b) yönetimsel aşırı güven, asimetric bilgi ve ahlaki tehlike problemlerinin yöneticilerin sermaye yapısı kararları üzerindeki birleşik etkisini inceleyen iki model öne sürmüştür. İlk model yönetimin aşırı güveni ve asimetric bilginin birleşik etkisini değerlendirmektedir. İkinci model ise yönetimin aşırı güveni ve ahlaki problemlerin birleşik etkisini değerlendirmektedir. İlk model açık bir şekilde aşırı güvenin negatif etkilerini, yani serveti azaltan etkilerini açıklamaktadır. İkinci model ise aşırı güven ve firma değeri arasındaki belirsiz ilişkiyi açıklamaktadır. Bu modelde yöneticinin işten kaçınmasına bağlı olarak yönetici vekalet sorunları olduğuna işaret edilmektedir. Buna göre yönetici firma değerini arttırmak ve yüksek başarıyı taahhüt etmek adına yüksek borçlanmayı kullanmaktadır. Aşırı güvenin artması ile yöneticiler yönetim kabiliyetlerini aşırı tahmin ederken, finansal sıkıntı maliyetlerini düşük tahmin etmekte, böylece özsermayeden borca doğru yönelmektedirler. Aşırı güvenin firma değeri üzerindeki etkisi yönetimin çabaları ve beklenen finansal sıkıntı arasındaki ödünleşime bağlıdır.

Azouzi ve Jarboui (2012b)'ye göre yöneticinin sahip olduğu aşırı güven düzeyi iç finansman, borç ve pay ihracı tercihlerini negatif yönde etkilemektedir. Diğer taraftan, yönetici aşırı güveni, borç ve nakit akışı ile nakit akışı, borç ve pay ihracı kombinasyon tercihini pozitif yönde etkilemektedir. Yani aşırı güvenli yöneticiler firma riskini göz önünde bulundurarak önce iç finansmanı (nakit akışını) ve sermaye yapısı kombinasyonunu (iç finansman ve borcu içeren kombinasyon) kullanmaktadır. Çalışmada yönetici iyimserlik düzeyi ile iç kaynak ve borç kaynak kullanım tercihleri arasında pozitif ilişki tespit edilirken sermaye artırımını ile negatif ilişki saptanmıştır. Yani yöneticiler önce iç finansmanı daha sonra dış finansmanı tercih etmektedirler.

Yönetici aşırı güveni ve sermaye yapısı kararları arasındaki ilişkiyi inceleyen başka bir ampirik çalışmada Malmendier ve diğerleri (2011) aşırı güvenli yöneticilerin diğer yöneticilere nazaran daha az pay ihraç etme eğiliminde olduklarını belirlemişlerdir. Ayrıca, çalışmada aşırı güvenli yöneticilerin dış finansman açığını kapatmak için diğer yöneticilere nazaran daha fazla borçlanma aracı ihraç ettikleri yönünde bulgular elde etmişlerdir. Buna

göre yönetimsel aşırı güven ve borçlanma pozitif ilişkilidir. Ayrıca, aşırı güven ve borçlanma tutuculuğuna sahip yöneticilerin pay ihracı konusunda da tutucu davranmakta ve iç finansmanı tercih etmektedirler.

Malmendier ve diğerleri (2011) ayrıca araştırmalarında ilginç bir bakış açısıyla kurumsal kararlarda, ilerleyen yaşlardaki tercihleri ve inançları şekillendirebilecek, erken yaşlardaki deneyimlerin etkisini incelemişlerdir. Araştırmacılar çalışmalarında erken yaşlarda büyük depresyonu yaşayan (Great Depression) yöneticilerin dış finansmanı değerlendirme konusunda çekingen davrandıklarını tespit etmişlerdir. Diğer taraftan, 2. Dünya savaşını yaşamış yöneticilerin ise daha agresif (yüksek borçlanma oranları gibi) kurumsal politikalar izlediklerini tespit etmişlerdir.

Sermaye yapısı kararları ve aşırı güven önyargısı arasındaki ilişkiyi inceleyen diğer çalışmalarda Oliver (2005) yönetimin aşırı güveninin firmanın finansal kararlarını açıklamada önemli etkiye sahip olduğunu ve yönetici aşırı güveni arttıkça firmaların daha yüksek oranda borçlandığını tespit etmiştir. Daha spesifik bir bakış açısıyla Barros ve Silveria (2007) ise girişimci olan yöneticilerin ücretli çalışan yöneticilerden daha fazla iyimserlik önyargısı veya aşırı güven yargısına sahip olduklarını tespit etmişlerdir. Bunun yanında Türkiye’de firma yöneticilerinin aşırı güven önyargısı ve sermaye yapısı kararları arasındaki ilişkiyi inceleyen Tomak (2013) yönetici aşırı güveni ve borçlanma oranları arasında bir ilişki elde edemezken; Oran ve Perek (2016) sermaye bütçelemesi süresinde iyimserlik önyargısının etkilerini finans ve muhasebe öğrencileri üzerinden inceledikleri çalışmada, katılımcıların satış gelirleri konusunda iyimser, maliyetler konusunda ise kötümser düşündüklerini tespit etmişlerdir.

Ramiah ve diğerleri (2014)’ne göre aşırı güvenli yöneticiler, yatırımın getirisi, nakit ve kar payı tahmini gibi likidite parametreleri ve envanter modellerine güvenme eğilimindedirler. Ayrıca, aşırı güvenli yöneticiler enflasyon düzeyi, etkin piyasalar sistemi, teknolojik gelişmeler, faiz oranları ve sermaye maliyetlerine büyük önem vermektedirler. Aşırı güvenli yöneticiler finansman hiyerarşisine göre iç finansmanları yetersiz olduğunda tahvil ihraç etmektedirler. Bu yöneticiler diğer yöneticilere nazaran daha fazla nakit avans, tahvil ve pay kullanma eğilimi taşımaktadırlar. Son olarak aşırı güvenli yöneticiler likidite, faiz ve kredi riskine büyük önem vermektedirler.



### 3.2.2.3. Aşırı Güven ve Kurumsal Yatırım Kararları

İyimserlik önyargısı, serbest nakit akışlarının maliyetini ve faydalarını yönetimsel iyimserlik önyargısı ve firma için mümkün olan yatırım fırsatları şeklinde iki değişken üzerinden ele almaktadır. Serbest nakit akışlarına ilişkin yöneticilerin iyimser olduğu varsayımı, rasyonel vekalet maliyeti veya asimetrik bilgi teorisi dışında kalan, yetersiz yatırım- aşırı yatırım ödünleşimini ifade etmektedir. Yönetimsel iyimserlik önyargısı, yöneticilerin etkin piyasalar hipotezinin, firmalarının riskli varlıklarını yetersiz değerlendirdiğine inanmaya sevk etmektedir. Neticede yönetimsel iyimserlik önyargısı yöneticileri iç finansmana yönlendirmektedir. İyimser yöneticiler, dış finansmanın yüksek maliyetli olduğu düşüncesiyle bazen pozitif net bugünkü değer (NBD)'e sahip projelere daha az yatırım yapabilmekte ve bu nedenle serbest nakit akışı gerekli olabilmektedir. İyimser yöneticilere göre dış finansman maliyetlerinin yüksek olması nedeniyle projenin pozitif net bugünkü değeri azalacaktır. Serbest nakit akışı ise firma açısından burada fayda sağlayacaktır. Ayrıca, yönetimsel iyimserlik önyargısı, sistematik olarak, nakit akışı tahminlerinde yukarı yönlü yanlılığa sebep olmaktadır. Bu durum ise yöneticilerin firmanın yatırım fırsatlarını aşırı değerlemesine sebep olmaktadır (Heaton, 2002: 33-43).

Lin ve diğerleri (2005) yatırım kararlarında nakit akışının iyimser yöneticiler için, iyimser olmayan yöneticilerden daha fazla önem taşıyıp taşımadığını araştırdıkları çalışmalarında, geleneksel yönetim anlayışı ve bilgi asimetrisi göz ardı edilerek, iyimser yöneticilerin nakit akışına daha fazla duyarlı davrandıklarını tespit etmişlerdir. Lin ve diğerleri bu ampirik çalışma ile Heaton (2002)'in bulgularını doğrulamışlardır. Buna göre iyimser yöneticiler önce kendi iç finansman seçeneklerini, sonra borcu daha sonra ise pay ihraç seçeneğini tercih etmektedirler. Bu sebeple yöneticiler öncelikli olarak kar payı dağıtmak yerine kendi iç finansman kaynaklarını kullanmaktadırlar. Malmendier ve Tate (2005)'ye göre aşırı güvenli yöneticiler yatırım projelerinin getirilerini aşırı tahmin etmektedirler ve dış finansmanın aşırı maliyetli olduğunu düşünmektedirler. Bu durumda iç kaynaklar fazla olduğu zaman aşırı, iç kaynaklar yetersiz olduğu zaman ise düşük yatırım yapmaktadırlar. Malmendier ve Tate (2005) bu düşünceden yola çıkarak Forbes 500 yöneticilerinin kurumsal yatırım kararları ve kişisel özellikleri arasındaki ilişkiyi incelemişler ve sonuç olarak, aşırı güvenli yöneticilerin, özellikle sermayeye bağımlı firmalarda, nakit akışlarına duyarlı olduklarını tespit etmişlerdir.

Gervais ve diğeri (2011)'ne göre, aşırı güvenli yöneticiler faaliyetlere ilişkin riskleri azaltabileceklerine dair sahip oldukları yönetsel gücü aşırı tahmin etmektedirler. Riskten kaçınan yöneticilerdeki aşırı güven önyargısı onların daha tutucu politikalar izlemelerine neden olmaktadır. Bu tür durumlarda aşırı güvenli yöneticileri riskli projelere yönlendirmek firmalar açısından daha düşük maliyetli olmaktadır. Yönetici ücretleri içsel olarak firma yöneticilerinin performanslarının bir göstergesi haline geldiğinde, makul düzeylerdeki aşırı güven firmaların yöneticilere iyi ücretler ödemeleri için bir gerekçe haline gelmektedir. Aşırı güvenli yöneticiler firmalar açısından rasyonel davranan yöneticilere nazaran daha çekici olmaktadır. Çünkü aşırı güven proje seçeneklerini değerlendirme konusunda yöneticilerin çabalamalarına neden olmaktadır. Schrand ve Zechman (2011)'e göre yönetim kabiliyetini aşırı tahmin eden yöneticiler firma özelliklerinden bağımsız finansal kararları tercih etme eğilimi taşırlar. Aşırı güvenli yöneticiler iflas olasılıklarını düşük tahmin ederken; bu tür durumları kontrol etme kabiliyetlerini aşırı tahmin etmektedirler. Bu önyargılar ise yöneticilerin spesifik alanlardaki yatırım düzeylerinin artmasına neden olmaktadır.

#### **3.2.2.4. Aşırı Güven ve Nakit Tutma Kararları**

Yöneticilerin aşırı güven önyargısı ve yatırım kararları arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalarda yöneticilerin dış finansmanı maliyetli buldukları ve nakit akışlarını önemsedikleri görülmektedir. Deshmukh ve diğeri (2015)'ne göre iyimser yöneticiler dış finansmanı aşırı maliyetli bulmakla birlikte, bu maliyetin zamanla azalacağına inanmaktadırlar. Bu nedenle, rasyonel yöneticilere nazaran dış finansmanı geciktirmekte ve düşük nakit mevcudunu korumaktadırlar. İyimser yöneticiler rasyonel yöneticilere nazaran yatırımları iç kaynaklarla karşılamak için daha fazla nakit tutmaktadırlar. Yöneticiler ve yatırımcılar benzer inanışlara sahip olduklarında, optimal nakit dengesi nakit tutmanın maliyeti ve faydalarına dayalı olarak belirlenmektedir. Fakat yöneticilerin ve yatırımcıların inanışları farklılaştığında ise yöneticilerin tercih ettikleri nakit dengesi dış finansman maliyetine ilişkin algılarına bağlı olmaktadır. İyimser yöneticiler firmalarının paylarının düşük fiyatlandırıldığına inanmaktadırlar. Yöneticiler bu düşük fiyatların, yatırımcıların firma yatırımlarına ilişkin bilgiler edinmeleri durumunda azalacağına inanmaktadırlar. Neticede irrasyonel yöneticiler rasyonel yöneticilere göre nakit mevcudu düzeylerinde zamanla az değişiklik yapmakta, büyüme fırsatları için az nakit

bulundurmakta ve dış finansman kullanımını ertelemektedirler. Rasyonel yöneticiler ise düşük büyüme fırsatlarına sahip firmalara nazaran yüksek büyüme fırsatlarına sahip firmalarda, gelecekteki yatırım fırsatlarını karşılamak için, daha fazla nakit bulundurmaktadırlar.

Kurumsal nakit tutma politikaları üzerinde yönetici özelliklerinin etkilerini inceleyen Huang-Meier ve diğerleri (2015) iyimser ve iyimser olmayan yöneticilerin nakit tutma amaçlarının birbirlerinden farklı olduğunu ortaya koymuşlardır. Araştırmacıların iyimser yöneticilerin dış finansmanı kullanmakta isteksiz oldukları yönündeki bulguları literatürdeki araştırmalarla örtüşmektedir. İyimser yöneticiler büyüme fırsatları için nakit biriktirmekte, sermaye yatırımları ve şirket satın almaları için daha fazla nakit kullanmakta ve elverişsiz koşullar için nakit biriktirmektedirler.

### **3.2.2.5. Aşırı Güven ve Diğer Finansal Kararlar**

Yöneticilerin aşırı güven önyargısı yalnızca sermaye yapısı kararları, kar dağıtım kararları ve yatırım kararlarına ilişkin politikalarda söz konusu olmamakta, kazanç tahmini ve firma inovasyonu gibi diğer kurumsal kararlarda da söz konusu olabilmektedir. Örneğin, Galasso ve Simcoe (2010) başarısızlıklarını düşük tahmin eden yöneticilerin inovasyonu takip etme olasılıklarının, rekabet halindeki endüstrilerde daha yüksek olduğunu saptamışlardır. Yani aşırı güvenli yöneticiler firmalarında yeni teknolojik gelişmelere büyük önem vermektedir. Benzer şekilde, Dong ve diğerleri (2012) de yönetici aşırı güveni ve Ar-Ge harcamaları arasında pozitif ilişki belirlemişlerdir.

Hribar ve Yang (2015) yönetici aşırı güveninin kendisini, gelecekte elde edilecek kazançlara ilişkin aşırı iyimser tahminlerle gösterdiğini saptamışlardır. Araştırmacılara göre bunun nedeni, yöneticilerin kazanç tahmin göstergelerini, firma performansı ve geçmiş dönem tahminlerini dikkate alarak yayınlamaları ve daha sonra bu yayınları esas almamalarıdır. Sonuç olarak aşırı güvenli yöneticiler, rasyonel yöneticilere nazaran, belirli bir zaman aralığı için değil belli bir an için tahminde bulunmaktadırlar. Benzer şekilde, Lin ve diğerleri (2005) yöneticilerin tahminlerindeki yukarı yanlılığın olası sebebinin yönetici aşırı güveni olabileceğine ilişkin sonuçlar elde etmişlerdir.

### **3.2.3. Kayıptan Kaçınma Duygusu ve Kurumsal Finansal Kararlar**

Finans teorisi kapsamında risk ve belirsizliğe ilişkin varyansa dayalı genel yaklaşım, tüm yöneticilerin olaylara ilişkin tüm olası sonuçları rasyonel bir şekilde değerlendirdiği ve sonuçları gerçekleşme olasılıklarına göre dikkate aldıkları yönündedir. Ancak bu yaklaşım karar alıcılar tarafından kullanılan pratik bir değerlendirme yoludur. Dünyanın farklı bölgelerinden bireylere göre, yöneticiler irrasyonel görünmektedirler ve risk ölçümü için varyansa pek önem vermemektedirler. Yöneticiler projeleri değerlendirirken, geleneksel finans teorisinin varsaydığı gibi olası en yüksek beklenen getiriye ve en düşük standart sapmaya sahip sonuçları seçmemektedirler. Onun yerine daha kötü sonuçlara odaklanmakta ve riski çok yönlü bir konsept olarak almaktadırlar (Helliari ve diğerleri, 2005: 1).

Helliari ve diğerleri (2005) risk algısına ilişkin yaptıkları ankette, yöneticilerin karar alma süreçlerinde istatistiksel sonuçlara mı, yoksa basit önyargılara odaklı şekilde mi hareket ettiklerini araştırmışlardır. Araştırmacılar risk ölçütünü kullanarak yaptıkları çalışmada, bir karar neticesinde alınan sonuçların sıralanmasının, rakiplerin bir karara karşı çabuk tepki verebilme durumunun, kaybetme olasılığının ve bir karar neticesinde kayıp yaşama olasılığının riski daha fazla arttırdığını tespit etmişlerdir. Elde edilen sonuçlardan ilki klasik riski tanımlarken, ikincisi risk tahmininde yöneticilerin gerçek hayata ilişkin geliştirdikleri, stratejik risk tahmin yaklaşımını göstermektedir. Üçüncü ve dördüncü faktörler ise riskin psikolojik tanımını ifade etmektedir. Bu sonuçlar yöneticilerin kararlarında kayıptan kaçınma duygusunun önemli bir etken olduğunu göstermektedir.

#### **3.2.3.1. Kayıptan Kaçınma ve Sermaye Yapısı Kararları**

Helliari ve diğerleri (2005)'ne göre kayıptan kaçınan yöneticiler borçla finansmandan ve iflas riskini etkileyebilecek kötü senaryolardan kaçınmakta ve iç finansman yolunu tercih etmektedirler. Bu görüş Azouzi ve Jarboui (2012b)'nin kayıptan kaçınma ve sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmayla desteklenmektedir. Azouzi ve Jarboui (2012b) çalışmalarında yöneticilerin kayıptan kaçınma düzeyleri ile borçlanma oranları ve sermaye artışları arasında negatif yönlü ilişki tespit etmişlerdir. Buna göre yöneticiler, firmanın toplam riskini azaltmak için düşük düzeyde dış finansmana

yönelmektedirler. Özellikle yüksek faaliyet riskine sahip firma yöneticileri böyle bir finansman politikası izlemektedirler.

Bir diğer çalışmada Mishra ve McConaughy (2016) aile şirketleri için yöneticilerin kayıptan kaçınma davranışları ve sermaye yapısı tercihleri arasındaki ilişkiyi daha spesifik bir açıdan incelemiştir. Sonuç olarak, yöneticilerin iflas riskini de göz önünde bulundurarak borçtan kaçındıklarını ve iç finansmanı tercih ettiklerini tespit etmişlerdir. Yöneticiler firmadaki kontrollerini kaybetme endişesiyle böyle bir tercihte bulunmuşlardır.

### **3.2.3.2. Kayıptan Kaçınma ve Kurumsal Yatırım Kararları**

Kayıptan kaçınma yöneticilerin finansal kararlarının önemli bir belirleyicisidir. Psikoloji alanında yapılan araştırmalar kayıptan kaçınma davranışının, insanların riski aşırı tahmin etmesine, tahminlerde daha belirsiz olmalarına ve kendi çıkarlarını düşünerek işten çıkarılma ihtimallerini ortadan kaldıracak tercihleri seçmelerine neden olduğunu ortaya koymaktadır. Yöneticiler firmadaki sosyal statülerini kaybetme tehdidiyle karşılaşmamak adına yatırım düzeylerini düşük tutarak firma riskini azaltmaya çalışmaktadırlar (Azouzi ve Jarboui, 2012c: 1261-1262).

Yöneticinin kayıptan kaçınma duygusunun nakit akışları üzerindeki etkisini inceleyen Azouzi ve Jarboui (2012c), yöneticilerin kayıptan kaçınma duygusu ve firmanın spesifik yatırımları (nakit akışları- maddi olmayan duran varlıklar/maddi duran varlıklar) arasında pozitif ilişki tespit etmişlerdir. Kayıptan kaçınma, firma yöneticilerinin, firmanın toplam riskini aşırı tahmin etmesine sebep olmaktadır. Buna göre yatırım kararları yöneticilerin risk algısına bağlı olmaktadır. Bu durumda yönetici aşırı güveni, yatırım kararlarına ve nakit bulundurma düzeylerine zarar vermektedir.

### **3.2.3.3. Kayıptan Kaçınma ve Nakit Tutma Kararları**

Ramiah ve diğerleri (2014) yöneticilerin kayıptan kaçınma eğilimini, Tversky ve Kahneman (1991)'in tanımlamasından yola çıkarak, yöneticilerin aynı tutardaki kazançla ilişkin kaybetme derecesinin kazançla derecesinden fazla olduğu durumlarda kayıptan kaçınma eğilimi taşıdıkları şeklinde ifade etmişlerdir. Ramiah ve diğerleri (2014)'ne göre

yöneticiler, satış kazançlarına ilişkin ortalama kayıpların, ortalama kazançları aştığı durumlarda kayıptan kaçınma eğiliminde bulunmaktadırlar. Kayıptan kaçınan yöneticiler sorunlu alacaklarının kontrolünü iyi yapmaktadırlar. Öyle ki, araştırmacılar çalışmalarını kapsamındaki yöneticilerin %87,5'inin sorunlu alacaklarını %1'in altında tuttıklarını tespit etmişlerdir. Kayıptan kaçınmayan yöneticilerde ise bu oranın %65 civarında olduğunu belirlemişlerdir. Ayrıca, çalışmadan elde edilen sonuca göre kayıptan kaçınan yöneticiler için sermaye piyasalarındaki likidite önemli iken, diğer firmaların borçlanma düzeyleri önemli değildir.

### **3.2.4. Çıpalama Davranışı ve Kurumsal Finansal Kararlar**

İnsanlar bazı durumlarda, bilinmeyene ilişkin tahminlerini, referans değerlerini temel alarak yapmaktadırlar. Farklı referans noktaları, referans değerine karşı bir önyargı olarak, farklı tahminlere yol açabilmektedir. Bu durum çıpalamayı ifade etmektedir. Yani çıpalama, referans değerini yapılacak tahminleri etkilemesidir (Tversky ve Kahneman, 1974: 1129). Çıpalama önyargısında inanışları, potansiyel bir başlangıç noktasına göre düzeltilmiş zorunluluklar şekillendirmektedir (Baker ve Wurgler, 2011: 10).

#### **3.2.4.1. Çıpalama ve Sermaye Yapısı Kararları**

Sermaye bütçelemesi ve sermaye yapısı kararları firmaların geleceği açısından önemli kararlar olmakla birlikte, bu konuda en doğru kararı vermek büyük önem arz etmektedir. Yöneticiler sermaye yapısı kararlarını alırken, kimi zaman risk üstlenip alışılmış firma stratejilerinin dışına çıkmakta, kimi zaman ise firmanın geçmiş finansman kararlarını kendilerine referans alabilmektedirler. Çıpalama önyargısının firmaların kazançları ve hissedarların serveti üzerindeki etkilerini araştıran Karaa (2011), küçük firmalarda çıpalama konsepti altında peşin hükümlü bir ön yargı olarak, “asla borç almam” şeklindeki yaygın inanışın veya sabit fikrin etkilerini incelemiştir. Sonuç olarak gelecekteki beklentileri sabit fikirleri tarafından şekillendirilen yöneticilerin, çıpalamanın etkisiyle yanlış kararlar aldıklarını saptamıştır. Çıpalama önyargısı, beklenen getirileri azaltarak veya olduğundan fazla göstererek sermaye yapısı ve sermaye bütçelemesi kararlarını şekillendirmektedir. Bunun yanında borç almaya yönelik çıpalama önyargısı, yöneticilerin borç alma davranışını etkilemekte ve firmayı daha düşük nakit akışlarıyla yüz

yüze bırakmaktadır. Bir diğer çalışmada Soufani ve diğerleri (2012) piyasa zamanlaması yaklaşımı ekseninde yöneticilerin çıpalama önyargısı ile firmalar tarafından benimsenmiş olan sermaye yapısı ve borç kombinasyonunun değişim düzeyi arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Sonuç olarak t anındaki pay fiyatı ile son tahvil ihracı arasında negatif ilişki saptamışlardır.

### **3.2.4.2. Çıpalama ve Kurumsal Yatırım Kararları**

Tversky ve Kahneman (1974)'e göre belirsizlik koşullarında bireyler hevristiklerden yararlanarak karar alırlar. Bu hevristiklerden biri de çıpalama, yani başlangıç değerini referans almadır. Çıpalama diğer kurumsal finansal kararlarda olduğu gibi yatırım kararlarında da etkili olan bir hevristiktir.

Rasyonel yönetici irrasyonel yatırımcı yaklaşımında, yanlış fiyatlama yatırım kararlarını iki şekilde etkilemektedir. Bunlardan ilki, yatırımın kendisinin yanlış fiyatlamaya tabi bir yapısının olmasıdır. Örneğin, yatırımcılar yatırımın değerini özellikle teknoloji yatırımlarında aşırı tahmin edebilirler. İkincisi, finansal olarak sıkıntı yaşayan bir firmanın düşük değerlemeden dolayı gerçek değeri yüksek olan bir proje fırsatını kaçırmasıdır. Görüldüğü üzere rasyonel yönetici yaklaşımı, yatırım davranışlarını yatırım projelerinin değerlendirilmesine ilişkin yanlış fiyatlamaya dayandırırken; irrasyonel yönetici yaklaşımında yatırım kararları yönetici önyargılarıyla ilişkilendirilmektedir (Baker ve diğerleri, 2007: 14).

Yöneticilerin inanç şekli yatırım kararlarında çıpalama ve referans değere göre düzeltme vasıtasıyla fayda etkisini güçlendirecektir. Hedef pay sahipleri birleşme ve satın almalarda teklifi kabul edip etmeme konusunda hedef değere ilişkin tahmin yapmak zorundadırlar. Yöneticiler zaman, bilgi ve tecrübe kısıtlıysa, yatırımların gelecekteki nakit akışlarının bugünkü değerini hesaplarken ve alternatifler arasında seçim yaparken en son uygulanan yüksek fiyatı referans alacaklardır. Hedef şirketler ise en yüksek fiyatı almak için haklı gerekçeler bulmaya çalışacaklardır. Eğer teklif edilen en yüksek fiyat, hedef şirketlerin beklentilerine yakınsa, referans fiyat görüşmeler için bir çıpa kabul edilecektir. Teklif veren yöneticilerin psikolojileri de çıpalama ve referansa göre düzeltme hevristiklerinden hem doğrudan hem de stratejik olarak etkilenmektedir. Hedef firmayı

satışa ikna ederken, hedef firmanın ne kadarlık bir teklifi kabul edeceği yönetici için bir değerlendirme kriteri özelliği taşımaktadır (Baker ve diğerleri, 2012: 52-53). Baker ve diğerleri (2012) bu yaklaşımı esas alarak, yöneticilerin yatırım kararlarına ilişkin birleşme ve satın almalar üzerinde çıpalama önyargısının etkilerini incelemişlerdir. Araştırmalarında birleşme ve satın almalarda en son uygulanan yüksek fiyatların teklif edilen fiyatlar, anlaşmanın başarısı ve birleşme dalgaları üzerinde etkili olduğunu ortaya koymuşlardır. Araştırmacılara göre birleşmelerde referans fiyat önemli role sahiptir.

### **3.2.4.3. Çıpalama ve Nakit Tutma Kararları**

Çıpalama önyargısı firmaların çalışma sermayesi kararlarını ve nakit tutma politikalarını da etkilemektedir. Örneğin, düşük kredi notuna sahip firmalar senetsiz borçlarını zamanında öderlerse, yöneticiler bu firmalara çıpalanacaklar ve gelecekte onlara kredili satış yapmaktan çekinmeyeceklerdir. Aksine firma borcunu zamanında ödemediğinde ise aynı firmaya gelecekte satış yapmak istemeyeceklerdir. Ayrıca, düşük kredi notuna sahip firmanın ödeme davranışı diğer düşük kredi notuna sahip firmalara kredili satış davranışını etkileyecektir. Bu davranışlar çıpalama davranışını desteklemektedir. Yani yöneticiler firmalara kredili satış yapma konusunda, borcunu zamanında ödeyen firmaları referans noktası olarak kabul etmektedirler. Çıpalama önyargısına sahip yöneticilerin, daha fazla ön protokol kullandıkları, bankacılık hizmetleri için resmi teklif yaptıkları, döner sermayeyi minimize ettikleri ve nakit paraya ilişkin kararlarında enflasyona daha az önem verdikleri görülmektedir. Ayrıca bu yöneticiler, endüstrideki diğer firmaların borçlanma oranlarını ve mevsimsel faktörleri de önemli ölçüde dikkate almaktadırlar (Ramiah ve diğerleri, 2014: 20-24).



## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### 4. KAR PAYI DAĞITIM KARARLARINA DAVRANIŞSAL YAKLAŞIMLAR VE LİTERATÜR ARAŞTIRMASI

Firmaların faaliyetleri sonucu elde ettikleri net karın hissedarlara dağıtılacak kısmına kar payı denilmektedir. Elde edilen karın dağıtılıp dağılmayacağı, dağıtılacak ise ne kadarının dağıtılacağına ilişkin karara da kar dağıtım politikası denilmektedir. Kar dağıtım kararları üzerinde firmaların karlılığı, büyüklüğü, borçlanma imkanları, büyüme fırsatları, yatırım fırsatları, likidite durumu, sahiplik yapısı, nakit akış riski, hissedarların beklentileri, vergi faktörü ve yasalar önemli etkiye sahiptir. Bunlara ilave olarak son zamanlarda sürü davranışı, aşırı güven, kayıptan kaçınma ve çıpalama gibi yöneticilerin sahip olabileceği bazı bilişsel önyargıların kar payı dağıtım kararları üzerindeki etkileri önemli tartışma konusu olmaya başlamıştır. Yöneticiler tüm bu faktörleri göz önünde bulundurarak firmanın piyasa değerine katkı sağlayacak bir kar dağıtım politikası izlemek durumundadırlar.

#### 4.1. Kar Payı Dağıtım Kararlarına Geleneksel Yaklaşımlar

Firmaların kar payı dağıtım politikaları Miller ve Modigliani (1961)'in çalışmasıyla finans literatüründe önemli bir tartışma konusu haline gelmiştir. Bu tartışmaların odağında ise kar dağıtım politikası ve firma değeri ilişkisi yer almaktadır. Bu teorik yaklaşımlardan bazıları kar dağıtım politikasının firma değerini etkilemediği görüşünü savunurken; bazıları kar dağıtım politikasının firma değerini etkilediği görüşünü savunmaktadırlar. Ayrıca, firmaların kar dağıtım kararlarındaki değişikliklerin, firmaların gelecekteki kazançları hakkında yatırımcılar ve piyasa için bilgi içerdiğine dair yaklaşımların yanında, vergi etkisi nedeniyle düşük kar payının pay değerini arttırdığı yönündeki yaklaşımlar ve yatırımcı türüne (bireysel yatırımcı-kurumsal yatırımcı) bağlı olarak belirlenen kar payı yaklaşımları da söz konusudur.

#### 4.1.1. Kar Payı İlintisizliği Teorisi

Kar dağıtım politikasının firma değerini etkilemediği görüşü ilk kez Miller ve Modigliani (1961) tarafından öne sürülmüştür. Bu görüş firma değerini, firmanın kazanç oluşturma gücüne, faaliyet riskine ve yatırım politikasına bağlamaktadır. Buna göre tam rekabet koşullarında, belirsizliğin ve verginin olmadığı bir ortamda kar payı firma değerini etkilemez. Miller ve Modigliani'nin görüşü aşağıdaki varsayımlar altında geçerlidir (Miller ve Modigliani, 1961: 412):

- “Mükemmel piyasalar”da (perfect market) menkul kıymet alıcıları ve satıcıları yaptıkları işlemlerle cari fiyatı belirleyemezler. Etkin sermaye piyasalarında tüm alıcı ve satıcılar payların cari fiyatı ve tüm diğer niteliklerine ilişkin bilgilere eşit ve maliyetsiz bir şekilde ulaşabilirler. Menkul kıymetler alınıp satılırken veya ihraç edilirken işlem maliyetleri, transfer vergileri ve aracı ücreti maliyetleri yoktur. Gerek dağıtılmış ve dağıtılmamış karlar arasında gerek kar payı ve sermaye kazancı arasında vergi farklılığı yoktur.
- “Rasyonel davranış” yatırımcıların her zaman daha fazla serveti az servete tercih etmesidir. Yatırımcılar elde ettikleri servet artışını, nakit ya da sermaye kazancı olarak almaları konusunda kayıtsız kalırlar.
- “Tam belirlilik”, yatırımcıların her kurumun gelecekteki karlılığını ve yatırım programını belli ölçüde bir güvence ölçüsü olarak almalarıdır.

Miller ve Modigliani (1961)'ye göre modele belirsizlik dahil edilse yine sonuç değişmeyecektir. Yani paylar ve kar payı yine ilintisizdir. Çünkü yatırımcılar rasyonel davranmaktadır. Örneğin, iş riski ile gelecekteki kar ve yatırım politikaları aynı olan iki firma ele alınsın. Tüm varsayımlar değerlendirildiğinde, payın karlılığı herhangi bir zamanda piyasada uygulanan iskonto oranına eşit olmalıdır ve pay fiyatı bu gerçeği yansıtacak şekilde belirlenmelidir (Kıyılar, 1997: 127).

Miller ve Modigliani (1961)'nin kar payı ilintisizliği yaklaşımı Miller ve Scholes (1978) tarafından da desteklenmiştir. Black ve Scholes (1974) ise kar payı artış ve azalışının pay fiyatları üzerindeki etkisini incelemişler ve kar dağıtımının pay fiyatını etkilediğine yönelik sonuçlar elde edememişlerdir.

Miller ve Modigliani (1961)'ye göre rasyonel ve etkin bir ekonomide finansal yanlısamalar yoktur ve firma değerini elde edilen kazancın nasıl dağıtılacağı değil, firmanın varlıklarının kazanç oluşturma gücü ve yatırım politikaları belirlemektedir. Yani yatırımcılar yatırım kararlarını firmanın karlılık durumuna göre vermektedirler. Eğer firmanın karı düşükse, yatırımcılar bu firmanın paylarını satacaklar ve yüksek karlılığa sahip firmaların paylarını satın alma eğiliminde bulunacaklardır. Bu durum düşük fiyatlı payların fiyatını yükseltirken, yüksek fiyatlı payların fiyatını düşürecek ve piyasadaki payların karlılığı eşitlenince piyasada denge sağlanacaktır. Piyasadaki her yatırımcı daha fazla serveti daha az servete tercih ederse ve diğer yatırımcıların da kendisi gibi davranacağına inanırsa, piyasa simetrik bir şekilde rasyonel davranan yatırımcılardan oluşacaktır. Yatırımcılar payları rasyonel bir şekilde değerleyeceği için firmaların cari ve gelecekteki kar dağıtım politikasını değiştirmesi firma değerini etkilemeyecektir (Kıyılar, 1997: 127-129).

#### **4.1.2. Eldeki Kuş Teorisi**

Miller ve Modigliani (1961)'nin kar payı ilintisizliği yaklaşımının aksine kar payı politikasının firma değerini etkilediğini savunan teorik yaklaşımlar da bulunmaktadır. "Eldeki kuş teorisi" olarak bilinen bu yaklaşımın öncüleri John Lintner (1956) ve Myron Gordon (1963)'dur. Kar dağıtım politikasının firma değerini etkilediğine dair ilk görüş Lintner (1956) tarafından öne sürülmüştür. Lintner'e göre fazla kazanç elde eden firmalar fazla kar payı dağıtırlar.

Lintner ile benzer görüş taşıyan Gordon (1959)'a göre yatırımcılar pay satın aldıklarında aslında üç şey satın almaktadırlar:

- Kar payı ve sermaye kazancı,
- Kar payı,
- Sermaye kazancı.

Gordon bu hipotezleri farklı regresyon modelleriyle analiz etmiş ve sonuçta kar payının pay değerini dağıtılmamış karlardan daha fazla etkilediğini tespit etmiştir (Gordon, 1959: 99-105).

Riske girmeyi sevmeyen yatırımcılar gelecekte elde edecekleri sermaye kazancı yerine kar payı geliri elde etmeyi isterler. Çünkü sermaye kazancı kar payına kıyasla daha belirsizdir. Firmanın değeri veya payların değeri, firmanın gelecekte sağlayacağı nakit akışlarının belirli bir iskonto oranı üzerinden bugüne indirgenmiş değerleri toplamına eşittir. Kar payları sermaye kazancına kıyasla daha az belirsizlik taşıdığı için, gelecekteki nakit akışları daha düşük bir orandan iskonto edilebilir ve böylece firma değeri artar. Kar payı ödemelerinde yaşanabilecek bir olumsuzluk, yatırımcılar açısından belirsizliği arttıracığından iskonto oranı artar ve neticede pay fiyatları düşer. Belirsizlikten kaçınmayı öngören bu teorik yaklaşıma göre, eldeki bir kuş daldaki iki kuşa yeğdir. Burada eldeki kuş kar payı, daldaki kuş sermaye kazancını ifade etmektedir. Yani kar payı kesin, sermaye kazancı ise belirsizdir. Hissedarlar bu belirsizlikten kaçınmak için kar payını sermaye kazancına tercih edeceklerdir. Görüldüğü üzere bu yaklaşım Miller ve Modigliani (1961)'nin görüşüne aykırıdır (Dağlı, 2001: 433-434).

Miller ve Modigliani (1961) eldeki kuş teorisini eleştirmekte ve firma riskini, firmanın dağıttığı kazançların değil faaliyet nakit akışının tehlikede olmasının belirlediğini ileri sürmüşlerdir. Sonuç olarak “eldeki kuş teorisini”ni “eldeki kuş yanıltmacası” olarak tanımlamışlardır (Al-Malkawi ve diğerleri, 2010:178).

#### **4.1.3. Vergi Farklılığı Teorisi**

Miller ve Modigliani (1961)'e göre etkin piyasa varsayımı altında, vergi göz ardı edilmekte ve kar payı kazancı ile sermaye kazancı arasında vergi açısından bir farklılık söz konusu olmamaktadır. Fakat günümüz piyasa koşullarında bu varsayım gerçeği pek yansıtmamaktadır. Vergi etkisi teorisi, kar payı geliri ve sermaye kazançlarının farklı dönemlerde ortaya çıkmasından dolayı farklı oranlardan vergilendirilmesi ve bunun firma değerine olan etkisini ele almaktadır. Yatırımcılar için kar payı dönem sonlarında söz konusu iken, sermaye kazancı paylar elden çıkarıldıklarında söz konusu olmaktadır. Dolayısıyla, bu kazançlar söz konusu oldukları dönemde vergilendirilmektedirler. Ülkeler

uyguladıkları farklı ekonomi politikaları çerçevesinde farklı vergi oranları uygulayabilmektedirler. Örneğin, bir ülke, kar payı kazancına yüksek vergi oranları uygulayarak sermaye birikimini teşvik etmeyi amaçlayabileceği gibi, dağıtılmamış karlardan alınacak vergi oranlarını arttırarak kar payını teşvik etmeyi de amaçlayabilir. Vergi farklılığı teorisi, bu etkilerin firma değeri üzerindeki etkisini incelemektedir (Ercan ve Ban, 2010: 263-264).

Literatürde Brennan (1970) vergi bağlamında riske göre düzeltilmiş getiri ile kar payı geliri arasındaki ilişkiyi inceleyen ilk çalışmalardan birini yapmıştır. Araştırmacılar FVFM'yi kullanarak, vergi öncesi gelir ile kar payı geliri ve payın sistematik riski arasında pozitif doğrusal ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Benzer şekilde, Litzenberger ve Ramaswamy (1982) vergi öncesi pay getirisiyle kar payı dağıtım oranları arasında pozitif doğrusal ilişki elde ederlerken; Black ve Scholes (1974), Miller ve Scholes (1982) ve Kalay ve Michaely (2000) ise vergi öncesi beklenen getiriler ile kar payı geliri arasında ilişki bulamamışlardır. Diğer taraftan, Berzins ve diğerleri (2013) vergilerin kar payı ödemelerini önemli ölçüde azalttığını tespit etmişlerdir.

#### **4.1.4. Müşteri Etkisi Teorisi**

Miller ve Modigliani (1961)'ye göre yatırımcıların bir kısmı yüksek kar payı dağıtan firmaları tercih ederken; diğer kısmı düşük kar payı dağıtan firmaları tercih etmektedir. Bu grupların her biri müşteri olarak adlandırılmakta ve davranış şekline müşteri etkisi denilmektedir. Yatırımcıların bir kısmı sermaye kazancına odaklanarak düşük kar payı ödeyen payları tercih etmekte iken; diğer kısmı cari kar payı gelirin odaklanarak yüksek kar payı ödeyen payları tercih etmektedir. Firma kar payı politikasını değiştirdiğinde, mevcut hissedarlarının bir kısmını kar payı beklentilerini karşılayan diğer firmalara kaptırmaktadır. Neticede, firmanın pay fiyatlarında, bir süreliğine geçici bir düşüş meydana gelmektedir. Firmanın uyguladığı yeni kar payı politikasını tercih eden yatırımcılar ise, payların düşük değerlendirildiğini görerek, paylara olan taleplerini arttırmaktadırlar ve firmanın pay fiyatları yine eski seviyesine dönmektedir. Bu işlemler eş zamanlı gerçekleşmekte ve yatırımcıya maliyet yüklenmediğinde payın değeri değişmemekte ve aynı kalmaktadır (Dağlı, 2001: 431).

Hotchkiss ve Lawrence (2007) müşteri etkisi teorisinin vergiden mi, yoksa kurumun tutarlı bir yatırım politikasına sahip olma eğilimi gibi başka faktörlerden mi kaynaklandığını araştırmışlardır. Sonuçta, hem vergi durumunun hem de diğer faktörlerin müşteri etkisi davranışını açıklayan önemli faktörler olduğunu tespit etmişlerdir. Buna göre birçok kurum görece olarak düşük veya yüksek temettü verimine sahip portföylerle tutarlı bir yatırım politikası izlemektedir. Daha yüksek temettü verimine sahip portföyleri elinde bulunduran kurumlar yüksek verimi tercih eden yatırımcıları cezbetmektedirler. Ayrıca, kar payı artış haberlerine pay fiyatlarının verdiği tepki, payı elinde bulunduran kurumun özelliklerine bağlı olarak değişmektedir.

#### **4.1.5. Sinyalizasyon Teorisi**

Firmalar kar payını piyasadaki yatırımcılara veya hissedarlara bilgi aktarmak için bir sinyal mekanizması olarak kullanabilirler. Firma içerisinden verilen bilgilerin, firmanın gelecekteki potansiyel kazançlarına ilişkin olacağı düşünülmektedir. Bu anlamda sinyal verilecek bilgi firmanın kısa veya uzun dönemli stratejilerini gösterebilir. Yöneticiler bu durumda dağıtılacak kar payı aracılığı ile verdikleri sinyallerle, gelecekteki kazançları açısından yatırımcıların beklentilerini yönlendirebilirler (Deptee ve Roshan, 2009: 5).

Her ne kadar Miller ve Modigliani (1961) payların kar payı politikalarına tepki vermeyeceğini vurgulamış olsa da, literatürde sinyal etkisini inceleyen, tespit eden ve modeller ileri süren birçok çalışma bulunmaktadır. Örneğin, Bhattacharya (1979)'nın modeli, kar payının, tam bilgi ortamının olmadığı firmaların beklenen nakit akışlarını bildiren bir sinyal fonksiyonu olduğunu ileri sürmektedir. Bu model ile birlikte firma dışındaki yatırımcıların firmanın kazanç durumu ile ilgili eksik bilgiye sahip olduğu varsayımı altında, kar payının, beklenen nakit akışları için bir sinyal fonksiyonu üstlendiği tespit edilmiştir.

Bir diğer çalışmada Miller ve Rock (1985) yine yöneticiler ve firma dışındakiler arasındaki asimetrik bilgiyi içeren bir finansal model geliştirmişler ve bu modelde kar payının sinyal olarak kullanıldığı bir sinyal dengesi elde etmişlerdir. Buna göre firmalar karları arttıkça kar payı dağıtımını arttırmakta ve gelecekteki kazançlara ilişkin piyasaya olumlu sinyaller göndermektedirler. Bu olumlu sinyaller payların fiyatını arttırmaktadır.

Diğer taraftan, beklenmeyen yeni pay ihraçları ise piyasalar tarafından olumsuz algılanmakta ve pay fiyatlarını düşürmektedir. Yine yatırımlar açısından, yüksek kar payı dağıtım haberleri pay fiyatlarını yükseltirken, firmanın yaptığı yatırımlar pay fiyatlarını düşürmektedir.

#### **4.1.6. Temsil Maliyeti Teorisi**

Yöneticiler firmalarının hayatta kalma şansını arttırabilmek için firmaları etkinliklerini artırma yönünde motive etmek zorundadırlar. Firmanın iç kontrol sistemi ve kurumsal olarak kontrolü için piyasalar büyük önem arz etmektedir. Çünkü ekonomideki kısa ve uzun vadeli yatırım kaynaklarının maliyetini aşan getiriler önemli bir serbest nakit akışı oluşturmaktadır. Bu nakit akışlarının söz konusu olduğu durumlarda yöneticiler ve hissedarlar arasındaki çıkar çatışmaları şiddetlenmektedir. Burada önemli problem yöneticilerin bu nakit akışının etkin kullanılması yönünde motive etmektir. Bunun önemli yollarından biri kar payı dağıtmaktır (Jensen, 1986: 323-329).

Temsil maliyeti yaklaşımı Miller ve Modigliani (1961) teoreminin varsayımlarından iki noktada ayrılmaktadır. Birincisi, firmaların yatırım politikası kar payı politikasından bağımsız ele alınamaz ve kar payı ödemeleri marjinal yatırımın etkisizliğini azaltmaktadır. İkincisi, özellikle içerideki hissedarlar firmanın kazanç dağılımlarından imtiyazlı pay alamazlar (La Porta ve diğerleri, 1999: 3).

Temsil maliyeti yaklaşımını geliştiren Jensen ve Meckling (1976)'e göre temsil maliyeti yaklaşımı, yöneticilerin, hissedarların ve diğer çıkar gruplarının yararlarını gözetken bir firma sahiplik yapısını tanımlamaktadır. Yöneticiler ve ilgili çıkar grupları arasındaki farklı güdüler, bir takım problemlere sebep olmakta ve çeşitli maliyetlerle sonuçlanabilmektedir. Yöneticilerin paylar üzerindeki çıkarlarının azalması, hissedarların servetine karşı eylemlerde bulunmasına neden olmaktadır. Hissedarlara ödenen kar payı, yönetimin kontrolündeki kaynakları ve yöneticilerin gücünü azaltmaktadır. Buna karşın yöneticiler yeni yatırım fırsatları söz konusu olduğunda, sermaye temini için sermaye piyasalarına yönelmektedirler. Bu durum kar payı maliyetlerinin azalması için faydalı olabilir. Firmalar sermaye piyasalarında kaldıkları sürece, yönetimin gözetim masrafları

daha düşük tutulabilmekte ve firma yöneticileri ve çeşitli yatırımcı grupları açısından risk düzeyi azalabilmektedir (Easterbrook, 1984: 657-658).

La Porta ve diğerleri (1999) 33 ülkeden 4.000 firma için, kar payında temsil maliyetinin temel bileşenlerini ve çıkarımlarını tanımlamaya çalışmışlardır. Bunun için iki hipotez öne sürmüşlerdir:

- Kar payı hissedarların yasal olarak korunmasının bir sonucudur ve
- Kar payı hissedarları yasal olarak korumanın bir fonksiyonudur.

La Porta ve diğerleri (1999) araştırmalarında kar payı politikasının temsil maliyeti ile tutarlı bir şekilde yasal rejimlere bağlı olarak değiştiğini tespit etmişlerdir. Buna göre yatırımcıları koruma kanununun daha iyi olduğu ülkelerde, sivil yasaların geçerli olduğu ülkelerden daha fazla kar payı ödenmektedir. Genelde ise yüksek kazançlı firmalar düşük kazançlı firmalara göre daha düşük kar payı ödemektedirler. Elde edilen sonuçlar, yatırımcıların iyi yasal teşviklerin olduğu, yeniden yatırım fırsatlarının ise az olduğu ülkelerin yasal güçlerini kullanarak firmalardan kar payı kopardığı yönündeki temsil maliyeti versiyonunu desteklemektedir.

Firmalar yüksek kazançlar elde etmeyi beklediklerinde daha düşük kar dağıtım oranları belirlemektedirler. Çünkü yüksek kazanç beklentisi yüksek yatırım harcamaları gerektirmektedir. Burada yatırım kararlarının kar payı politikasını etkilediği görülmektedir. Yüksek sabit maliyetlere sahip firmalar dış finansman maliyetlerinden kaçınmaktadırlar ve daha düşük kar payı ödemektedirler. Sermayenin çoğunluğu firma dışındaki hissedarların elindeyse firma daha yüksek kar payı politikası belirlemektedir. Bu durum ise kar payı ödemelerinin temsil maliyetlerini azalttığı ve iyi bir gözetim yöntemi olduğu görüşünü desteklemektedir (Rozeff, 1982: 249-250).

Bir başka bakış açısıyla, vergi maliyetleri hızla yönetim maliyetlerinin yerini almaktadır. Bu dolaylı sahiplik yapısı ise, yönetim maliyetlerini, minimum vergi maliyetlerinin seviyesine kadar azaltan bir kar payı dağıtım politikasına izin vermektedir. Yani hissedarlar kar payını vekalet savaşını azaltmak için kullanmaktadırlar (Berzins ve diğerleri, 2013: 24).



## 4.2. Kar Payı Dağıtım Kararlarına Davranışsal Yaklaşımlar

Geleneksel yaklaşımlar çerçevesinde, firma yöneticileri hem firma değerini maksimum kılacak hem de hissedarların beklentilerine cevap verebilecek bir kar dağıtım politikası izlemelidir. Normal koşullarda firmalar kendileri için gelişme potansiyeli söz konusu ise kaynaklarını yatırım projelerine yönlendirmektedirler. Gelişme potansiyeli sona erdiğinde ve olgunlaşma dönemine girildiğinde ise kar dağıtım kararlarına ağırlık vermektedirler. Bunun yanında yöneticiler, kimi zaman hissedarlara ödenen kar paylarının yönetimin kontrolündeki kaynakları azalttığını düşünmekte ve kar dağıtımından kaçınabilmektedir. Kimi zaman ise, kendi başarılarını ispat etmek için kaynaklarını çeşitli riskli yatırım projelerine yönlendirebilmektedirler. Bu anlamda firmaların dönem sonunda elde ettikleri karları otopfinansman için mi kullanacakları, yeni yatırımlara mı yönlendirecekleri, yoksa kar payı olarak mı dağıtacakları büyük önem arz etmektedir. Firmalar bu konularda alacakları kararlarla hem firma değerini maksimum kılmayı hem de yatırımcıların, hissedarların ve diğer paydaşların beklentilerini karşılamayı amaçlamaktadırlar.

Firmaların kar payı dağıtım nedenleri Miller ve Modigliani (1961)'nin "belirli koşullar altında kar payı firma değerini etkilemez" görüşünün öne sürülmesiyle birlikte önemli bir gündem oluşturmuştur. Fakat Miller ve Modigliani (1961)'nin bu önermesi rasyonel davranışların söz konusu olduğu, tam belirlilik koşullarının ve etkin piyasaların var olduğu ve işlem maliyetlerinin olmadığı koşullar için söz konusudur. Miller ve Modigliani'nin kar payı ilintisizliği yaklaşımı zamanla eleştirilere uğramış ve firmaların kar payı dağıtım kararlarının nedenleri daha yoğun bir şekilde araştırılmaya başlanmıştır. Bunun yanında, çalışmalarda kar payı dağıtım kararları kimi zaman klasik yaklaşımlar çerçevesinde açıklanmaya çalışılırken, kimi zaman firmaların karakteristik özellikleri çerçevesinde ele alınmıştır. Kar payları firma değerine ilişkin piyasaya olumlu sinyaller vermesi açısından önemsenirken, vekalet problemlerine neden olabilmesi açısından dikkat çekici bir karar haline gelmiştir.

Günümüzde ise kar payı dağıtım kararları yalnızca firma karakteristikleri veya klasik yaklaşımlar ekseninde değil davranışsal yönleriyle birlikte ele alınmaya başlanmıştır. Bu durum kar payı dağıtım kararlarının yalnızca firma karakteristiği ile ilgili

olmadığı, aynı zamanda yöneticilerin bilişsel önyargılarıyla da ilgili olduğunu göstermektedir. Yani yöneticiler bazı koşullarda firma değerinin yanında karar almanın güç olduğu ortamlarda, kabiliyetlerini aşırı tahmin ederek, belirsizlikten kaçınmak için başkalarını taklit ederek ve önceki dönemlerin kararlarına çıpalanarak kar dağıtım kararları alabilmektedirler.

#### **4.2.1. Sürü Davranışı ve Kar Payı Dağıtım Kararları**

Sermaye yapısı kararları, birleşme ve satın almalar, varlık fiyatlandırma ve sermaye bütçelemesine ilişkin tüm yaklaşımlar, firmaların nakit kar paylarını niçin ve nasıl ödediği fikrine dayanmaktadır. Büyük kuruluşlar kazançlarının önemli bir kısmını kar payı ve pay geri satın almaları için kullanılmaktadırlar. Piyasalar pay geri satın almaları ve kar payı artırma kararlarına olumlu tepki verirken, kar payı azalışına ilişkin haberlere olumsuz tepki vermektedirler. Finansal iktisatçılar bu anlamda hissedarların servetini arttıracak ve yatırımcılara maksimum faydayı sağlayacak kar payı politikası şekli geliştirmelidirler (Allen ve Michaely, 2002: 4).

Kurumsal finans politikalarına ilişkin birçok çalışma firmaların finansal kararlarını, diğer firmalardan etkilenmeyerek, izole bir şekilde aldıklarını ileri sürmektedir. Bununla birlikte az sayıda çalışma ve ampirik metot firmaların finansal kararlarında diğer firmaların etkilerini endüstri sabit etkisi, endüstri ortalamaları ve nedensellik etkisini ölçerek incelemektedir (Adhikarı, 2013: 3).

Kar payının önemli amaçlarından bir tanesi, payların fiyatlamasını kolaylaştırmak ve onu borçla mukayese edilebilir hale getirmektir. Kar payı, firma değerine ilişkin önemli dolaysız bilgiler vermektedir. Yani kar payı, yatırımcıların nakit akışlarını değerlendirebilmelerini sağlayacak ve firmaların aynı sektörde yer alan diğer firmalarla kendilerini mukayese etmelerine yardımcı olacak bilgiler sunmaktadır. Bu durumda özellikle de aynı sektörde yer alan firmalar, sermaye piyasalarında büyük bir rekabet söz konusu ise birbirlerinin kar payı politikalarını takip etme eğilimi gösterebileceklerdir. Örneğin, eğer yatırımcılar aynı endüstride yer alan firmaların paylarını fiyatlandırırken aynı temettü verimini kullanıyorlarsa ve eğer firmalar yüksek firma değerini önemsiyorsa,

bir firma tarafından yapılan kar payı değişikliği bir başka firma tarafından takip edilebilecektir (Adhikarı, 2013: 3).

#### **4.2.2. Aşırı Güven Davranışı ve Kar Payı Dağıtım Kararları**

Araştırmacılar kar payı politikasını genel olarak, dağıtılmamış aşırı nakit maliyetlerini azaltma ile gelecekteki yatırımlar için dış finansman maliyetini azaltma arasındaki ödünleşime dayandırarak modellemişlerdir. Deshmukh ve diğerleri (2013)'ne göre yöneticiler mevcut hissedarların çıkarlarını düşünmektedirler. Aşırı güvenli yöneticiler firmanın düşük değerlendiğine ve gelecekteki yatırım ihtiyaçları için dış finansmanın daha maliyetli olabileceğine rasyonel yöneticilere nazaran daha fazla inanmaktadırlar. Aşırı güvenli yöneticiler bu sebeple daha düşük kar payı ödemektedirler. Ayrıca, aşırı güvenli yöneticiler tarafından yönetilen ve daha düşük veya daha yüksek büyüme oranına sahip firmalar arasında kar payı dağıtımını açısından az fark bulunmaktadır.

Kar payı dağıtım kararlarında aşırı güven etkisine ilişkin Ben-David ve diğerleri (2007) de benzer tanımlamayı yapmakta ve aşırı güvenli yöneticilerin firmalarının düşük değerlendiğine inandıklarını belirtmektedirler. Buna göre hatalı kalibrasyonlu yöneticilere sahip firmalar daha az kar payı ödemekte, daha fazla yatırım yapmakta ve borç finansmanı özellikle de uzun vadeli borçlanmayı kullanmaktadırlar. Yöneticilere yatırımlar konusunda verilen yetkiler, onları daha iyimser hale getirmekte ve bu sebeple yöneticiler nakitlerini kar payı olarak ödemek yerine, yatırım projelerinin finansmanında kullanmayı tercih etmektedirler.

Chen ve diğerleri (2011)'ne göre kar payı dağıtım kararları yalnızca firmanın karakteristik özellikleri ile ilişkili değil, aynı zamanda bilişsel önyargılarla da ilişkilidir. Bu doğrultuda araştırmacılar yönetici aşırı güveni ve kar payı politikası arasında negatif ilişki olduğunu ve bu ilişkinin nakit akışı ve yönetsel ikilik ile güçlenirken; sahiplik yapısı ve politik ilişki ile birlikte azaldığını belirtmişlerdir.

### 4.2.3. Kayıptan Kaçınma Davranışı ve Kar Payı Dağıtım Kararları

Kayıptan kaçınma hipotezine göre, yöneticiler geleceği öngörürken, firmaların ekonomik çevresine ilişkin mümkün olduğunca kısa sürede geri dönüşte bulunabilecek veya bu çevreye adapte olmasını sağlayacak karar alma kurallarını kullanmaktan kaçınmaktadırlar. Daha somut olarak, firmalar bazı standart prosedürler, endüstri gelenekleri ve diğer çevresel belirsizlikler içeren ilişkilerden etkilenerek kararlarını şekillendirmektedirler. Ancak bu durum firmaların belirsizliği ortadan kaldıracabileceği anlamına gelmemektedir. Bu durum sadece yöneticinin belirsizliğe ilişkin bir resim çizebilmesini sağlamaktadır (Cyert ve March, 1993; Cyert ve diğerleri, 1996: 159).

Cyert ve March (1993) ve Cyert ve diğerleri (1996)'ne göre kar payı dağıtım kararlarına ilişkin belirsizlikten kaçınma aşağıdaki durumların ortaya çıkmasına sebep olabilir;

- Firmalar kar payı dağıtım kararlarını belirlerken, kazanç açısından gelecek beklentilerine ilişkin çevresel koşullara göre düzenleme yapmaya odaklanabilirler.
- Kar payı düzeyleri uzun vadeli optimizasyon modelleri esas alınarak optimize edilmemektedir. Kar payı düzeyini genellikle endüstri koşulları ve firmanın geçmiş performansı gibi etkenler belirlemektedir.
- Firmalar kabul edilebilir kar payı ayarlamaları için bazı basit temel kurallara uymaya devam etmektedirler.
- Kar payı düzeyleri, yatırımcılar ve hissedarların belirlenmiş kar paylarına ilişkin tutumlarına göre değişiklik gösterebilir. Onların konuya ilişkin bilgileri ve servetleri söz konusu olduğunda, firmalar yakın zamanda kar paylarına ilişkin kararlarını tekrar gözden geçirebileceğinden bugünden belirlemek istemeyebilirler.

Cyert ve diğerleri (1996) yukarıda belirtilen özellikler çerçevesinde oluşturdukları modele ilişkin tahmin sonuçlarında, gelecekteki kar payı değişmelerini, mevcut sermaye verimliliğinin, kar payı düzeylerinin ve gecikmeli yatırımların etkilediğini tespit

etmişlerdir. Ayrıca, gelecekteki kar payı kararları üzerinde kazanç devamlılığının ve firma riskinin de önemli olduğunu tespit etmişlerdir.

Bir diğer çalışmada Azouzi ve Jarboui (2012a) yöneticilerin kayıptan kaçınma önyargısı ile kar payı ödeme düzeyinin pozitif ilişkili olduğunu belirlemişlerdir. Araştırmacılara göre, firma eğer üretim kapasitesine ilişkin belirsizlik içindeyse, firmanın çıkarları doğrultusunda davranışlarda bulunacaktır. Yöneticiler saygınlıklarını ve iş konumlarını kaybetmek istemeyeceklerinden dolayı daha cömert kar payı dağıtım kararları alabileceklerdir. Çünkü yöneticiler hissedarlardan saygı görmek ve bunu ifade eden cümleler duymak istemektedirler.

#### **4.2.4. Çıpalama ve Kar Payı Dağıtım Kararları**

Kar payları güvenilir bir şekilde firmanın kazançlarına ilişkin sinyal verdiğinden, yatırımcılar kar payı dağıtımını durduğunda büyük hayal kırıklığı yaşamaktadırlar. Çünkü yatırımcılar cari kar payları için geçmişte ödenen kar paylarını psikolojik referans noktası olarak değerlendirmektedir. Geçmişte ödenen kar payları hatırlanmaya değer bilgilerdir. Kar paylarının resmi olarak açıkça ve belirli aralıklarla anons edilmesi hatırlanma şeklini kolaylaştırmaktadır. Öyle ki, kar payı artış ve başlatmaları büyük haberler olarak anons edilmektedir. Aksine kar dağıtımının azalması ise büyümenin habercisi olarak önemsiz bir durummuş gibi algı oluşturulmaya çalışılmaktadır. Referans noktası kar payını farklı yollarla şekillendirmektedir. Örneğin, bugünün kar payı gelecekte ödenecek kar payı ödemeleri için bir referans noktasıdır. Bu nedenle, yöneticiler gelecekteki olası kazanç azalışlarına karşı önlem olarak cari kar payının bir kısmını elinde tutabilirler. Diğer taraftan, hissedarların serveti bir kenara konulduğunda, yöneticiler cari referans noktasını aşacak kar payları ödemek isteyebilirler. Çünkü yöneticiler firmanın şimdiki değerine ilişkin tahminlere de büyük önem vermektedirler. Ayrıca, yöneticiler firmanın kar payı ödeme kabiliyetine ilişkin piyasaya sinyal göndermek amacıyla cari referans noktasından daha fazla kar payı ödemek de isteyebilir. Sınırlı kaynaklara sahip firma yöneticileri, bu içsel referans noktasının gelecekte beklenen maliyetlerine maruz kalmak istemeyeceğinden, bu sinyal modeli işe yaramaktadır (Baker ve Wurgler, 2012: 2-10).

Baker ve Wurgler (2012)'in çalışmalarını destekleyecek şekilde, Nissim (2013) kar payı kararlarında referans noktasının ve sinyal vermenin etkisinin olup olmadığını ve yöneticinin ve yatırımcının bu konudaki yaklaşımını araştırmıştır. Çalışmanın sonucunda yatırımcıların pay başına kar payından ziyade ödenen kar paylarını önemsediklerini tespit etmişlerdir. Ayrıca, yatırımcıların, kar payı ödemelerini, yöneticiler tarafından piyasaya gönderilen bir sinyal olarak kabul ettiklerini ortaya koymuşlardır. Son olarak çalışmada yöneticilerin kar payı ödemeyi kesme konusunda, piyasanın vereceği olumsuz tepkiden dolayı gönülsüz oldukları sonucuna ulaşmışlardır.

### **4.3. Literatür Taraması**

Araştırma kapsamında kar payı dağıtım kararları üzerinde davranışsal önyargıların etkilerinin araştırıldığı çalışmalar üç grupta incelenmiştir. Burada ilk olarak kar payı dağıtım kararları üzerinde sürü davranışı etkisine ilişkin literatüre, ikinci olarak aşırı güven davranışının etkisine ilişkin literatüre ve son olarak catering teorisine ilişkin literatüre yer verilmiştir.

#### **4.3.1. Sürü Davranışı Etkisini İnceleyen Çalışmalar**

Yöneticiler daha önce belirtildiği üzere kurumsal finansal kararlarda bilgi, saygınlık, ücret ve rekabete dayalı sebeplerle sürü davranışı gösterebilmektedirler. Yöneticiler özellikle benzer firmalardan bilgiler edindiklerinde, kararlarına ilişkin eleştirilerden kaçınmak istediklerinde ve/veya piyasadaki diğer aktörlerin de sürü davranışı göstermesi nedeniyle sürü davranışında bulunmaktadırlar. Bu davranışsal önyargı kendisini sermaye yapısı kararları, nakit yönetimi ve yatırım kararlarında gösterdiği gibi kar payı dağıtım kararlarında da göstermektedir.

Popadak (2012) tarafından yapılan çalışmada, ABD'de öncü firmaların davranışlarının firmaların kar payı dağıtım kararları üzerinde etkili olup olmadığı 439.327 firma ve 1975-2011 dönemi için panel veri ile araştırılmıştır. Çalışmada belirlenen amaç doğrultusunda, söz konusu ilişkinin ortaya konulabilmesi için 2AEKK yönteminden faydalanılmıştır. Uygulamada getiri verileri, pay fiyatı verileri, kar payı verileri, Pd/Dd oranı, kaldıraç oranları, yatırım oranı, nakit akışının sermayeye oranı, amortisman öncesi

faaliyet gelirinin aktiflere oranı, Ar-Ge yatırımları, pazarlama, satış ve dağıtım giderleri, firmaların kurumsal sahiplik yapısı, yönetici tanımlayıcı değişkenleri, pay ve tahvil ihraç oranları değişkenleri kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda, firmaların temettü tutarlarının büyüklüğünün ve zamanlamasının belirlenmesinde öncü firmaların önemli rol oynadığı yönünde bulgular elde edilmiştir. Endüstri düzeyinde elde edilen bulgular, sürü etkisinin firmanın temettü veriminde %12'lik bir değişime sebep olduğunu ortaya koymuştur. Finans yöneticilerinin stratejik kararları ve davranışsal önyargıları bu sürü etkisinin ortaya çıkmasını belirlemektedir. Diğer taraftan, aşırı güvenli yöneticilerin kar payı ödemelerini, sürü etkisi ve aşırı güven hipotezi birlikte ortaya çıktığında %3 oranında daha fazla arttırma eğiliminde oldukları saptanmıştır. Ayrıca, stratejik olarak sürdürülebilir durumda ve finansal olarak zayıf olan firmaların, sürü etkisiyle temettü ödemelerini %2 oranında arttırdığı bulgusu elde edilmiştir.

Adhikari (2013) tarafından yapılan çalışmada, Hindistan'da sürü etkisinin firmaların kar payı dağıtım kararları üzerinde etkili olup olmadığı 7.881 firma ve 1965-2010 dönemi için panel veri ile araştırılmıştır. Çalışmada belirlenen amaç doğrultusunda, söz konusu ilişkinin ortaya konulabilmesi için 2AEKK tahmincisi kullanılmıştır. Uygulamada getiri verileri, temettü ödemelerine ilişkin kukla değişkenler, satışlardaki artış, Pd/Dd oranı, Ar-Ge/toplam varlıklar, firma yaşı, firma büyüklüğü, dağıtılmamış karlar/özsermaye, kaldıraç oranı ve nakit akış riski değişkenleri kullanılmıştır. 2AEKK tahminlerinde FVFM ile tahmin edilen getiri şokları araç değişken olarak kullanılmıştır. Ayrıca, tüm değişkenler firmaların ait olduğu sektör ortalamaları alınarak öncü firmalar için de hesaplanmıştır. Tahminlerden elde edilen bulgular, öncü firmaların uyguladığı kar payı politikalarının, firmaların kar payı dağıtım kararlarının önemli belirleyicilerinden birisi olduğunu ortaya koymuştur. Firmaların özellikle temettü dağıtımı, temettü verimi, önemli ölçüde temettü artırımını veya azaltımını, temettü atlama ve başlatma kararlarında sürü davranışı gösterdikleri sonucuna ulaşılmıştır. Bunun yanında, taklit davranışının özellikle daha küçük ve genç firmalar arasında görüldüğü tespit edilmiştir.

Qiu (2013) tarafından yapılan çalışmada, ABD'de sürü etkisinin firmaların kar payı dağıtım kararları ve pay geri satın almalarında etkili olup olmadığı 7.589 firma ve 1990-2011 dönemi için panel veri ile araştırılmıştır. Çalışmada belirlenen amaç doğrultusunda, söz konusu ilişkinin ortaya konulabilmesi için lojistik regresyon analizi ve 2AEKK

tahmincisi kullanılmıştır. Uygulamada firma büyüklüğü, Pd/Dd oranı, pay getirisi, borçlanma oranı, nakit akış oranı, faiz vergi ve amortisman öncesi kar gibi değişkenler hem çeyrek dönemler hem de yıl bazında hesaplanmıştır. 2AEKK tahmininde FVFM ile tahmin edilen firmaya özgü getiri bileşeni ve firmaya özgü kar bileşenleri araç değişkenler olarak kullanılmıştır. Ayrıca, tüm değişkenler firmaların ait olduğu sektör ortalamaları alınarak öncü firmalar için de hesaplanmıştır. Çalışmada Kuzey Amerika Endüstri Sınıflandırma Sistemi (North American Industrial Classification System-NAICS) ve Standart Endüstri Sınıflandırma Sistemleri (Standard Industrial Classification-SIC)'ne ait firmalar ayrı ayrı analiz edilmiştir. Çalışmanın sonucunda kar payı dağıtım kararlarında sürü davranışının etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Endüstriyel sınıflandırma sistemleri açısından ise sonuçlarda kayda değer bir değişiklik tespit edilememiştir.

Egan (2013) tarafından gerçekleştirilen araştırmada, Holanda ve Belçika'da halka açık firmaların kar payı dağıtım kararları üzerinde sürü etkisi 162 firma ve 1989-2011 dönemi için panel veri ile incelenmiştir. Çalışmada belirlenen amaç doğrultusunda, söz konusu ilişkinin ortaya konulabilmesi için lojistik regresyon, iki aşamalı probit regresyon ve 2AEKK yöntemleri kullanılmıştır. Uygulamada kar dağıtım göstergesi olarak kukla değişken, faiz öncesi ve vergi sonrası gelirin aktiflere oranı ve faiz öncesi ve vergi sonrası gelirin öz sermayeye oranı, aktiflerdeki değişim oranı ve Pd/Dd oranı, kaldıraç oranı, dağıtılmamış karlar/özsermaye oranı ve aktiflerin doğal logaritması kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda kar payı dağıtım kararlarında sürü etkisi olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Bununla birlikte büyük firmalarda, kar dağıtım eğiliminin daha fazla olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca, karlılık, büyüme fırsatları, firma büyüklüğü ve yaşam döngüsünün önemli kar payı belirleyicileri olduğu bulunmuştur.

Bir diğer çalışmada ABD'de firmaların kar payı dağıtım kararları üzerinde sürü davranışının etkili olup olmadığı Huang ve Paul (2016) tarafından 1.074 firma ve 1987-2012 dönemi için panel veri ile araştırılmıştır. Çalışmada belirlenen amaç doğrultusunda, söz konusu ilişkinin ortaya konulabilmesi için lojistik regresyon yöntemi kullanılmıştır. Uygulamada endüstrinin kar payı ödeme gücü, temettü değişimi, endüstrinin ortalama kar payı değeri, Pd/Dd oranı, piyasa değeri, toplam nakit/toplam aktifler, faiz ve vergi öncesi kar/toplam aktifler, firma yaşı, kurumsal sahiplik yapısı ve pay getirisi değişkenleri kullanılmıştır. Araştırmanın sonucunda, firmaların kar payı başlatma kararlarında



endüstrinin kar payı ödeme yapısının etkili olduğu bulgusu elde edilmiştir. Yani firmalar temettü başlatma kararlarında diğer firmaları gözlemlemekte ve onları takip etmektedirler. Araştırmacılara göre kar payı ödemeyen firmalar sektörde sürekli artan kar payı ödemelerinin söz konusu olduğu dönemlerde, kar payı ödemeye başlama konusunda isteksiz davranmaktadırlar. Araştırma sonucunda ayrıca firmaların sürü davranışı göstermesinde öğrenme davranışının, yani bilgiye dayalı sürü davranışının etkili olduğu belirlenmiştir.

Kar payı dağıtım kararları üzerinde sürü etkisine ilişkin yukarıda ifade edilen çalışmalar Tablo 5’de özetlenmiştir.



**Tablo 5: Kar Payı Dağıtım Kararları Üzerinde Sürü Etkisine İlişkin Literatür Özeti**

Yazar (lar)	Uygulama Alanı ve Dönemi	Değişkenler	Yöntem	Bulgular
Popadak (2012)	1975- 2011 ABD	Pay getiri verileri, pay fiyatı verileri, temettü verileri, Pd/Dd oranı, kaldıraç oranları, yatırım oranı, nakit akışının sermayeye oranı, amortisman öncesi faaliyet gelirinin toplam aktife oranı, Ar-Ge yatırımları, pazarlama, satış ve dağıtım giderleri, firmaların kurumsal sahiplik yapısı, yönetici tanımlayıcı değişkenleri, pay ve tahvil ihraç oranları değişkenleri kullanılmıştır.	2AEKK	Kar payı dağıtım kararlarında sürü etkisi vardır.
Adhikari (2013)	1965-2010 Hindistan	Pay getiri verileri, temettü ödemelerine ilişkin kukla değişkenler, satışlardaki artış, Pd/Dd oranı, Ar-Ge/toplam varlıklar, firma yaşı, firma büyüklüğü, dağıtılmamış karların adi pay tutarına oranı, kaldıraç oranı ve nakit akış riski değişkenleri kullanılmıştır.	2AEKK	Kar payı dağıtım kararlarında sürü etkisi vardır.
Qiu (2013)	1990-2011 ABD	Firma büyüklüğü, Pd/Dd oranı, getiri, borçlanma oranı, nakit akış oranı, faiz vergi ve amortisman öncesi kar gibi değişkenler hem çeyrek dönemler hem de yıl bazında kullanılmıştır.	Panel lojistik regresyon ve 2AEKK	Kar payı dağıtım kararlarında sürü etkisi vardır.
Egan (2013)	1989-2011 Holanda ve Belçika	Kar dağıtım göstergesi kukla değişken, karlılık göstergesi olarak faiz öncesi ve vergi sonrası gelirin toplam aktife oranı ve faiz öncesi ve vergi sonrası gelirin öz sermayeye oranı, büyüme fırsatı göstergesi olarak aktiflerdeki değişim oranı ve Pd/Dd oranı, kaldıraç oranı, dağıtılmamış karların özsermayeye oranı, büyüklük göstergesi olarak aktiflerin doğal logaritması kullanılmıştır.	Panel lojistik regresyon, iki aşamalı probit regresyon ve 2AEKK	Kar payı dağıtım kararlarında sürü etkisi yoktur.
Huang ve Paul (2016)	1987-2012 ABD	Endüstrinin kar payı ödeme gücü, temettü değişimi ve endüstrinin ortalama kar payı değeri, uzun vadeli borçların toplam aktiflere oranı, Pd/Dd, piyasa değeri, toplam nakit tutarının toplam aktiflere oranı, faiz ve vergi öncesi karın toplam aktiflere oranı, firma yaşı, kurumsal sahiplik yapısı ve getiri değişkenleri kullanılmıştır.	Panel lojistik regresyon analizi yöntemi	Kar payı dağıtım kararlarında sürü etkisi vardır.

Tablo 5’de görüldüğü üzere sürü davranışı kar payı dağıtım kararları üzerinde önemli etkiye sahiptir. Araştırmacılar bu etkinin, yöneticilerin diğer firmaların kar dağıtım kararlarının kendi kararları için bilgi verici olduğunu düşünmeleri, itibar kaygısı ve rekabeti azaltma çabalarının sonucu olarak ortaya çıktığını ileri sürmüşlerdir.

### 4.3.2. Aşırı Güven Etkisini İnceleyen Çalışmalar

Yöneticiler bazı zamanlarda kendilerinin pozitif NBD'ye sahip projelerde göstereceği başarıyı aşırı tahmin etmektedirler. Yöneticiler bu gibi durumlarda firmanın oluşturduğu nakit akışlarını kar payı dağıtmak yerine bu projelere yönlendirmeyi tercih etmektedirler. Diğer taraftan, yöneticiler bazı zamanlarda ise, payların gelecekteki getirilerini aşırı tahmin ederek, kar payı dağıtma kararını piyasaya olumlu sinyaller göndermek için almaktadırlar. Aşırı güven önyargısı bu anlamda kar payı dağıtım kararları üzerinde önemli pozitif veya negatif etkilere sahip olabilmektedir.

Ben David ve diğerleri (2007) tarafından yapılan araştırmada, ABD'de yöneticilerin kar payı dağıtım kararlarında aşırı güven önyargısının etkileri 2001 Mart- 2007 Mart dönemi için finansal yöneticilere kısa anketler yapılarak incelenmiştir. Bu anketlerle toplam 6.500 üst düzey finans yöneticisinden pay piyasasına ilişkin tahminler elde edilmiştir. Anketler genel olarak ABD ekonomisi, firma politikaları ve firmaların kısa dönemli tahminleriyle ilgili sorular içermektedir. Yönetici aşırı güveni yine anketlerdeki sorularla ölçülmüştür. Uygulamada satışlar, 5 yıllık satışlardaki büyüme, kaldıraç oranı, Pd/Dd oranı, uzun vadeli borç/toplam borç oranı, karlılık oranı, pay geri satın alma, yatırım harcamaları oranı, satın alma eğilimleri, firma yaşı, 12 aylık kümülatif getiri ve piyasa beta'sı değişkenleri kullanılmıştır. Ayrıca, çeyrek dönemler için toplam geri satın alınan varlıklar/toplam varlıklar ve beta değişkenleri kullanılmıştır. Bunlara ilaveten yöneticilerin teşvik primleri, toplam ücretleri, volatilité endeksi ve birleşme haberleri sonrası aşırı getiri değişkenleri de analizde kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda yöneticilerin ortalama olarak hatalı kalibrasyona sahip oldukları ve hatalı kalibrasyonun kurumsal kararlara ilaveten yöneticilerin karakteristik özellikleri ile ilişkili olduğu saptanmıştır. Ayrıca, yöneticilerin aşırı güven önyargısının kar payı dağıtım kararları üzerinde etkili olduğu bulunmuştur. Öyle ki, ortalamadan yukarı doğru uzun dönemli aşırı güvenin artması, kar payı ödeme olasılığını yaklaşık %12,4 azaltmaktadır. Ayrıca, çalışmada aşırı güvenli yöneticilerin fazla yatırım yaptıkları, şirket alma eğilimlerinin yüksek olduğu ve bu satın almalara piyasa tepkisinin negatif olduğu tespit edilmiştir.

Ben David ve diğerleri (2007) tarafından elde edilen diğer bulgularda yönetsel aşırı güven ve finansal yapı arasında pozitif ilişki olduğu, aşırı güvenli yöneticiye sahip

firmaların yüksek borçlanma oranlarına ve uzun dönemli borçlanma eğilimine sahip oldukları tespit edilmiştir. Bu sonuca göre yöneticiler pay fiyatları düştüğünde fazla yatırım yapmakta, fiyatlar yükseldiğinde ise daha az pay ihraç etmektedirler. Son olarak aşırı güvenli yöneticiye sahip firmalarda yönetici ücretlerinin performansa dayalı olduğu tespit edilmiştir.

Cordeiro (2009) tarafından yapılan araştırmada, ABD’de yönetici aşırı güveni ve kar payı dağıtım kararları arasındaki ilişki 5.015 firma ve 1980-1994 dönemi için incelenmiştir. Çalışmada belirlenen amaç doğrultusunda, söz konusu ilişkinin ortaya konulabilmesi için panel-lojistik regresyon ve Fama McBeth yatay kesit regresyon yöntemleri kullanılmıştır. Uygulamada aşırı güveni ölçmek için, pay opsiyonunu uzun süreli elde tutma değişkeni kullanılmıştır. Bu değişkende aşırı güvenli yöneticiler pay opsiyonunu görev süresince en az bir kere vade bitim tarihine kadar ellerinde bulunduran yöneticiler şeklinde tanımlanmıştır. Uygulamada yönetici saygınlığı göstergesi olarak The New York Times, Financial Times, Business Week, The Economist (Lexis Nexis kullanılarak) ve Wall Street Journal (Factiva.com kullanılarak) gibi yayınlarda yöneticilere yapılan atıf sayısı dikkate alınarak toplam aşırı güven kukla değişkeni oluşturulmuştur. Bunun için ilgili değişken, yöneticiye o yıl yapılan “güvenli”, “güven”, “iyimser”, “iyimserlik önyargısı” şeklinde yapılan atıfların sayısının, “güvenli olmayan”, “iyimser olmayan”, “mantık”, “ihtiyatlı”, “tutucu” şeklinde yapılan atıfların sayısını geçmesi durumunda 1; geçmemesi durumunda 0 değerini almıştır. Ayrıca, uygulamada toplam varlıklar, dolaşımdaki toplam pay sayısı, pay fiyatları, olağandışı kalemler öncesi gelir, faiz maliyeti, pay başına kar payı, rüçhan haklı payların sayısı, dağıtılmamış karlar, net satışlar, rüçhan haklı payların nakde çevrilmiş değeri, rüçhan haklı payların geri ödeme değeri, aktif karlılığı, Pd/Dd oranı ve aktif büyüme oranı kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda aşırı güvenli yöneticilerin aşırı güvenli olmayan yöneticilere nazaran ortalama olarak %3,43 oranında daha az kar payı ödeme eğiliminde oldukları, yani yönetici aşırı güveninin kar payı dağıtım politikaları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Araştırmada kar payı priminin ise beklenilen aksine kar dağıtım kararları üzerinde negatif yönlü etkiye sahip olduğu bulunmuş ve bunun sebebinin büyük firmaların örnekleme yer alması olabileceği belirtilmiştir.

Chen ve diğerkleri (2011) tarafından yapılan araştırmada Çin’de yönetici aşırı güveni ve kar payı dağıtım kararları arasındaki ilişki 745 firma ve 2007-2009 dönemi için incelenmiştir. Çalışmada belirlenen amaç doğrultusunda, söz konusu ilişkinin ortaya konulabilmesi için regresyon analizi yöntemi kullanılmıştır. Uygulamada yönetici aşırı güveni göstergesi olarak tahmini kazanç ile cari performans arasındaki fark bulunarak değişken elde edilmiştir. Yönetim kurulu başkanı ve yönetici arasındaki yönetimsel ikiliğin göstergesi olarak kukla değişkenler oluşturulmuştur. Buna göre yönetici eğer hem yönetim kurulu başkanı hem yönetici ise 1; değilse 0 şeklinde değerlendirilerek değişken oluşturulmuştur. Firma yöneticisi devlet tarafından atanmışsa, yani eğer yönetici politik biriye 1; değilse 0 şeklinde değerlendirilmiştir. Uygulamada bu değişkenlere ilaveten firmanın kar payı dağıtım verileri, nakit rezervi, endüstri büyüme oranı, sahiplik yapısı, pay getiri değerleri, kaldıraç oranı ve firma büyüklüğü değişkenleri kullanılmıştır. Çalışmada Borsada işlem gören yeni firmalar, mali sektör firmaları ve tanımlayıcı analizde değerleri ortalamadan üç standart sapma uzak olan firmaların dışındakiler dikkate alınmıştır. Çalışmada yönetici aşırı güveni ve kar payı dağıtım kararları arasında negatif ilişki olduğu ve bu ilişkinin yönetici ikiliği ve nakit akışlarına bağlı olarak arttığı saptanmıştır.

Likitratcharoen (2011) tarafından yapılan araştırmada, ABD’de yönetici aşırı güveni ve kar payı dağıtım kararları arasındaki ilişki S&P 500 de işlem gören 316 firma ve 1992-2007 dönemi için panel veri ile incelenmiştir. Çalışmada belirlenen amaç doğrultusunda, söz konusu ilişkinin ortaya konulabilmesi için çoklu tobit regresyon yöntemi ve lojistik regresyon yöntemi kullanılmıştır. Uygulamada yönetici saygınlığı göstergesi olarak Wall Street Journal, the New York Times, the Washington Post, USA Today, Financial Times, The Asian Wall Street Jurnal, Wall Street Journal Europe ve International Herald Tribune gibi yayınlarda yöneticilere yapılan atıf sayısına göre oluşturulan kukla değişkenler kullanılmıştır. Bunun için ilgili değişken yöneticiye o yıl “güvenli”, “güven”, “iyimser”, “iyimserlik önyargısı” şeklinde yapılan atıfların sayısının “güvenli olmayan”, “iyimser olmayan”, “mantık”, “ihtiyatlı”, “tutucu” şeklinde yapılan atıfların sayısını geçmesi durumunda 1; geçmemesi durumunda 0 değerini almıştır. Bunun yanında, kar payı/satışlar oranı, kar payı/varlıklar oranı, Pd/Dd oranı, kaldıraç oranı, Ar-Ge/toplam varlıklar, sermaye harcamaları/toplam varlıklar, yöneticinin çalıştığı yıl sayısı

ve kar dağıtım oranı değişkenleri kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda saygın ve aşırı güvenli yöneticilere sahip firmaların daha az kar payı ödedikleri saptanmıştır.

Azouzi ve Jarboui (2012a) tarafından yapılan araştırmada, Tunus'ta yöneticilerin aşırı güven, iyimserlik ve kayıptan kaçınma gibi davranışsal önyargılarının kar payı dağıtım kararları üzerindeki etkisi 100 firma ve 2010 yılı için panel veri ile incelenmiştir. Çalışmada belirlenen amaç doğrultusunda, söz konusu ilişkinin ortaya konulabilmesi için anket yöntemi kullanılmıştır. Yöneticilerin yönetsel özellikleri anket ile belirlenmiştir. Uygulamada anketle elde edilen yönetsel özelliklerle birlikte kar dağıtım oranı, nakit akış oranı, nakit akışı değişim oranı, toplam borç/toplam varlıklar oranı, kaldıraç oranındaki değişim, sermaye yatırım harcamaları oranı, varlık özgüllüğü oranı, serbest nakit akışı oranı, gelecekteki yatırım fırsatları için Tobin Q oranı, yatırım ufku için sermaye yatırım oranı, karlılık oranı ve varlık getiri oranı değişkenleri kullanılmıştır. Çalışmada bankalar, sigorta şirketleri ve yatırım bankaları örnekleme dahil edilmemiştir. Çalışmanın sonucunda, yöneticilerin duygusal eğilimlerinin kar payı dağıtım kararlarını etkilediği saptanmıştır. Ayrıca, yönetici aşırı güveni ve iyimserlik önyargısı ile kar payı dağıtım kararları arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı ilişki bulunmuştur.

Rasheed ve diğerleri (2012) tarafından yapılan çalışmada Pakistan'da yönetici aşırı güveni ve kar payı dağıtım kararları arasındaki ilişki 62 firma ve 2009-2011 dönemi için panel veri ile araştırılmıştır. Çalışmada belirlenen amaç doğrultusunda, söz konusu ilişkinin ortaya konulabilmesi için regresyon analizi yöntemi kullanılmıştır. Uygulamada yönetici aşırı güveni göstergesi olarak, gerçekleşen ve beklenen kazançlar (nakit akışları) arasındaki fark kullanılmıştır. Ayrıca, kar payı dağıtım oranı, yönetici ikiliğini gösteren kukla değişken, büyüme oranı, firma büyüklüğü, nakit akış rezervi, kamu mülkiyeti göstergesi, politik atanan yöneticiye ilişkin gösterge, kurumsal yatırımcı oranı, piyasa getiri oranı ve kaldıraç oranı değişkenleri kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda yönetici aşırı güveni ve kar payı politikası arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki saptanmıştır.

Deshmukh ve diğerleri (2013) tarafından yapılan çalışmada, ABD'de kar payı dağıtım konusunda aşırı güvenli yöneticiler ile rasyonel yöneticilerin kararlarının nasıl farklılaştığı 244 firma ve 1980-1994 dönemi için panel veri ile araştırılmıştır. Araştırmada

Forbes dergisinde en az dört kez yer almış en büyük ABD firmalarından, finans sektörü, enerji sektörü ve kamu iletişim sektöründe yer almayan firmalar dikkate alınmıştır. Çalışmada belirlenen amaç doğrultusunda, söz konusu ilişkinin ortaya konulabilmesi için çoklu tobit regresyon analizi yöntemi kullanılmıştır. Modelde firmaların kar payı ödemesi, ödenen kar payı/piyasa değeri şeklinde hesaplanmış ve bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Uygulamada Malmendier ve Tate (2005)'in geliştirdiği aşırı güven ölçütü kullanılarak yöneticilerin pay opsiyonunu elde tutma süreleri kullanılmıştır. Bu değişken aşırı güvenli yöneticileri, pay opsiyonunu görev süresince en az bir kere vade bitim tarihine kadar ellerinde bulunduran yöneticiler şeklinde tanımlamaktadır. Bir diğer değişken pay opsiyonunu uzun süreli elde tutmanın bölünmesidir. Toplam aşırı güven ise Malmendier ve Tate (2008)'in çalışmalarında New York Times, Business Week, Financial Times, The Economist ve The Wall Street Journal dergilerinden derlenen atıflar kullanılarak belirlenmiştir. Bunun için ilgili değişken yöneticilere o yıl “güvenli”, “güven”, “iyimser”, “iyimserlik önyargısı” şeklinde yapılan atıfların sayısının “güvenli olmayan”, “iyimser olmayan”, “mantık”, “ihtiyatlı”, “tutucu” şeklinde yapılan atıfların sayısını geçmesi durumunda 1; geçmemesi durumunda 0 değerini almıştır. Bununla birlikte ampirik analizde yöneticilerin pay sahiplik yapısı, satışların logaritması, varlıkların defter değeri, Pd/Dd oranı, nakit akışı için amortisman öncesi faaliyet geliri/Dd ve asimetric bilgi ölçütü olarak maddi duran varlıklar/toplam varlıklar değişkenleri kullanılmıştır. Kullanılan modelde aşırı güvenli yöneticilerin görüşü, payların düşük değerlendirildiği ve dış finansmanın maliyetli olduğu şeklindedir. Ayrıca, bu model, aşırı güvenli yöneticilerin kar payı dağıtımını azaltarak gelecekteki yatırımlar için finansal boşluk oluşturduğu yönündeki algıları şekillendirmektedir. Yöneticiler hissedarların çıkarları doğrultusunda hareket ettikleri için, dış finansman maliyeti konusunda endişeli kabul edilmektedir. Sonuç olarak aşırı güvenli yöneticilerin rasyonel yöneticilere nazaran daha az kar payı ödedikleri saptanmıştır. Bununla birlikte aşırı güvenli yöneticiler tarafından yönetilen firmalarda kar payı ödemelerinde yüksek veya düşük büyüme oranları açısından az farklılık bulunmuştur. Ayrıca, çalışmadan elde edilen bulgularda, pay fiyatlarının kar payı değişikliklerine ilişkin haberlere verdiği tepki, yönetici aşırı güveni hakkındaki belirsizliğin artan önemli bir fonksiyonu olarak tanımlanmıştır.

Farrokhran ve diğerleri (2015) tarafından yapılan çalışmada, Tahran'da kurumsal yönetimin, yönetici aşırı güveni ve kar payı politikası ilişkisi üzerindeki etkileri 154 firma

ve 2006-2013 dönemi için araştırılmıştır. Çalışmada belirlenen amaç doğrultusunda, söz konusu ilişkinin ortaya konulabilmesi için havuzlanmış panel regresyon analizi yöntemi kullanılmıştır. Çalışmada aşırı güven göstergesi olarak sermaye harcamaları ve aşırı yatırım oranı kullanılmıştır. Bunun yanında, kar payı oranı, pay getirisi, öz sermaye karlılık oranı, kaldıraç oranı, aktif büyüklüğü, Pd/Dd oranı ve kurumsal yönetim göstergesi değişkenleri kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda yönetici aşırı güveninin kar payı dağıtım kararları üzerinde pozitif etkiye sahip olduğu saptanmıştır.

Abiprayu ve Wiratama (2016) tarafından yapılan çalışmada, Endonezya’da yönetici aşırı güveninin kar payı dağıtım kararları üzerindeki etkisi 327 firma ve 2004-2013 dönemi için panel veri ile araştırılmıştır. Çalışmada belirlenen amaç doğrultusunda, söz konusu ilişkinin ortaya konulabilmesi için lojistik regresyon analizi yöntemi kullanılmıştır. Uygulamada kar dağıtım oranı, yatırım oranı, büyüme göstergesi olarak Tobin Q oranı, kaldıraç oranı, toplam nakit miktarı, toplam varlıklar, yönetici aşırı güveni göstergesi olarak ise aşırı yatırım oranı, dağıtılmamış karlar/toplam varlıklar ve firma sahiplik yapısına ilişkin değişkenler kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda aşırı güvenli yöneticilere sahip firmaların, gelecekteki büyüme fırsatlarının söz konusu olabilmesi ihtimalinden dolayı, kar payı ödemelerini azalttıkları saptanmıştır.

Kar payı dağıtım kararları üzerinde aşırı güven etkisine ilişkin yukarıda ifade edilen çalışmalar Tablo 6’da özetlenmiştir.



**Tablo 6: Kar Payı Dağıtım Kararları Üzerinde Aşırı Güven Etkisine İlişkin Literatür Özeti**

Yazar (lar)	Uygulama Alanı ve Dönemi	Değişkenler	Yöntem	Bulgular
Ben David ve diğerleri (2007)	2001 Mart- 2007 Mart ABD	Yöneticilerin pay piyasasına ilişkin tahminleri anket yöntemi ile elde edilmiştir. Yönetici aşırı güveni yine anket soruları ile ölçülmüştür. Bunun yanında, satışlar, 5 yıllık satışlardaki büyüme, kaldıraç oranı, Pd/Dd, uzun vadeli borç/toplam borç oranı, karlılık oranı, geri satın alma, yatırım harcamaları oranı, satın alma eğilimleri, yaş, 12 aylık kümülatif getiri ve piyasa beta'sı değişkenleri, çeyrek dönemler için geri satın alma/toplam varlıklar ve beta değişkenleri, yöneticilerin teşvik primleri, toplam ücretleri, volatilité endeksi ve birleşme haberleri sonrası aşırı getiri değişkenleri kullanılmıştır.	EKK ve panel probit regresyon analizi	Yönetici aşırı güveni kar payı dağıtım kararları üzerinde negatif etkiye sahiptir.
Cordeiro (2009)	1980-1994 ABD	Yönetici aşırı güvenine ilişkin değişken yöneticilerin pay opsiyonu alım satım kararları dikkate alınarak oluşturulmuştur. The New York Times, Financial Times, Business Week, The Economist (LexisNexis kullanılarak), Wall Street Journal (Factiva.com kullanılarak) gibi yayınlarda yöneticilere yapılan atf sayısı dikkate alınarak toplam aşırı güven kukla değişkeni oluşturulmuştur. Toplam aşırı güven kukla değişkeni, yöneticiye bu yayınlarda o yıl yapılan güvenli, güven, iyimser, iyimserlik önyargısı şeklinde yapılan atıfların sayısının güvenli olmayan, iyimser olmayan, mantık, ihtiyatlı, tutucu şeklinde yapılan atıfların sayısını geçmesi durumunda 1; geçmemesi durumunda 0 değerini alarak oluşturulmuştur. Ayrıca, firma karakteristiklerine ilişkin toplam varlıklar, pay fiyatları ve dolaşımdaki pay sayısı, olağandışı kalemler öncesi gelir, faiz maliyeti, pay başına kar payı, rüçhan haklı paylar, dağıtılmamış karlar, net satışlar, rüçhan haklı payların nakde çevrilmiş değeri, rüçhan haklı payların geri ödeme değeri, firma aktif karlılığı, Pd/Dd oranı ve aktif büyüme oranı değişkenleri kullanılmıştır.	Panel-lojistik regresyon ve Fama McBeth yatay kesit regresyon yöntemi	Yönetici aşırı güveni kar payı dağıtım kararları üzerinde negatif etkiye sahiptir.
Chen ve diğerleri (2011)	2007-2009 Çin	Uygulamada yönetici aşırı güveni göstergesi olarak tahmini kazanç ile cari performans arasındaki fark değişken olarak kullanılmıştır. Yönetim kurulu başkanı ve yönetici arasındaki ikiliğin göstergesi olarak kukla değişkenler kullanılmıştır. Buna göre yönetici eğer hem yönetim kurulu başkanı hem yönetici ise 1; değilse 0 şeklinde değerlendirilerek değişken oluşturulmuştur. Firma yöneticisi devlet tarafından atanmışsa, yani eğer yönetici politik biriyse 1; değilse 0 şeklinde değerlendirilmiştir. Bunlarla birlikte firmanın kar dağıtım verileri, nakit rezervi, endüstri büyüme oranı, sahiplik yapısı, pay getirisi, kaldıraç oranı, firma büyüklüğü değişkenleri kullanılmıştır.	Panel veri analizi yöntemi	Yönetici aşırı güveni kar payı dağıtım kararları üzerinde negatif etkiye sahiptir.
Likitratcharoen (2011)	1992-2007 ABD	Uygulamada yönetici saygınlığı göstergesi olarak Wall Street Journal, the New York Times, the Washington Post, USA Today, Financial Times, The Asian Wall Street Journal, Wall Street Journal Europe ve International Herald Tribune gibi yayınlarda yöneticilere yapılan atf sayısı, kar payı/satışlar oranı, kar payı/varlıklar, Pd/Dd, kaldıraç oranı, Ar-Ge/toplam varlıklar, sermaye harcamaları/toplam varlıklar, yöneticinin çalıştığı yıl sayısı, kar dağıtım oranı değişkenleri kullanılmıştır.	Panel veri ile tobit regresyon yöntemi ve lojistik regresyon yöntemi	Yönetici aşırı güveni kar payı dağıtım kararları üzerinde negatif etkiye sahiptir.
Azouzi ve Jarboui (2012a)	2010 Tunus	Yöneticilerin yönetsel anket sonucu elde edilmiştir. Yönetsel özelliklerle birlikte kar dağıtım oranı, nakit akış oranı, nakit akışı değişim oranı, toplam borç/toplam varlıklar oranı, kaldıraç oranındaki değişim, sermaye yatırım harcamaları oranı, varlık özgülüğü oranı, serbest nakit akış oranı, gelecekteki yatırım fırsatları için Tobin Q oranı, yatırım ufku için sermaye yatırım oranı, karlılık oranı ve varlık getiri oranı değişkenleri kullanılmıştır.	Anket yöntemi	Çalışmada yönetici aşırı güveni ve iyimserlik önyargısı ile kar payı dağıtım kararları arasında pozitif ilişki tespit edilmiştir.

**Tablo 6'nın Devamı**

Yazar (lar)	Uygulama Alanı ve Dönemi	Değişkenler	Yöntem	Bulgular
Rasheed ve diğerleri (2012)	2009-2011 Pakistan	Uygulamada yönetici aşırı güveni göstergesi olarak, gerçekleşen ve beklenen kazançlar (nakit akışları) arasındaki fark kullanılmıştır. Ayrıca, kar payı dağıtım oranı, yönetici ikiliği, büyüme oranı, firma büyüklüğü, nakit akış rezervi, kamu mülkiyeti göstergesi, politik atanan yöneticiye ilişkin gösterge, kurumsal yatırımcı oranı, piyasa getiri oranı ve kaldıraç oranı değişkenleri kullanılmıştır.	Panel veri analizi yöntemi	Çalışmanın sonucunda yönetici aşırı güveni ve kar payı politikası arasında zayıf pozitif ilişki tespit edilmiştir.
Deshmukh ve diğerleri (2013)	1980-1994 ABD	Yönetici aşırı güvenine ilişkin değişken yöneticilerin pay opsiyonu alım satım kararları dikkate alınarak oluşturulmuştur. Toplam aşırı güven ise New York Times, Business Week, Financial Times, The Economist, and The Wall Street Journal dergilerinden derlenen atıflar kullanılarak belirlenmiştir. Bunun için ilgili yöneticilere bu yayınlarda yapılan atıf sayısı dikkate alınmıştır. Yayınlardaki atıf sayısı güvenli, güven, iyimser, iyimserlik önyargısı şeklinde yapılan atıfların sayısı ve güvenli olmayan, iyimser olmayan, mantık, ihtiyatlı, tutucu kelimeleri taranarak belirlenmiştir. Bunlarla birlikte ödenen kar payı/piyasa değeri yöneticilerin pay sahiplik yapısı, satışların logaritması, varlıkların defter değeri, Pd/Dd, nakit akışı için amortisman öncesi faaliyet geliri/defter değeri ve asimetrik bilgi ölçütü olarak maddi duran varlıklar/toplam varlıklar değişkenleri kullanılmıştır.	Panel veri ile çoklu tobit regresyon analizi yöntemi	Yönetici aşırı güveni kar payı dağıtım kararlarında azalış yönünde önemli etkiye sahiptir.
Farrokhran ve diğerleri (2015)	2006-2013 Tahran	Aşırı güven göstergesi olarak sermaye harcamaları ve aşırı yatırım oranı kullanılmıştır. Bunun yanında, kar payı oranı, payların getirisi, öz sermaye karlılık oranı, kaldıraç oranı, aktif büyüklüğü, Pd/Dd oranı ve kurumsal yönetim göstergesi değişkenler kullanılmıştır.	Havuzlanmış panel regresyon analizi yöntemi	Yönetici aşırı güveni kar dağıtım kararları üzerinde pozitif etkiye sahiptir.
Abiprayu ve Wiratama (2016)	2004-2013 Endonezya	Kar dağıtım oranı, yatırım oranı, büyüme göstergesi olarak Tobin Q oranı, kaldıraç oranı, toplam nakit miktarı, toplam varlıklar, yönetici aşırı güveni göstergesi olarak aşırı yatırım oranları, dağıtılmamış karlar/toplam varlıklar ve firma sahiplik yapısına ilişkin değişkenler kullanılmıştır.	Panel lojistik regresyon analizi yöntemi	Yönetici aşırı güveni kar payı dağıtım kararları üzerinde negatif etkiye sahiptir.

Tablo 6’da görüldüğü üzere yönetici aşırı güveni kar payı dağıtım kararları üzerinde genel itibarıyla negatif etkiye sahiptir. Araştırmacılar bunun nedeninin genel olarak firma yaşam döngüsü ile ilgili olarak yöneticilerin kaynakları yatırımlara yönlendirmesine ve kendi başarılarını bu projelerde ispat etme çabasında olmalarına bağlamışlardır. Bunun yanında çalışmalar aşırı güven davranışının firmaların karakteristik özellikleri ve kurum kültürü ile ilişkili olabileceğini ve profesyonel anlamda kazanılan tecrübelerle azalabileceğini ileri sürmüşlerdir.

### **4.3.3. Catering Teorisini İnceleyen Çalışmalar**

Kar payı dağıtım kararları literatürde genel olarak geleneksel yaklaşımlar çerçevesinde ele alınmaktadır. Bununla birlikte davranışsal kurumsal finans ise kar payı dağıtım kararlarını irrasyonel yönetici ve irrasyonel yatırımcı yaklaşımları çerçevesinde incelemektedir. İrrasyonel yatırımcı yaklaşımı, rasyonel yöneticilerin kar payı dağıtım kararlarında catering teorisine göre hareket ettiklerini, yani finansal piyasalardaki irrasyonel yatırımcı talebinden nasıl faydalanılabileceğini ortaya koymaktadır. Literatürde catering teorisinin geçerliliğini araştıran birçok çalışma bulunmaktadır. Bunlardan Baker ve Wurgler (2004)’ün araştırması catering teorisinin geçerliliğini ispatlayan ilk çalışmalardandır.

Baker ve Wurgler (2004) tarafından yapılan çalışmada, ABD’de catering teorisinin geçerliliği özsermayesi 250.000\$’ın veya varlık toplamı 500.000\$’ın altında olan ve enerji ve finans sektörü dışında kalan firmalar ve 1962-2000 dönemi için panel veri ile araştırılmıştır. Çalışmada belirlenen amaç doğrultusunda, söz konusu ilişkinin ortaya konulabilmesi için Fama MacBeth lojistik regresyon analizi ve 2AEKK yöntemlerinden faydalanılmıştır. Uygulamada toplam varlıklar, pay fiyatları, dolanımdaki pay adedi, olağanüstü kalemler öncesi gelir, pay başına temettü değeri, imtiyazlı kar payı, rüçhan hakkı kuponu değeri, imtiyazlı hisse senedi itfa değeri, imtiyazlı hisse senedi defter değeri, hissedarların pay adedi, borçlanma oranı ve payların toplam nominal değeri değişkenleri kullanılmıştır. Araştırmada catering teorisinin geçerliliğini test etmek için, kar payı ödeyen firmalar için yatırımcı talebini temsilen hisse senedi fiyatına dayalı dört ölçüt oluşturulmuştur. Her bir ölçüte göre kar payı talebi yüksek olduğunda hiç kar payı ödemeyen firmalar kar payı ödemeye başlamaktadırlar. Bazı ölçütlere göre kar payı talebi

düşük olduğunda firmaların kar payı ödemeyi atladıkları tespit edilmiştir. Yani kar payı başlatma kararlarının yüksek oranda kar payı primi ile ilişkili olduğu bulunmuştur. Elde edilen bulgular cateringin kar payı dağıtım kararlarının önemli bir belirleyicisi olduğunu göstermektedir.

Li ve Lie (2006) tarafından yapılan çalışmada ABD’de catering teorisinin geçerliliği 1963-2000 dönemi için panel veri ile araştırılmıştır. Çalışmada belirlenen amaç doğrultusunda, söz konusu ilişkinin ortaya konulabilmesi için multinominal lojistik regresyon analizi yöntemi kullanılmıştır. Uygulamada kar payı primi, kar dağıtım oranı, pay verileri, temettü verimi, piyasa değeri, borçlanma oranı, nakit oranı, Pd/Dd oranı ve faaliyet geliri değişkenleri kullanılmıştır. Baker ve Wurgler (2004) catering teorisini araştırdıkları modellerinde firmaların kar payı ödeyip ödemediklerini dikkate almışlardır. Li ve Lie (2006) ise kullandıkları modelde kar payı ödeme düzeyini dikkate alarak Baker ve Wurgler (2004)’in kullandıkları modeli genişletmişlerdir. Araştırmanın sonucunda kar payı priminin kar payı başlatma ve atlama kararlarının ve kar payı ödeme düzeyindeki değişimin önemli bir belirleyicisi olduğu tespit edilmiştir. Araştırmacılara göre piyasaların kar payı değişimlerine verdiği tepki kar payı primine bağlıdır ve kar paylarındaki artışların büyüklüğü kar payı primi ve kar dağıtım kararları arasındaki pozitif ilişkiyi göstermektedir. Li and Lie (2006) araştırmada ayrıca nakit oranı ile kar paylarındaki artış arasında negatif ilişki bulmuşlardır. Bunun yanında, araştırmacılar Pd/Dd ve kar paylarındaki artış ve azalışlar arasında da negatif ilişki bulmuşlardır. Bunun nedeni olarak Pd/Dd oranının iki amaca hizmet ettiğini ve yatırım fırsatlarının bir göstergesi olması durumunda negatif çıkabileceğini ifade etmişlerdir.

Neves ve diğerleri (2006) tarafından yapılan çalışmada, Avro bölgesinde bulunan 9 ülke için catering teorisinin geçerliliği toplam 635 firma ve 1986-2003 dönemi üzerinden panel veri ile araştırılmıştır. Çalışmada belirlenen amaç doğrultusunda söz konusu ilişkinin tespiti için Generalized Method of Moments (GMM) yöntemi kullanılmıştır. Uygulamada kar dağıtım oranı, nakit akışı oranı, Tobin Q oranı, piyasa değeri, toplam varlıklar, toplam borçların piyasa değeri, yatırım oranı ve kar payı primi değişkenleri kullanılmıştır. Araştırmanın sonucunda catering teorisinin önemli bir kar payı belirleyicisi olduğu tespit edilmiştir. Elde edilen bulgular Avro ülkelerinde yatırımcı duyarlılığının kar payı dağıtım kararları üzerinde önemli etkiye sahip olduğunu göstermiştir. Ayrıca çalışmada catering

teorisi ile yüksek likit varlıklar, değerli yatırım fırsatları ve yüksek düzeyde serbest nakit akışları gibi kar payı belirleyicileri arasında etkileşim olduğu görülmüştür.

Ferris ve diğerleri (2006) tarafından yapılan çalışmada, İngiltere’de kar payı dağıtan firma sayısındaki değişim 1988-2002 dönemi üzerinden panel veri ile araştırılmıştır. Çalışmada söz konusu ilişkinin ortaya konulabilmesi için lojistik regresyon analizi yöntemi kullanılmıştır. Uygulamada kar payı ödeme olasılığına ilişkin zaman serisi yöntemi ile tahmin edilen değişken, toplam varlıklar, Pd/Dd, varlıklardaki değişim oranı, aktif karlılığı, kar payı primi, vergi yasalarına ilişkin kukla değişken ve yatırım harcamaları oranı değişkenleri kullanılmıştır. Araştırmanın sonucunda İngiltere’de kar payı ödeyen firmaların sayısının ilgili dönemde %75,9’dan %54,5’e düştüğü tespit edilmiştir. Araştırmada kar paylarındaki azalışın nedeninin catering ile açıklanabileceği ifade edilmiştir.

Arslan (2008) tarafından yapılan çalışmada, Türkiye’de firma yöneticilerinin kar payı algıları 67 firma yöneticisi ve 2003-2006 dönemi üzerinden araştırılmıştır. Çalışmada belirlenen amaç doğrultusunda anket yöntemi kullanılmıştır. Anket kar payı süreci, kar payı ödemelerinin sürekliliği, kar payı ödemelerinin firma değerine etkisi ve kar payı dağıtım zamanı ve yöneticilerin görüşlerinin kar payı dağıtımına ilişkin teorileri destekleyip desteklemediğini tespit etmeye yönelik sorulardan oluşturulmuştur. Araştırmanın sonucunda, firma yöneticilerinin kar paylarının ödenme süresini, ödemelerin firma değeri üzerindeki etkisini ve ödemelerin sürekliliğini önemsedikleri tespit edilmiştir. Elde edilen bulgular kar dağıtım politikalarının yaşam döngüsü, catering teorisi ve sinyal teorisini desteklediğini, eldeki kuş teorisi ve vekalet maliyetleri teorisini ise desteklemediğini göstermiştir.

Denis ve Osobov (2008) tarafından yapılan çalışmada, ABD, Kanada, İngiltere, Almanya, Fransa ve Japonya gibi bazı gelişmiş ülkeler için kar payı dağıtım kararlarının belirleyicileri 1989-2002 dönemi üzerinden panel veri ile araştırılmıştır. Çalışmada söz konusu ilişkinin ortaya konulabilmesi için lojistik regresyon analizi yöntemi kullanılmıştır. Uygulamada firmaların kar payı dağıtım oranları ve tutarları, kar payı primi, karlılık göstergesi olarak faiz ve vergi öncesi kar/defter değeri, büyüme fırsatlarının göstergesi olarak toplam sermayenin Pd/Dd, aktif değişimi oranı ve büyüklük göstergesi olarak

toplam aktif değeri değişkenleri kullanılmıştır. Araştırmanın sonucunda, firmalar arasında büyük, daha karlı ve dağıtılmamış kar oranı yüksek olan firmaların kar dağıtma olasılığının daha yüksek olduğu tespit edilmiştir. Araştırmada ABD dışındaki ülkelerde catering teorisinin geçerli olduğuna dair bulgular elde edilememiştir.

Ferris ve diğerleri (2009) tarafından yapılan çalışmada, 23 ülkede catering teorisinin geçerliliği 1995-2004 dönemi üzerinden panel veri ile araştırılmıştır. Çalışmada belirlenen amaç doğrultusunda, söz konusu ilişkinin ortaya konulabilmesi için panel lojistik regresyon analizi yöntemi kullanılmıştır. Uygulamada kar payı primi, kar dağıtım göstergesi, aktif karlılığı, büyüme göstergesi olarak Pd/Dd oranı, aktif değişimi oranı ve dağıtılmamış karların toplam aktiflere oranı kullanılmıştır. Araştırmada sivil kanunlardan ziyade, ortak hukukun geçerli olduğu ülkelerdeki firmalarda catering teorisinin geçerli olduğu tespit edilmiştir. Catering teorisinin geçerliliğinin firmaların yaşam döngüsü etkisi kontrol edildikten sonra bile söz konusu olduğu tespit edilmiştir. Araştırmada yasal rejimle birlikte yatırımcı haklarının korunduğu ülkelerde, yatırımcıların yöneticileri kar payı dağıtmaya zorladığı veya kar payı dağıtan firmalara yoğun talep göstererek dolaylı olarak kar payı aldıkları saptanmıştır.

Tsuji (2010) tarafından yapılan çalışmada, Japonya'da catering teorisinin geçerliliği elektrikli aletler sektöründe yer alan firmalar ve 1986-2006 dönemi üzerinden panel veri ile araştırılmıştır. Çalışmada belirlenen amaç doğrultusunda, söz konusu ilişkinin ortaya konulabilmesi için tek değişkenli panel regresyon analizi yöntemi kullanılmıştır. Uygulamada kar payı primi, kar payı başlatma, ödeme, ödemeye devam etmeye ilişkin kukla değişkenler, Pd/Dd oranı ve vergi oranı değişkenleri kullanılmıştır. Araştırmanın sonucunda, yöneticilerin kararlarını kar payı başlatma ve ödemeye devam etme konularında catering teorisine göre belirlemedikleri görülmüştür. Ayrıca bulgularda elektrikli aletler sektöründe Japon yöneticilerin değer ağırlıklı temettü verimini kar payı başlatma kararlarında önemli bir veri olarak kabul ettikleri saptanmıştır.

Anouar (2012) tarafından yapılan çalışmada, Fransa'da catering teorisinin geçerliliği 250 finansal firma ve 1990-2010 dönemi üzerinden panel veri ile araştırılmıştır. Çalışmada belirlenen amaç doğrultusunda, söz konusu ilişkinin ortaya konulabilmesi için panel probit regresyon analizi yöntemi kullanılmıştır. Uygulamada kar payı ödeme kukla

değişkeni, yatırımcı talebinin göstergesi olarak Pd/Dd oranı, yatırım fırsatlarının göstergesi olarak aktiflerdeki değişim oranı ve borç oranındaki değişim oranı, firma büyüklüğü olarak piyasa değeri, karlılık göstergesi olarak temettü verimi ve firmanın geçmiş dönem kar dağıtım politikası kukla değişkenleri kullanılmıştır. Araştırmanın sonucunda yüksek karlılığa ve düşük borçlanma oranlarına sahip ve kar payı ödeyen büyük firmalarda, yatırımcı talebinin firma karlılığı ve yöneticinin kar dağıtım kararları üzerinde etkili olduğu saptanmıştır.

Kim ve Byun (2013) tarafından yapılan çalışmada, 21 OECD ülkesinde catering teorisinin geçerliliği 1996-2010 dönemi üzerinden panel veri ile araştırılmıştır. Çalışmada belirlenen amaç doğrultusunda, söz konusu ilişkinin ortaya konulabilmesi için lojistik regresyon analizi yöntemi kullanılmıştır. Uygulamada piyasa duyarlılık endeksleri, toplam varlıklar, faiz ve vergi öncesi kar, yatırım harcamaları oranı, nakit kar payı değeri, pay başına temettü değeri, piyasa değeri, toplam borç oranı, dolanımdaki pay sayısı, kar payı primi, dağıtılmamış karlar, Pd/Dd oranı değişkenleri ve kar payı ödeme politikasına ilişkin kukla değişken kullanılmıştır. Araştırmada catering teorisinin genel hukuk kurallarının söz konusu olduğu ülkelerde geçerli olduğu, fakat sivil hukuk kurallarının söz konusu olduğu ülkelerde geçerli olmadığı bulunmuştur. Genel hukuk kurallarının söz konusu olduğu ülkelerde karlılık, büyüklük, büyüme fırsatları değişkenleri kontrol edildikten sonra bile catering teorisinin geçerli olduğu görülmüştür. Araştırmadan elde edilen bulgular genel olarak yatırımcı haklarının korunduğu ülkelerde, yatırımcıların kar payı ödeyen firmaları yüksek değerleyerek yöneticileri kar payı dağıtmaya zorladığı tespit edilmiştir.

Rashid ve diğerleri (2013) tarafından yapılan çalışmada, Malezya'da catering teorisinin geçerliliği 361 firma ve 2002-2007 dönemi üzerinden panel veri ile araştırılmıştır. Çalışmada belirlenen amaç doğrultusunda, söz konusu ilişkinin ortaya konulabilmesi için panel veri analizi yöntemi kullanılmıştır. Uygulamada Tobin Q oranı, pay başına temettü oranı, büyüme fırsatları göstergesi olarak yatırımlardaki değişim oranı, borçlanma göstergesi olarak toplam borç oranı, yönetici hem firmanın yöneticisi hem yönetim kurulu başkanı ise 1, değilse 0 kukla değişkeni, yönetim kurulu üye sayısı, büyüklük göstergesi olarak kar payı ödeme düzeyine göre oluşturulmuş kukla değişken ve Tobin Q oranının bir yıl gecikmesi kullanılmıştır. Araştırmanın sonucunda hisse başına temettünün firma değerinden etkilendiği tespit edilmiştir. Bu bulgu kar paylarına ilişkin

piyasada oluşan talebin kurumsal kar payı dağıtım kararlarını etkilediğini, yani catering teorisinin geçerli olduğunu göstermektedir.

Abdulkadir ve diğerleri (2014) tarafından yapılan çalışmada, Nijerya'da catering teorisinin geçerliliği 49 finansal firma ve 2003-2012 dönemi üzerinden panel veri ile araştırılmıştır. Çalışmada belirlenen amaç doğrultusunda, söz konusu ilişkinin ortaya konulabilmesi için panel veri analizi yöntemi kullanılmıştır. Uygulamada pay başına temettü oranı, kar payı primi, büyüklük ölçütü olarak toplam aktifler, karlılık göstergesi olarak aktif karlılığı, büyüme fırsatları için Pd/Dd oranı, borçlanma göstergesi olarak toplam borç oranı, net nakit akışı oranı ve 2008 finansal krizini temsilen kukla değişken kullanılmıştır. Araştırmanın sonucunda kar payı priminin firmanın kar dağıtım kararları üzerinde pozitif yönlü etkiye sahip olduğu, yani catering teorisinin geçerli olduğu tespit edilmiştir. Fakat elde edilen bulgunun kriz döneminde söz konusu olmadığı görülmüştür. Araştırmada firma büyüklüğü, karlılığı, nakit akışı ve geçmiş dönem kar dağıtım kararının önemli kar payı belirleyicileri olduğu saptanmıştır.

Ramadan (2015) tarafından yapılan çalışmada, Ürdün'de catering teorisinin geçerliliği 92 firma ve 1999-2013 dönemi üzerinden panel veri ile araştırılmıştır. Çalışmada belirlenen amaç doğrultusunda söz konusu ilişkinin tespiti için EKK yöntemi kullanılmıştır. Uygulamada kar payı primi, pay başına temettü oranı, büyüklük ölçütü olarak aktif toplamı, karlılık göstergesi olarak aktif karlılığı, büyüme fırsatları için Pd/Dd oranı, borçlanma oranı olarak toplam borç oranı ve faaliyet nakit akışı oranı değişkenleri kullanılmıştır. Araştırmanın sonucunda catering teorisinin kar dağıtım kararlarının önemli bir belirleyicisi olduğu tespit edilmiştir.

Wang ve diğerleri (2016) tarafından yapılan çalışmada, Tayvan'da catering teorisinin geçerliliği finansal olmayan tüm firmalar ve 1992-2011 dönemi üzerinden panel veri ile araştırılmıştır. Çalışmada belirlenen amaç doğrultusunda, söz konusu ilişkinin ortaya konulabilmesi için lojistik regresyon analizi yöntemi kullanılmıştır. Uygulamada kar payı primi, kar dağıtım kararlarına ilişkin kukla değişkenler, büyüklük göstergesi olarak aktif toplamı, aktif karlılığı, büyüme fırsatlarını temsilen aktif değişimi ve Pd/Dd oranı değişkenleri kullanılmıştır. Araştırmanın sonucunda pay olarak dağıtılan kar payları için kar payı primi pozitif olduğunda, yöneticilerin pay şeklinde dağıttıkları kar paylarını



arttırdığı tespit edilmiştir. Bu bulgu catering teorisinin geçerli olduğunu göstermiştir. Bununla birlikte araştırmada kar payı priminin pay şeklinde dağıtılan kar payları için negatif olması durumunda, yöneticilerin pay şeklinde kar payı dağıtmak yerine nakit veya nakit ve pay olarak kar payı dağıttıkları tespit edilmiştir.

Kar payı dağıtım kararlarında catering teorisinin geçerliliğini araştıran çalışmalar Tablo 7’de özetlenmiştir.



**Tablo 7: Kar Payı Dağıtım Kararlarında Catering Teorisinin Geçerliliğine İlişkin Literatür Özeti**

Yazar (lar)	Uygulama Alanı ve Dönemi	Değişkenler	Yöntem	Bulgular
Baker ve Wurgler (2004)	1962-2000 ABD	Uygulamada toplam varlıklar, pay fiyatları, dolanımdaki pay adedi, olağanüstü kalemler öncesi gelir, pay başına temettü değeri, imtiyazlı kar payı, rüçhan hakkı kuponu değeri, imtiyazlı hisse senedi itfa değeri, imtiyazlı hisse senedi defter değeri, hissedarların pay adedi, borçlanma oranı ve payların toplam nominal değeri değişkenleri kullanılmıştır.	Fama MacBeth lojistik regresyon analizi ve 2AEKK	Catering teorisi geçerlidir.
Li ve Lie (2006)	1963-2000 ABD	Uygulamada pay verileri, finansal veriler, temettü verimi, piyasa değeri, borçlanma oranı, nakit oranı, Pd/Dd oranı ve faaliyet geliri değişkenleri kullanılmıştır.	Multinomial lojistik regresyon analizi	Catering teorisi geçerlidir.
Neves ve diğerleri (2006)	1986-2003 Almanya, Fransa, Hollanda, İspanya, Belçika, Portekiz, İrlanda, Avusturya ve İtalya	Uygulamada kar dağıtım oranı, nakit akışı oranı, Tobin Q oranı, piyasa değeri, toplam varlıklar, toplam borçların piyasa değeri, yatırım oranı ve kar payı primi değişkenleri kullanılmıştır.	GMM	Catering teorisi geçerlidir.
Arslan (2008)	2003-2006 Türkiye	Anket soruları kar payı süreci, kar payı ödemelerinin sürekliliği, kar payı ödemelerinin firma değerine etkisi ve kar payı dağıtım zamanı ve yöneticilerin görüşlerinin kar payı dağıtımına ilişkin teorileri destekleyip desteklemediğini tespit etmeye yönelik sorulardan oluşturulmuştur.	Anket	Catering önemli bir kar payı politikası belirleyicisidir.
Denis ve Osobov (2008)	1989-2002 ABD, Kanada, İngiltere, Almanya, Fransa ve Japonya	Uygulamada firmaların kar payı dağıtım oranları ve tutarları, kar payı primi, karlılık göstergesi olarak faiz ve vergi öncesi kar/defter değeri, büyüme fırsatlarının göstergesi olarak toplam sermayenin Pd/Dd ve aktif değişimi, büyüklük göstergesi olarak toplam aktif değeri değişkenleri kullanılmıştır.	Panel lojistik regresyon analizi	ABD dışındaki ülkelerde catering teorisinin geçerli olduğuna dair bulgular elde edilememiştir.
Ferris ve diğerleri (2009),	1995-2004 Avustralya, Belçika, Kanada, Danimarka, Fransa, Almanya, Hong Kong, Endonezya, İtalya, Kore, Malezya, Meksika, Hollanda, Norveç, Singapur, Güney Afrika, İspanya, İsveç, İsviçre, Tayvan, Tayland, ABD, İngiltere.	Uygulamada kar payı primi, kar dağıtım göstergesi, aktif karlılığı, büyüme göstergesi olarak Pd/Dd oranı ve aktif değişimi ve dağıtılmamış karlar/toplam aktif oranı kullanılmıştır.	Panel lojistik regresyon analizi	Araştırmada sivil kanunlardan ziyade ortak hukukun geçerli olduğu ülkelerdeki firmalarda catering teorisinin geçerli olduğu bulunmuştur.
Tsuji (2010)	1986-2006 Japonya	Uygulamada kar payı primi, kar payı başlatma, ödeme, ödemeye devam etmeye ilişkin kukla değişkenler, Pd/Dd oranı ve vergi oranı değişkenleri kullanılmıştır.	Tek değişkenli panel regresyon analizi	Catering teorisi geçerli değildir.

**Tablo 7'nin Devamı**

Yazar (lar)	Uygulama Alanı ve Dönemi	Değişkenler	Yöntem	Bulgular
Anouar (2012)	1990-2010 Fransa	Uygulamada kar payı ödeme kukla değişkeni, yatırımcı talebinin göstergesi olarak Pd/Dd oranı, yatırım fırsatlarının göstergesi olarak aktiflerdeki ve borç oranındaki değişim oranları, firma büyüklüğü olarak piyasa değeri, karlılık göstergesi olarak temettü verimi ve firmanın geçmiş dönem kar dağıtım politikası kullanılmıştır.	Panel probit regresyon analizi	Catering teorisi geçerlidir.
Kim ve Byun (2013)	1996-2010 Avustralya, Avusturya, Belçika, Kanada, Danimarka, Fransa, Almanya, Hong Kong, İtalya, Japonya, Kore, Hollanda, Yeni Zelanda, Norveç, Singapur, İspanya, İsveç, İsviçre, Tayvan, İngiltere, ABD	Uygulamada piyasa duyarlılık endeksleri, toplam varlıklar, faiz ve vergi öncesi kar, yatırım harcamaları oranı, nakit kar payı değeri, pay başına temettü değeri, piyasa değeri, toplam borç oranı, dolanımdaki pay sayısı ve kar payı primi, dağıtılmamış karlar, Pd/Dd ve kar payı ödeme kukla değişkeni kullanılmıştır.	Panel lojistik regresyon analizi	Araştırmada catering teorisinin genel hukuk kurallarının söz konusu olduğu ülkelerde geçerli olduğu, fakat sivil hukuk kurallarının söz konusu olduğu ülkelerde geçerli olmadığı bulunmuştur.
Rashid ve diğerleri (2013)	2002-2007 Malezya	Uygulamada Tobin Q oranı, pay başına temettü oranı, büyüme fırsatları göstergesi olarak yatırımlardaki değişim oranı, borçlanma göstergesi olarak toplam borç oranı, yönetici hem firmanın yöneticisi hem başkanı ise 1, değilse 0 kukla değişkeni, yönetim kurulu üye sayısı, büyüklük göstergesi olarak kar payı ödeme düzeyine göre oluşturulmuş kukla değişken ve Tobin Q oranının bir yıl gecikmesi kullanılmıştır.	Panel veri analizi	Catering teorisi geçerlidir.
Abdulkadir ve diğerleri (2014)	2003-2012 Nijerya	Uygulamada pay başına temettü oranı, kar payı primi, büyüklük ölçütü olarak toplam aktifler, karlılık göstergesi olarak aktif karlılığı, büyüme fırsatları için Pd/Dd oranı, borçlanma göstergesi olarak toplam borç oranı, net nakit akışı oranı ve 2008 finansal krizini temsilen kukla değişken kullanılmıştır.	Panel veri analizi	Catering teorisi geçerlidir.
Ramadan (2015)	1999-2013 Ürdün	Uygulamada kar payı primi, pay başına temettü oranı, büyüklük ölçütü olarak aktif toplamı, karlılık göstergesi olarak aktif karlılığı, büyüme fırsatları için Pd/Dd, borçlanma oranı olarak toplam borç oranı ve faaliyet nakit akışı oranı değişkenleri kullanılmıştır.	EKK	Catering teorisi geçerlidir.
Wang ve diğerleri (2016)	1992-2011 Tayvan	Uygulamada kar payı primi, kar dağıtım kararlarına ilişkin kukla değişkenler, büyüklük göstergesi olarak aktif toplamı, aktif karlılığı, büyüme fırsatlarını temsilen aktif değişimi ve Pd/Dd oranı değişkenleri kullanılmıştır.	Panel lojistik regresyon analizi	Catering teorisi geçerlidir.

Tablo 7’de özetlenen çalışmalarda görüldüğü üzere, yatırımcı talepleri yöneticilerin kar payı dağıtım kararlarının önemli bir belirleyicisidir. Yani birçok ülkede kar payı dağıtım kararlarında catering geçerli bir teoridir.



## BEŞİNCİ BÖLÜM

### 5. KAR PAYI DAĞITIM KARARLARINDA DAVRANIŞSAL ETKİLER: BORSA İSTANBUL ÖRNEĞİ

Geleneksel finans yaklaşımının varsayımları, bireyleri rasyonel olarak değerlendirmektedir. Buna karşın davranışsal finans bireyleri, sahip oldukları davranışsal önyargılar ve hevristikler çerçevesinde değerlendirmek gerektiğini ileri sürmektedir. Davranışsal önyargılar bu çerçevede yalnızca yatırımcıların değil yöneticilerin finansal kararlarını da etkileyebilir. Bu yaklaşımla ülke ekonomisi açısından büyük önem taşıyan firmaların finansal kararlarının, yöneticilerin davranışsal önyargıları çerçevesinde değerlendirilmesi, firmaların çıkar grupları için değerli bilgiler sağlayacaktır. Bu noktadan hareketle çalışmanın amacı, firmaların kar payı dağıtım kararlarını yeni bir yaklaşım olan davranışsal kurumsal finans ekseninde araştırmaktır.

Bu bölümde öncelikle araştırmanın konusu ve önemi sunulmuştur. Ardından araştırmanın amacı, kapsamı ve kısıtları ortaya konulmuştur. Daha sonra ekonometrik model, veri seti ve tanımlayıcı istatistikler açıklanmıştır. Son olarak çalışmanın yöntemi hakkında bilgi verilerek, ampirik modellerin analizleri sonucu elde edilen bulgular ve değerlendirmeler sunulmuştur.

#### 5.1. Araştırmanın Konusu ve Önemi

Davranışsal finans bireylerin sınırlı rasyonelliğe sahip olduklarını ve bazı durumlarda önyargılarla hareket ettiklerini ileri sürmektedir. Davranışsal finans piyasa etkinliğine önemli eleştirilerde bulunarak bireylerin aşırı getiri sağlayabileceklerini öne sürmektedir. Bu yönleriyle davranışsal finans, geleneksel finansın varsayımlarını psikodinamikler çerçevesinde değerlendirmekte ve finansal kararların değerlendirilmesi konusuna psikoloji, sosyoloji ve finansı birlikte ele alarak konuya farklı bir boyut kazandırmaktadır. Davranışsal finansın artan önemi konunun boyutlarını da genişletmiştir.

Öyle ki davranışsal finans günümüzde yalnızca yatırımcı kararlarını değerlendiren bir disiplin olmanın ötesine geçmiş ve kurumsal finansal kararlar üzerindeki etkileri ile önemli bir araştırma konusu haline gelmiştir. Bunun yanında Bank (2016)'ın da ifade ettiği gibi literatürde yer alan yönetsel irrasyonaliteyi dikkate alan çalışmalar, bizlere yöneticilerin de davranışsal önyargılarla hareket edebileceklerini işaret etmektedir. İşletmeler açısından büyük öneme sahip finansal kararları alan yöneticilerin bu açıdan değerlendirilmesi alınan kararların rasyonelliğini sorgulama açısından önem taşımaktadır. Bu önemden hareketle çalışmada kar payı dağıtım kararları çok yeni bir yaklaşım olan davranışsal yönleriyle incelenmiştir.

Kar payı dağıtım kararlarının davranışsal belirleyicilerini ortaya koymak açısından yöneticilerin önyargılarının ve duygusal ruh hallerinin tanımlanması önemlidir. Örneğin, aşırı güvenli yöneticiler kendi başarılarını hissedarlara gösterebilmek için firma kaynaklarını yatırımlara yönlendirmekte ve kar payı ödemekten kaçınabilmektedirler. Kimi zaman ise firma değeri hakkında piyasaya ve yatırımcılara olumlu sinyaller göndermek adına kar payı dağıtmaktadırlar. Bunun yanında, yöneticiler saygınlıklarını ve çeşitli gelir kalemlerini kaybetmemek, başarısızlıklarını gizlemek veya rekabeti azaltmak için diğer firmaların kar payı dağıtım kararlarını taklit edebilmektedirler.

Kar payı dağıtım kararlarının firma değeri, hissedarlar ve yatırımcılar açısından önemi ayrı ayrı göz önünde bulundurulduğunda, bu kararların belirleyicilerinin neler olduğu dikkat çekmektedir. Diğer taraftan, Türkiye'de imalat sanayiinde yer alan firmaların aktif büyüklükleri, ihracatları ve yatırımları açısından ülke ekonomisine katkıları göz önünde bulundurulduğunda, bu sektörde yer alan firmaların kar payı dağıtım kararlarını etkileyen faktörler önemini artırmaktadır. Bu bağlamda çalışmada, Türkiye'de imalat sanayiinde daha önce davranışsal yönleri irdelenmemiş olan nakit kar payı dağıtım kararları üzerinde sürü davranışı ve aşırı güven gibi davranışsal önyargıların etkilerinin tespit edilmesi literatüre önemli bir katkı sağlayabilir. Bu çalışma işletmeler ve işletme çevresi çıkar grupları açısından kar payı dağıtım kararlarının belirli kalıpların dışında ele alınması açısından faydalı olacaktır. Ayrıca, bu tür çalışmalar kurumsal finansal kararlar açısından davranışsal faktörlerin artık göz ardı edilmemesi gereken önemli bir açıklayıcı faktör olduğuna dikkat çekilmesi yönünden de önemlidir.

## 5.2. Araştırmanın Amacı

Çalışmanın temel amacı yöneticilerin nakit kar payı dağıtım kararlarını davranışsal kurumsal finans ekseninde araştırmaktır. Bu amacın gerçekleştirilebilmesi için konu iki yaklaşım üzerinden incelenmiştir. Bu yaklaşımlar Baker ve diğerleri (2007)'nin “irrasyonel yönetici-rasyonel yatırımcı yaklaşımı” ve “rasyonel yönetici-irrasyonel yatırımcı” yaklaşımlarıdır.

Belirtilen amaç doğrultusunda birinci olarak, *irrasyonel yönetici-rasyonel yatırımcı yaklaşımı* çerçevesinde, yöneticilerin nakit kar payı dağıtım kararlarında *sürü davranışı* ve *aşırı güven* davranışlarının etkileri araştırılmıştır. İkinci olarak, *irrasyonel yatırımcı-rasyonel yönetici yaklaşımına* dayalı olarak *catering teorisinin* geçerliliği araştırılmıştır.

Çalışmanın özgünlüğü, işletme çıkar grupları açısından büyük önem taşıyan nakit kar payı dağıtım kararlarını Türkiye’de imalat sanayii için davranışsal açıdan inceleyen ilk çalışma olmasına dayanmaktadır. Ayrıca, kar payı dağıtım kararlarını hem irrasyonel yönetici hem de irrasyonel yatırımcı yaklaşımları çerçevesinde inceleyerek konuyu detaylı bir şekilde ortaya koyması, çalışmayı özgün kılan bir diğer husustur. Bu çalışma Türkiye’de kar payı dağıtım kararlarına yeni bir bakış açısı kazandırması ve yöneticilerin bu konudaki rasyonelliklerinin sorgulanması açısından hem çalışma sahasına hem de literatüre katkı sağlayabilir.

## 5.3. Araştırmanın Kapsamı

Bu çalışmanın amacı firmaların nakit kar payı dağıtım kararlarını davranışsal kurumsal finans ekseninde araştırmaktır. Bu amaç doğrultusunda Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)’nda kayıtlı olan, payları Borsa İstanbul Yıldız Pazar’da işlem gören ve Temmuz 1999-Haziran 2014 döneminde verilerine eksiksiz ulaşılabilen firmalar araştırma kapsamına alınmıştır. Çalışmada yalnızca imalat sanayiinin dikkate alınmasının sebebi, diğer endüstrilerde çalışma dönemi kapsamında sektör bazında firma sayısının yeterli olmamasıdır. Çalışmada bilanço, gelir tablosu, piyasa değerlerine ilişkin veriler ve kar dağıtım verilerinden yararlanılmıştır. Bunun yanında, sürü etkisinin kar payı dağıtım kararları üzerindeki etkisi kendisini uzun vadede göstereceğinden araştırmada uzun bir

döneme ihtiyaç vardır. Türkiye’de sermaye piyasasının gelişen bir piyasa olması nedeniyle borsadaki firma sayısı özellikle 2000’li yıllardan sonra artış göstermektedir. Bu nedenle, 1999 yılından önceki dönemde payları Yıldız Pazar’da işlem gören ve imalat sanayiinde yer alan firma sayısı araştırma için yeterli olamamaktadır. Çalışma kapsamında sektör sınıflandırmasının ve sektörde yer alan firma sayısının önemi göz önünde bulundurularak verilerine eksiksiz ulaşılabilen ve araştırma kısıtları dışında kalan Gıda İçki ve Tütün Sektörü (8), Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri (9), Kağıt ve Kağıt Ürünleri Basım ve Yayın sektörü (5), Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler sektörü (13), Taş ve Toprağa Dayalı Sektör (18), Metal Ana Sanayi Sektörü(10), Metal Eşya Makine ve Gereç yapım sektörü (14) olmak üzere imalat sanayiinin 7 alt sektöründe faaliyet gösteren toplam 77 firma dikkate alınmıştır. Orman Ürünleri ve Mobilya sektörü ise ilgili dönem için en az 5 firma koşulunu taşımadığından örneklemden çıkarılmıştır.

#### **5.4. Araştırmanın Kısıtları**

Araştırmaya ilişkin ilk kısıt araştırma dönemi üzerine iken, ikinci önemli kısıt firma sayısı ve veriler üzerinedir. Literatürde kurumsal finansal kararlar üzerinde davranışsal önyargıların etkilerinin incelendiği çalışmalarda uzun bir döneme ve çok sayıda firmaya ihtiyaç olduğu görülmektedir. Araştırma kapsamında sürü etkisi incelenirken Leary ve Roberts (2014) tarafından sermaye yapısı kararlarında sürü etkisinin araç değişken yöntemiyle incelendiği çalışma esas alınmıştır. Buna göre araştırma kapsamındaki firmalar sektör bazında sınıflandırılmalı ve her bir sektörde en az beş firma olmalıdır. Araştırma kapsamında hem firma sayısının her bir sektörde en az beş adet olması gerekliliği hem de uzun bir döneme ihtiyaç olması sektör seçimini gerekli kılmıştır. Bu sebeple araştırmada her bir sektör için en az beş firma koşulunu sağlayan sektörlerden Temmuz 1999 - Haziran 2014 dönemi Borsa İstanbul Yıldız Pazar’da yer alan imalat sanayi firmaları dikkate alınmıştır. Bu dönem aralığı araç değişkenlerin oluşturulması açısından önemli bir kısıttır.

Araştırmada araç değişken, Fama French (1992) metodolojisi kullanılarak tahmin edilmiştir. Fama ve French (1992) mali kuruluşları araştırmalarına dahil etmemişlerdir. Buna sebep olarak, bu kuruluşların firmalardan farklı karakteristiğe sahip olmalarını ve diğer firmalarla karşılaştırılmalarının güç olmasını göstermişlerdir. Bu nedenle, mali sektörde yer alan firmalar araştırma kapsamına alınmamışlardır.



Araştırma kapsamında aşırı güven davranışının kar payı dağıtım kararları üzerindeki etkileri araştırılırken literatürde yaygın olarak kullanılan pay opsiyonlarına ilişkin veriler elde edilememiştir. Araştırmada verilerine sürekli ulaşılabilen firmalar dikkate alınmıştır.

Araştırmada bir başka kısıt birden fazla grup paya sahip firmalarla ilgilidir. Burada Strong ve Xu (1997)'nin araştırması dikkate alınarak mali tablo verilerinin kıyaslanmasında güçlük çıkardığı gerekçesiyle birden fazla grup paya sahip firmalar yine örnekleme dahil edilmemiştir.

### **5.5. Ekonometrik Model**

Çalışmada nakit kar payı dağıtım kararlarında sürü davranışı, aşırı güven ve catering teorisinin geçerliliğini ölçmek için aşağıda sunulan ekonometrik modeller kullanılmıştır. Araştırma kapsamında kullanılan modeller, ilgili davranışsal önyargının uygun şekilde tespit edilmesi açısından, literatürde yer alan çalışmalar dikkate alınarak oluşturulmuştur. Tahminler 6 model üzerinden yürütülmüştür. Modellerin oluşturulmasında ilgili literatür takip edilmiştir. Leary ve Roberts (2014), Rajan ve Zingales (1995) ve Frank ve Goyal (2009)'ın geliştirdikleri modeli sermaye yapısı kararlarındaki sürü etkisinin tespiti için kullanmışlardır. Adhikari (2013) ve Qui (2013) ise Leary ve Roberts (2014)'den yararlanarak sürü etkisini kar payı dağıtım kararları için test etmişlerdir. Bu çalışmada sürü etkisinin tespiti için Leary ve Roberts (2014), Adhikari (2013) ve Qui (2013)'nin oluşturdukları model takip edilmiştir. Diğer taraftan Fama ve French (2001), Baker ve Wurgler (2004) ve Cordeiro (2009)'nun uyguladıkları modellerden yararlanılarak aşırı güven etkisinin belirlenmesinde kullanılan model oluşturulmuştur. Ayrıca aşırı güven için oluşturulan model üzerinden catering teorisinin geçerliliği de sınanmıştır.

Aşağıda sunulan 1 ve 2 numaralı denklemler sürü etkisinin tespiti için; 3 ve 4 numaralı denklemler aşırı güven etkisinin tespiti için; 5 ve 6 numaralı denklemler catering teorisinin geçerliliğinin tespiti için oluşturulan modelleri göstermektedir.

$$Y_{1ijt} = \beta_0 + \beta_1 Y_{2-ijt} + \beta_2 Y_{1ijt-1} + \beta_3 X_{1ijt} + \beta_4 X_{2ijt} + \beta_5 X_{3ijt} + \beta_6 X_{4ijt} + \beta_7 X_{5ijt} + \beta_8 X_{6ijt} + \beta_9 X_{7ijt} + \beta_{10} X_{8ijt} + \beta_{11} X_{9ijt} + \beta_{12} X_{10-ijt} + \beta_{13} X_{11-ijt} + \beta_{14} X_{12-ijt} + \beta_{15} X_{13-ijt} + \beta_{16} X_{14-ijt} + \beta_{17} X_{15-ijt} + \beta_{18} X_{16-ijt} + \beta_{19} X_{17-ijt} + v_t + \varepsilon_{ijt}$$

(Model 1)

$$Y_{3ijt} = \beta_0 + \beta_1 Y_{4-ijt} + \beta_2 Y_{3ijt-1} + \beta_3 X_{1ijt} + \beta_4 X_{2ijt} + \beta_5 X_{3ijt} + \beta_6 X_{4ijt} + \beta_7 X_{5ijt} + \beta_8 X_{6ijt} + \beta_9 X_{7ijt} + \beta_{10} X_{8ijt} + \beta_{11} X_{9ijt} + \beta_{12} X_{10-ijt} + \beta_{13} X_{11-ijt} + \beta_{14} X_{12-ijt} + \beta_{15} X_{13-ijt} + \beta_{16} X_{14-ijt} + \beta_{17} X_{15-ijt} + \beta_{18} X_{16-ijt} + \beta_{19} X_{17-ijt} + v_t + \varepsilon_{ijt}$$

(Model 2)

$$Pr(Y_{1ijt}) = \beta_0 + \beta_1 AG_{1ijt} + \beta_2 Y_{1ijt-1} + \beta_3 X_{1ijt} + \beta_4 X_{2ijt} + \beta_5 X_{4ijt} + \beta_6 X_{5ijt} + \beta_7 X_{6ijt} + \beta_8 X_{7ijt} + \beta_9 X_{8ijt} + \beta_{10} X_{9ijt} + \varepsilon_{ijt}$$

(Model 3)

$$Pr(Y_{1ijt}) = \beta_0 + \beta_1 AG_{2ijt} + \beta_2 Y_{1ijt-1} + \beta_3 X_{1ijt} + \beta_4 X_{2ijt} + \beta_5 X_{4ijt} + \beta_6 X_{5ijt} + \beta_7 X_{6ijt} + \beta_8 X_{7ijt} + \beta_9 X_{8ijt} + \beta_{10} X_{9ijt} + \varepsilon_{ijt}$$

(Model 4)

$$Pr(Y_{1ijt}) = \beta_0 + \beta_1 AG_{1ijt} + \beta_2 KPP_{ijt} + \beta_3 Y_{1ijt-1} + \beta_4 X_{1ijt} + \beta_5 X_{2ijt} + \beta_6 X_{4ijt} + \beta_7 X_{5ijt} + \beta_8 X_{6ijt} + \beta_9 X_{7ijt} + \beta_{10} X_{8ijt} + \beta_{11} X_{9ijt} + \varepsilon_{ijt}$$

(Model 5)

$$Pr(Y_{1ijt}) = \beta_0 + \beta_1 AG_{2ijt} + \beta_2 KPP_{ijt} + \beta_3 Y_{1ijt-1} + \beta_4 X_{1ijt} + \beta_5 X_{2ijt} + \beta_6 X_{4ijt} + \beta_7 X_{5ijt} + \beta_8 X_{6ijt} + \beta_9 X_{7ijt} + \beta_{10} X_{8ijt} + \beta_{11} X_{9ijt} + \varepsilon_{ijt}$$

(Model 6)

i: 1'den n'e kadar [i=1,2,3,...,n (n=77)] olan firma sayısını,  
j: 1'den j'ye kadar [j=1,2,3,...,j (j=7)] olan sektör sayısını,  
t: 2003'den 2013'e kadar (t=2003, 2004, 2005,...,2013) olan zaman periyodunu göstermektedir.

1, 2, 3, 4, 5 ve 6 numaralı modellerde;

- $Y_{1ij}$  : j sektöründeki i firmasının kar payı ödüyorsa 1 ödemiyoise 0 değerini alan kukla değişkenini,
- $Y_{2-ij}$  : i firması hariç j sektörde yer alan firmaların kar payı ödeyen kısmını,
- $Y_{1ijt-1}$  : j sektöründeki i firmasının önceki dönem kar payı dağıtıp dağıtmadığını,
- $X_{1ij}$  : j sektöründeki i firmasının büyüklüğünü,
- $X_{2ij}$  : j sektöründeki i firmasının likidite durumunu,
- $X_{3ij}$  : j sektöründeki i firmasının firmaya özgü getiri değerini,
- $X_{4ij}$  : j sektöründeki i firmasının karlılık durumunu,
- $X_{5ij}$  : j sektöründeki i firmasının büyüme fırsatlarını,
- $X_{6ij}$  : j sektöründeki i firmasının borçlanma düzeyini,
- $X_{7ij}$  : j sektöründeki i firmasının halka açılma oranını,
- $X_{8ij}$  : j sektöründeki i firmasının yaşam döngüsünü temsilen firma yaşını,
- $X_{9ij}$  : j sektöründeki i firmasının piyasa değerlemesini,
- $X_{10-ijt}$  : i firması hariç j sektörde yer alan diğer firmaların ortalama büyüklüğünü,
- $X_{11-ij}$  : i firması hariç j sektörde yer alan diğer firmaların ortalama likidite durumunu,
- $X_{12-ij}$  : i firması hariç j sektörde yer alan diğer firmaların ortalama karlılığını,
- $X_{13-ij}$  : i firması hariç j sektörde yer alan diğer firmaların ortalama büyüme fırsatlarını,
- $X_{14-ij}$  : i firması hariç j sektörde yer alan diğer firmaların ortalama borçlanma düzeyini,
- $X_{15-ij}$  : i firması hariç j sektörde yer alan diğer firmaların ortalama halka açılma düzeyini,
- $X_{16-ij}$  : i firması hariç j sektörde yer alan diğer firmaların ortalama yaşam döngüsünü,
- $X_{17-ij}$  : i firması hariç j sektörde yer alan diğer firmaların ortalama piyasa değerlemesini,
- $Y_{3ij}$  : j sektöründeki i firmasının kar dağıtım oranını,
- $Y_{3ijt-1}$  : j sektöründeki i firmasının önceki dönem kar payı dağıtım oranını,

- $Y_{4-ij}$  : firma i hariç j sektöründe yer alan diğer firmaların ortalama kar dağıtım oranını,
- $AG_{1ij}$  : j sektöründeki i firmasının yatırım tutarı endüstri ortalamasının üzerindeyse 1 değil ise 0 değerini alan kukla değişkenini,
- $AG_{2ij}$  : j sektöründeki i firmasının uzun vadeli borçlanma düzeyi endüstri ortalamasının üzerindeyse 1 değil ise 0 değerini alan kukla değişkenini,
- $KPP_{ij}$  : j sektöründeki i firmasının kar payı primini,
- $v_t$  : yıl sabit etkisini ve
- $\varepsilon_{ij}$  : j sektöründeki i firmasının hata terimini

ifade etmektedir.

## 5.6. Veri Seti ve Tanımlayıcı İstatistikler

7 sektörde faaliyet gösteren 77 firmadan oluşan gruptan hareketle sürü etkisi, aşırı güven ve catering teorisinin geçerliliğinin tespiti için oluşturulan (1-6) numaralı modellerin tahmininde kullanılan veri seti tablo 8’de sunulmuştur.

**Tablo 8: Veri Seti**

<b>Bağımlı Değişkenler</b>		
<b>Değişken</b>	<b>Sembol</b>	<b>Açıklama</b>
Firmanın Kar Dağıtım Politikası	$Y_1$	(Eğer firma ilgili yılda kar payı ödemişse; 1, ödememişse; 0) <sup>c</sup>
Kar Dağıtım Oranı	$Y_3$	Kar Dağıtım Oranı=(Pay Başına Temettü/Pay Başına Gelir) <sup>c</sup>
<b>Bağımsız değişkenler</b>		
<b>Değişken</b>	<b>Sembol</b>	<b>Açıklama</b>
Kar Dağıtım Politikası Sektör Ortalaması	$Y_2$	Firma i hariç j sektöründe kar payı dağıtan firmaların ortalaması
Ortalama Kar Dğıtım Oranı	$Y_4$	Firma i hariç j sektöründe yer alan diğer firmaların ortalama kar dağıtım oranını
Firma Büyüklüğü	$X_1$	Aktif Büyüklüğü =Ln (Toplam Aktifler <sub>t</sub> ) <sup>a</sup>
Firmanın Likidite Durumu	$X_2$	Likidite Oranı = (Dönen Varlıklar <sub>t</sub> /Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar <sub>t</sub> ) <sup>a</sup>
Araç Değişken	$X_3$	Firmaya Özgü Getiri=(Gerçekleşen Getiri-Beklenen Getiri)
Firma Karlılığı	$X_4$	Özsermaye Karlılığı=(Net Kar <sub>t</sub> /Özsermaye <sub>t</sub> ) <sup>a</sup>
Firmanın Büyüme Fırsatları	$X_5$	Aktif Değişimi=[(Toplam Aktifler <sub>t</sub> -Toplam Aktifler <sub>t-1</sub> )/Toplam Aktifler <sub>t-1</sub> ] <sup>a</sup>
Firma Riski	$X_6$	Kaldıraç Oranı= [Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar +Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar /Toplam Aktifler] <sup>a</sup>
Halka Açıklık Oranı	$X_7$	Halka Açılma Oranı= [Fiili Dolaşımda Bulunan Payların Nominal Değeri <sub>t</sub> / Sermaye <sub>t</sub> (Nominal Değer)] <sup>a</sup>
Firmanın Olgunluk Dönemi	$X_8$	Firma Olgunluk Dönemi = Ln (FirmaYaşı) <sup>a</sup>
Firmanın Büyüme Fırsatları	$X_9$	Pd/Dd= (Piyasa Değeri <sub>t</sub> )/(Özsermaye Değeri <sub>t</sub> ) <sup>a</sup>
Firmanın Önceki Yıla Ait Kar Dağıtım Politikası	$Y_{1t-1}$	(Firma önceki yıl kar dağıtmışsa;1, dağıtmamışsa;0) <sup>c</sup>
Firmanın Önceki Yıla Ait Kar Dağıtım Oranı	$Y_{3t-1}$	(Firma önceki yıla ait kar dağıtım oranı) <sup>c</sup>
Aşırı Güven Ölçütü	$AG_1$	Eğer ilgili yılda firmanın sektöre göre düzeltilmiş yatırım oranı, endüstri ortalamasının üzerinde ise yönetici aşırı güvenli kabul edilmiş ve “1” değeri verilmiş; endüstri ortalamasının altında ise yönetici aşırı güvenli kabul edilmemiş ve “0” değeri verilmiştir. Sektöre göre düzeltilmiş aşırı yatırım oranı şöyle hesaplanmıştır:  Aşırı Yatırım Oranı= [((Maddi Duran Varlıklar <sub>t</sub> -Maddi Duran Varlık <sub>t-1</sub> )+Amortisman <sub>t</sub> )/Toplam Aktifler <sub>t+1</sub> ] <sup>a</sup>
	$AG_2$	Eğer ilgili yılda firmanın sektöre Göre Düzeltilmiş borçlanma oranı, endüstri ortalamasının üzerinde ise yönetici aşırı güvenli kabul edilmiş ve “1” değeri verilmiş; endüstri ortalamasının altında ise yöneticinin aşırı güvenli olmadığı kabul edilmiş ve “0” değeri verilmiştir. Aşırı borçlanma oranı şöyle hesaplanmıştır:  Aşırı Borçlanma Oranı= (Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar <sub>t</sub> /Piyasa Değeri <sub>t</sub> ) <sup>a</sup>
Kar Payı Primi	KPP	Kar Payı Primi= Ln[(kar payı ödeyen firmaların değer ağırlıklı ortalama Piyasa değeri/Defter değeri) <sub>t</sub> - (kar payı ödemeyen firmaların değer ağırlıklı ortalama Piyasa değeri/Defter değeri)] <sup>a</sup>
Araç Değişken	$Z_1, Z_{1t-1}$	Firmaya Özgü Getiri=(Gerçekleşen Getiri- Beklenen Getiri) Araç Değişken (Z <sub>1</sub> )=İlgili Firma hariç Sektördeki Diğer Firmaların “Firmaya Özgü Getirilerinin” Aritmetik Ortalaması

**Tablo 8'in Devamı**

Araç Değişken Tahmininde Kullanılan Veriler <sup>d</sup>		
Değişken	Sembol	Açıklama
Getiri	R	$Getiri = \left[ \frac{[F_i * (BDL + BDZ + 1) - R * BDL + T - F_i - 1]}{F_i - 1} \right]^a$
Büyükölç Faktörü	FB	$FB = \ln [(Pay Sayısı)_t * (Kapanış Fiyatı)_t]^a$
Değer Faktörü	Dd/Pd	$Değer Faktörü/Piyasa Değeri = \ln [(\ddot{O}zsermaye_{(t-1)})/Piyasa Değeri_{(t-1)}]^a$
Momentum Faktörü	MOM	$Sürekli Bileşik Getiri(r) = \ln (1 + Nominal Getiri)_t^a$ $MOM = \sum_{n=1}^{10} r$
Piyasa Risk Primi	$R_m - R_f$	$R_m - R_f = [(Getiri^{Piyasa portföyü})^a - Risksiz Faiz Oranı]^b$
Sektör Portföyünün Artık Getirisi	$R_j^{sektör} - R_f$	$R_j^{sektör} - R_f = (Eşit Ağırlıklı Getiri^{Sektör})^a - (Risksiz Faiz Oranı)^b$
Sürü davranışının tespiti için tüm bağımlı ve bağımsız değişkenlerin öncü firma ortalaması alınarak bağımsız değişken şeklinde modele eklenmiştir. Öncü firma ortalaması her bir firmanın ait olduğu sektör göz önünde bulundurularak, firma i dışında sektörde yer alan diğer firmaların değerlerinin aritmetik ortalaması alınarak hesaplanmıştır. (Bu değişkenler: $X_{10}, X_{11}, X_{12}, X_{13}, X_{14}, X_{15}, X_{16}, X_{17}$ )		
Not: a, b, c indeksleri verilerin temin edildiği kaynakları temsil etmektedir. a: Borsa İstanbul resmi internet sitesi (Borsa İstanbul, (t.y.), <a href="http://www.borsaistanbul.com/">http://www.borsaistanbul.com/</a> ) Kamuyu Aydınlatma Platformu resmi internet sitesi (KAP, (t.y.), <a href="https://www.kap.org.tr/tr/">https://www.kap.org.tr/tr/</a> ) b: Hazine Müsteşarlığı resmi internet sitesi (Hazine İskontolu İhaleleri Yıllık Bileşik Faiz Oranları (t.y.), <a href="https://www.hazine.gov.tr/tr-TR/Istatistik-Sunum/Sayfasi?mid=59&amp;cid=12&amp;nm=3">https://www.hazine.gov.tr/tr-TR/Istatistik-Sunum/Sayfasi?mid=59&amp;cid=12&amp;nm=3</a> ). c: İş Yatırım resmi internet sitesi (Temettü (t.y.), <a href="http://appws.isyatirim.com.tr/lt_temettuverimi.aspx">http://appws.isyatirim.com.tr/lt_temettuverimi.aspx</a> ). d: Araç değişken tahmininde 77 firmaya ait Temmuz 1999-Haziran 2014 dönemi verileri kullanılmıştır.		

Tablo 8'de görüldüğü üzere modellerin tahmininde kullanılan değişkenler kar payı belirleyicileri ve araç değişken tahmininde kullanılan değişkenler olmak üzere iki gruptan oluşmuştur. Gerek kar payı belirleyicileri değişkenleri ve bu değişkenlerin kar payı dağıtımını ile ilişkisine yönelik teorik açıklamalar ve gerekse araç değişken tahmininde kullanılan değişkenlere ait açıklamalara Ek 1'de yer verilmiştir.

Araştırma kapsamında kullanılan bağımlı değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler Tablo 9'da verilmiştir. Çalışma kapsamında toplam 77 firmaya ait toplam 847 gözlem bulunmaktadır.

**Tablo 9: Kar Payı Dağıtım Kararlarına İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler**

<b>Firma "i"nin Kar Payı Dağıtım Kararları</b>					
	<b>Mean</b>	<b>Median</b>	<b>Maximum</b>	<b>Minimum</b>	<b>Std. Dev.</b>
<b>Y<sub>1</sub></b>	0.486423	0	1	0	0.500111
<b>Y<sub>3</sub></b>	0.300295	0.000000	8.670000	0.000000	0.517186
<b>Firma "i" Dışındaki Öncü Firmaların Kar Payı Dağıtım Kararları Ortalaması</b>					
	<b>Mean</b>	<b>Median</b>	<b>Maximum</b>	<b>Minimum</b>	<b>Std. Dev.</b>
<b>Y<sub>2</sub></b>	0.46145	0.461538	0.888889	0	0.150825
<b>Y<sub>4</sub></b>	0.299421	0.300000	1.270000	0.000000	0.173431
<b>Gözlem sayısı</b>	847				
<b>Firma Sayısı</b>	77				

Çalışma kapsamında yer alan firmalar incelendiğinde oransal olarak en yüksek nakit kar payı dağıtan firma 2009 yılında Cemtaş A.Ş'dir. Analiz kapsamında firmalara ilişkin kar payı belirleyicilerini gösteren tanımlayıcı istatistikler ise Tablo 10'da verilmiştir.

**Tablo 10: Firmaların Kar Payı Belirleyicilerine İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler**

<b>Firma "i"nin Kar Payı Belirleyicileri</b>					
	<b>Mean</b>	<b>Median</b>	<b>Maximum</b>	<b>Minimum</b>	<b>Std. Dev.</b>
<b>X1</b>	19.54476	19.40000	23.77000	16.04000	1.473671
<b>X2</b>	2.356833	1.658106	24.97596	0.122010	2.063288
<b>X3</b>	1.286600	1.010000	13.07000	-5.490000	1.513475
<b>X4</b>	0.046928	0.070000	0.980000	-4.320000	0.295732
<b>X5</b>	0.170071	0.100000	3.660000	-0.450000	0.347611
<b>X6</b>	0.421677	0.404514	0.940585	0.031935	0.202837
<b>X7</b>	25.17740	23.30000	80.17000	0.500000	13.91225
<b>X8</b>	2.817941	2.890372	3.332205	1.609438	0.327194
<b>X9</b>	1.941469	1.170161	74.59702	0.001830	4.140549
<b>AG1</b>	0.480519	0.000000	1.000000	0.000000	0.499916
<b>AG2</b>	0.480519	0.000000	1.000000	0.000000	0.499916
<b>KPP</b>	-0.488182	-0.260000	0.340000	-2.340000	0.915585
<b>Gözlem Sayısı</b>	847				
<b>Firma Sayısı</b>	77				

Tablo 10’da ele alınan firmaların kar payı belirleyicilerine ilişkin değişkenler incelendiğinde en büyük firma 2013 yılındaki 21.139.387.000 TL aktif büyüklüğü ile Tüpraş A.Ş.’dir. Likidite açısından en rahat firma ise 2008 yılında sahip olduğu 24,9’luk cari oran ile F-M İzmit Piston A.Ş.’dir. 2003-2013 döneminde en yüksek öz sermaye karlılığını 0,98 ile Bursa Çimento gerçekleştirmiştir.

**Tablo 11: Firma “i” Dışındaki Öncü Firmaların Ortalama Kar Payı Belirleyicilerine İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler**

Firma “i” Dışındaki Öncü Firmaların Ortalama Kar Payı Belirleyicileri					
	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std. Dev.
<b>X10</b>	19.54174	19.54019	21.11542	18.04361	0.598380
<b>X11</b>	2.357464	2.236561	4.856656	1.163523	0.676945
<b>X12</b>	0.028252	0.073620	0.340045	-2.336484	0.281394
<b>X13</b>	0.197391	0.130000	2.140000	-0.080000	0.291357
<b>X14</b>	0.421481	0.429844	0.652659	0.209034	0.088868
<b>X15</b>	25.15749	24.31000	35.63000	17.09000	4.155394
<b>X16</b>	2.818070	2.846218	3.228567	2.116580	0.221115
<b>X17</b>	1.940656	1.518498	8.677388	0.396088	1.458759
<b>Z1</b>	1.287131	1.180000	4.420000	-0.310000	0.603854
<b>Gözlem sayısı</b>	847				
<b>Firma Sayısı</b>	77				

Tablo 11’de firma “i” dışında kalan diğer firmaların sektör ortalamaları değerleri yer almaktadır. Elde edilen sektör ortalamaları Tablo 10 ile karşılaştırıldığında, kar payı belirleyicilerine ilişkin değişkenlere ait ortalamaların öncü firma ortalamalarına yakın olduğu görülmektedir. Bu anlamda ele alınan firmalar arasında en yüksek ortalama aktif büyüklüğüne sahip olan firmaların 2013 yılında Kimya Petrol Kauçuk ve Plastik Ürünler sektöründe yer aldığı görülmüştür. Sektör bazında ortalama olarak en yüksek öz sermaye karlılığı ise Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Basım ve Yayın sektöründe 2005 yılında gerçekleşmiştir. Bunun yanında, ortalama olarak en yüksek büyüme fırsatına sahip firmaların yer aldığı sektör ise Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım sektörüdür.



## 5.7. Ekonometrik Yöntem

Kar payı dağıtım kararları üzerinde sürü etkisinin araştırıldığı model 1 2AEKK ve panel lojistik regresyon analizi; model (2-6) ise panel lojistik regresyon analizi yöntemleri ile analiz edilmiştir.

### 5.7.1. İki Aşamalı En Küçük Kareler Yöntemi

EKK tahmincileri bir veya birden fazla bağımsız değişkenin hata terimiyle ilişkili olduğu, yani içsel değişkenlerin olduğu durumlarda, tutarsız tahminlerde bulunmakta ve yanlış sonuçlar üretmektedir. Böyle durumlarda EKK tahmincisi kullanmak doğru olmayacaktır (Gujarati, 2003: 724). EKK tahminlerinin yanlış olmasına sebep olabilecek bir diğer durum, gözlenemeyen bazı durumların söz konusu olabilmesidir. Örneğin, piyasada gözlenemeyen yeni yatırım fırsatları firmaların kar payı dağıtım hedeflerini ertelemelerine ve kar payı ödemeleri için negatif etkiye neden olabilecektir. Eğer sektörde yer alan diğer firmalar da aynı fırsatı fark ederlerse, bu durum onların kar dağıtım kararlarında da negatif etki oluşturacaktır. Böyle bir durum ise EKK tahmini üzerindeki yanlışlığı daha fazla arttıracaktır (Qui, 2013: 36). Bu tür durumlarda yanlışlığı azaltacak ve daha tutarlı sonuçlar alınmasını sağlayacak 2AEKK tahmincisini kullanmak uygun olacaktır.

2AEKK yönteminin arka planındaki düşünce içsel açıklayıcı değişkenin yerine, modeldeki önceden belirlenmiş değişkenlerin doğrusal bir birleşiminin geçirilmesidir. İçsel değişken yerine bu birleşim, açıklayıcı değişken olarak kullanılmaktadır. Bu açıdan bakıldığında 2AEKK, önceden belirlenmiş değişkenlerin doğrusal bir birleşiminin, içsel değişken yerine geçen bir araç değişken işlevi gördüğü araç değişkenler yöntemine benzer (Gujarati, 2003: 785). 2AEKK modeli genel olarak şöyle ifade edilmektedir (Stock ve Watson, 2003: 343):

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + \beta_2 W_{1it} + \dots + \beta_{1+r} W_{rit} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

Bu denklemde  $X_{it}$  içsel, yani hata terimiyle ilişkili,  $W_{1it}, \dots, W_{rit}$  ise hata terimiyle ilişkili değildir. 2AEKK tahmininin birinci aşama regresyon denkleminde  $X_{it}$  araç değişken  $Z_{it}$  ile ilişkilendirilmektedir. Birinci aşama regresyon denklemi şöyledir:

$$X_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Z_{1it} + \dots + \alpha_m Z_{mit} + \alpha_{m+1} W_{1it} + \dots + \alpha_{m+r} W_{rit} + v_{it} \quad (7)$$

Denklem 7 indirgenmiş kalıp denklemi olarak da ifade edilmektedir. Burada içsel açıklayıcı değişken diğer tüm dışsal değişkenler ve araç değişkenlerle ilişkilendirilmektedir. Bu denklemde  $\alpha_0, \alpha_1, \dots, \alpha_{m+r}$  bilinmeyen katsayılardır. 2AEKK'nın birinci aşamasında bu katsayılar EKK ile tahmin edilerek içsel açıklayıcı değişkenin ( $X_{it}$ ) tahmini değerleri (predicted values) elde edilmektedir. İkinci aşamada ise en küçük kareler tahmini yapılırken, bu tahmini değerler içsel değişkenin yerine kullanılmaktadır. Yani  $Y_{1it}$ 'nin  $\hat{X}_{it}$  ve  $W_{1it}, \dots, W_{rit}$  ile regresyonu tahmin edilmektedir (Stock ve Watson, 2003: 343). Görüldüğü üzere 2AEKK tahmini için ilk yapılması gereken, modelde içsellik sorunun olup olmadığının test edilmesidir. İçsellik sorununun tespitine yönelik Hausman test istatistiğinin hipotezleri aşağıdaki gibidir:

$H_0$ :  $\text{Cov}(\varepsilon, \text{içsel açıklayıcı değişken}) = 0$  İçsellik problemi yoktur.

$H_1$ :  $\text{Cov}(\varepsilon, \text{içsel açıklayıcı değişken}) \neq 0$  İçsellik problemi vardır.

2AEKK tahmini öncesi modeldeki içsellik sorunu tespit edildikten sonra, bu çözüm için uygun araç değişkenler belirlenmelidir. Ancak uygun araç değişkenler belirlenebilirse 2AEKK tutarlı ve yansız sonuçlar verebilecektir. Fakat 2AEKK tahmininde kullanılacak araç değişkenlerin sağlaması gereken bazı koşullar bulunmaktadır. Bunlardan ilki "ilgililik" (relevance), diğeri ise "geçerlilik" (exogeneity) koşuludur (Stock ve Watson, 2003: 345). Aşağıda belirtildiği üzere ilgililik koşulu, araç değişkenlerin içsel değişken ile ilişkili olması gerektiğini ifade etmektedir. Geçerlilik koşulu ise araç değişkenlerin hata terimiyle ( $\varepsilon$ ) ilişkili olmaması anlamına gelmektedir. Bu iki durum aşağıdaki şekilde ifade edilebilir:

(1) İlgililik koşulu :  $\text{Corr}(\text{Araç değişkenler, içsel açıklayıcı değişken}) \neq 0$

(2) Geçerlilik koşulu :  $\text{Corr}(\text{Araç değişkenler, } \varepsilon) = 0$

2AEKK tahmincisi tam veya aşırı belirlenmiş denklemlere uygulanabilmektedir. Fakat tam belirlenmiş denklemlere uygulandığında Dolaylı En Küçük Kareler tahmincisi ile aynı sonuçları vermekle birlikte aşırı belirlenmiş denklemler için idealdir (Gujarati, 2003: 771-773). Aşırı belirlenme, parametreleri tutarlı olarak tahmin edebilmek için,

ihtiyaç duyulandan fazla aracın olmasını ifade etmektedir. Aşırı belirlenme testi 2AEKK tahminlerinin hata terimlerinin, araçların  $q$  (model dışındaki araç değişkenlerin sayısı-modeldeki içsel değişken sayısı) doğrusal fonksiyonları ile korelasyona sahip olup olmadıklarını kontrol etmektedir. Aşırı belirlenme testinin hipotezleri şu şekilde ifade edilmektedir (Wooldridge, 2013: 529-530):

$H_0$ : Araç değişkenler dışsaldır

$H_1$ : Araç değişkenler içseldir.

EKK tahminlerinde açıklayıcı değişken 1 0 gibi sınırlı olduğunda kurulan denklem doğrusal olasılık modelidir.

$$Y_{it} = \beta_1 + \beta_2 X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

Örneğin 8 no'lu denklem tipik bir doğrusal bağlanım modelidir. Fakat  $Y_i$  sınırlı olduğundan doğrusal olasılık modeli adını almaktadır. Doğrusal olasılık modellerinde  $X$  veriyken  $Y$ 'nin gerçekleşmesinin koşullu olasılığı ölçülmektedir. Buna göre  $E\left(\frac{Y_i}{X_i}\right)$  zorunlu olarak 1 ve 0 arasında olmalıdır. Bu bir varsayım olarak doğru olmakla birlikte  $E\left(\frac{Y_i}{X_i}\right)$ 'nin tahmin edicileri ( $\hat{Y}_i$ )'nin bu koşulu sağlayacağı kesin değildir. Bu durum sıradan en küçük kareler tahmincisinin (SEK)  $0 \leq E(Y_i) \leq 1$  sınırlamasını dikkate almamasından kaynaklanmaktadır (Gujarati, 2003: 583).

### 5.7.2. Panel Lojistik Regresyon Analizi Yöntemi

Çok değişkenli regresyon analizinde bağımlı ve bağımsız değişkenler arasında doğrusal bir ilişkinin var olduğu varsayılmaktadır. Lojistik regresyonda ise temel varsayım bağımlı ve bağımsız değişkenler arasında "S" şeklinde bir ilişkinin var olduğudur. Lojistik regresyonda ikili kategorik bir bağımlı değişkeni tahmin etmek için regresyon denklemi oluşturulmaktadır. Lojistik regresyon analizinde her bağımsız değişkenin katsayısı değişkenin görece açıklayıcılık derecesini göstermektedir (Altunışık ve diğerleri, 2007: 212-215).

Lojistik regresyonda bir olayın olma olasılığı doğrudan hesaplanabilmektedir. Olasılık değerleri ise 0 1 arasında değişmektedir. İki değişkenli lojistik regresyon fonksiyonu modeli (9) no'lu eşitlikteki gibidir (Gujarati, 2003: 595).

$$P_i = E\left(Y_i = \frac{1}{X_i}\right) = \frac{1}{1+e^{-(\beta_1+\beta_2 X_i)}} \quad (9)$$

Eşitlik (9) gösterimde kolaylık sağlamak amacıyla şöyle yazılabilir:

$$P_i = \frac{1}{1+e^{-Z_i}} \quad (10)$$

(10) no'lu eşitlik lojistik dağılım fonksiyonudur. Burada bağımsız değişkenlerin doğrusal kombinasyonunu gösteren “Z<sub>i</sub>” terimi şöyle hesaplanmaktadır:

$$Z_i = \beta_1 + B_2 X_i \quad (11)$$

Z<sub>i</sub> +∞’dan -∞’a kadar olan aralıkta değişirken, P<sub>i</sub> 0 ile 1 arasında değerler almakta ve bir olayın gerçekleşme olasılığını ifade etmektedir. Burada; β<sub>1</sub> ve β<sub>2</sub> lojistik regresyondaki katsayıları göstermektedir. Lojistik regresyon modelini oluşturabilmek için mutlak suretle β<sub>1</sub> ve β<sub>2</sub> gibi parametrelerin hesaplanması gerekmektedir. Fonksiyonda doğal logaritma tabanı e = 2.718 olarak alınmaktadır. 1-P<sub>i</sub> olayının olma ihtimali ise eşitlik (12)’deki gibidir (Gujarati, 2003: 595-596).

$$1 - P_i = \frac{1}{1+e^{Z_i}} \quad (12)$$

Buradan yöntem kullanımını odds oranı (bahis oranı) şöyledir:

$$\frac{P_i}{1-P_i} = \frac{1+e^{Z_i}}{1+e^{-Z_i}} = e^{Z_i} \quad (13)$$

Eşitlik (13) bir olayın gerçekleşme olasılığının gerçekleşmeme olasılığına oranını ifade etmektedir ve odds oranı olarak adlandırılmaktadır. Odds oranının doğal logaritması alınırsa sonuçta ulaşılan lojistik regresyon modeli ise şöyledir:

$$L_i = \ln\left(\frac{P_i}{1-P_i}\right) = Z_i = \beta_1 + \beta_2 X_i \quad (14)$$

Eşitlik (14)'de  $L_i$ , fark oranı logaritması olup, yalnız  $X_i$ 'ye göre değil, (katsayı tahmini açısından) anakütle katsayılarına ( $\beta_i$  parametreleri) göre de doğrusaldır.  $L_i$ 'ye logit denilmektedir.  $L$ ,  $X$ 'e göre doğrusal olmakla birlikte olasılıklar böyle değildir. Bu durum, olasılıkların  $X$  ile birlikte doğrusal olarak değiştiği doğrusal olasılık modeli ile zıttır (Gujarati, 2003: 596).

Logit modellerde bağımlı değişken nitel olduğundan  $R^2$  değeri geçerliliğini kaybetmekte onun yerine McFadden  $R^2$  ya da Pseudo  $R^2$  gibi istatistikler kullanılmaktadır. Modelin genel anlamlılığını sınamak için ise F testi yerine LR test istatistiği kullanılmaktadır. Parametrelerin anlamlılığını sınamak için de t istatistiği yerine z istatistiği kullanılmaktadır (Tatoğlu, 2013: 163- 164). Logaritmik olabilirlik oranı (LR ratio):

$$LR = -2[L(\alpha) - L(\alpha, \beta)] \quad (15)$$

şeklinde hesaplanmaktadır.

Eşitlik (15)'de  $L(\alpha)$  kısıtlı olasılık fonksiyonunu ifade ederken;  $L(\alpha, \beta)$  kısıtsız olasılık fonksiyonunu ifade etmektedir. LR istatistiği modeldeki bağımsız değişkenlerin katsayılarının bir bütün halinde sıfıra eşit olup olmadığını test etmektedir. LR istatistiği Ki-kare dağılımına sahiptir (Yamak ve diğerleri, 2012: 49).

Çalışma kapsamında lojistik regresyon yöntemi panel veri ile çalışılmıştır. Panel veri hem yatay kesit hem de zaman boyutu olan veri setleridir. Yani panel veride hem zaman serisi verileri hem de yatay kesit verileri birlikte kullanılmaktadır. Kesit verisini zaman serisiyle birleştiren panel veri setleri (Gujarati, 2003: 637-638);

- Daha fazla bilgi vermektedir,
- Daha değişkendir,
- Değişkenleri arasında çoklu doğrusallık daha azdır,

- Serbestlik derecesi daha yüksektir ve
- Daha etkindir.

Tek başına zaman serisinde veya kesit verisinde hiç gözlemlenemeyen etkileri, panel verisi ile gözlemlenmek mümkündür (Gujarati, 2003: 638). Panel veri ile gerçekleştirilen çalışmalarda bağımlı değişkenin sınırlı özelliğe sahip olması durumunda sınırlı bağımlı değişkenli panel veri modelleri kullanılır. Panel lojit modelleri olarak ifade edilen bu modellerde bağımlı değişken iki uçludur ve 0 ve 1 gibi değerler almaktadır. Bu durumda bağımlı değişken  $Y_{it}$ 'nin beklenen değeri hem zaman hem de yatay kesit boyutu dikkate alınarak yeniden şöyle ifade edilebilir (Baltagi, 2005: 209):

$$y_{it} = 1 \text{ ise } P_{it} = P(Y_{it} = 1) \quad (16)$$

$$y_{it} = 0 \text{ ise } 1 - P_{it} = P(Y_{it} = 0) \quad (17)$$

olmak üzere,

$$E(y_{it}) = 1 \cdot P_{it} + 0 \cdot (1 - P_{it}) = P_{it}. \quad (18)$$

şeklindedir.

Model nihai olarak açıklayıcı değişkenlerin bir fonksiyonu olarak eşitlik (19)'daki gibi tanımlanır.

$$P_{it} = Pr[Y_{it} = 1] = E \left[ \frac{Y_{it}}{X_{it}} \right] = F(\beta' X_{it}) \quad (19)$$

## 5.8. Ampirik Bulgular

Çalışmanın ampirik bulguları, sürü davranışının kar payı dağıtım kararları üzerindeki etkisine ilişkin bulgular, aşırı güven davranışının kar payı dağıtım kararları üzerindeki etkisine ilişkin bulgular ve catering teorisinin geçerliliğine ilişkin bulgular olmak üzere üç kısımda ele alınmıştır.

### 5.8.1. Sürü Davranışı Etkisine İlişkin Bulgular

Kar payı dağıtım politikalarında sürü etkisi değerlendirilirken varsayılan hipotez firmaların birbirlerini etkileyeceği yönündedir. Yani firma i'nin politikası firma c'nin politikasının bir fonksiyonudur. Sektörde firmaların kar dağıtım politikaları arasındaki bu simetrik ilişki EKK tahmininin yanlı olmasına da sebebiyet verecek şekilde içsellik problemine neden olmaktadır (Qui, 2013: 36).

Çalışma kapsamında bu yanlılığı ortadan kaldırmak için Leary ve Roberts (2014), Qui (2013) ve Adhikari (2013) takip edilerek oluşturulan model 1 2AEKK tahmincisi ile tahmin edilmiştir. 2AEKK tahmininde, firma i dışındaki diğer firmaların kar payı dağıtım kararlarının içsellik sorununun çözümü için, uygun araç değişkenler belirlenmelidir. Ancak uygun araç değişkenler belirlenebilirse 2AEKK tutarlı ve yansız sonuçlar verecektir. Bu yöntemde öncelikle içsellik problemine neden olan öncü firmaların kar payı dağıtan kısmı ( $Y_2$ ) bağımlı değişken, diğer kar payı belirleyicileri ve araç değişkenler bağımsız değişkenler olarak alınmış ve birinci aşama tahmin sonuçları elde edilmiştir.

Modellerde kullanılacak olan araç değişkenler yöntemde belirtildiği gibi ilgililik ve geçerlilik koşullarını hem teorik olarak hem de istatistiksel olarak sağlamalıdır. İlgililik koşulu gereği firmaların kar payı dağıtım kararları ve getiriler arasındaki ilişki Fama ve French (1993) ve Pekkaya (2006) tarafından ortaya konulmuştur. Bu anlamda teorik olarak herhangi bir sorun bulunmamaktadır. Araç değişkenler için ikinci koşul hata terimleriyle ilişkili olmama koşuludur. Firmaların pay getirileri, yöneticinin ölümü, muhasebe hilelerine dayalı skandallar gibi firma değerini etkileyebilecek her türlü olaydan etkilenmektedir. Buradaki sorun, pay getirilerinin içerdiği bu olayların hem firmaya özgü getiri hem de temel bileşenleri etkiliyor olmasıdır. Araç değişkenler belirlenirken, tanımlama stratejisi, getirilerdeki bu temel bileşenleri ayırarak firmaya özgü kısımları izole etmeye yöneliktir (Leary ve Roberts, 2014: 147-148). Araştırma kapsamında Hausman içsellik testi sonucu aşağıdaki gibidir:

**Tablo 12: Firmaların Kar Payı Dağıtma Olasılığına İlişkin Hausman İçsellik Testi Sonucu**

Model 1	Katsayılar	Karar
Hausman İçsellik Testi	-3.05897*** (0.0048)	H <sub>0</sub> Red
***, %1 anlamlılık düzeyinde anlamlı olduğunu ifade etmektedir.		

Tablo 12’de görüldüğü üzere elde edilen sonuçta hata teriminin katsayısı % 1 anlamlılık seviyesinde anlamlıdır. Bu sonuç H<sub>0</sub>’ın red edilmesi gerektiğini, yani Y<sub>2</sub>’nin içsel değişken olduğunu ifade etmektedir.

Aşırı belirlenme testi sonuçları aşağıdaki gibidir.

**Tablo 13: Firmaların Kar Payı Dağıtma Olasılığına İlişkin Aşırı Belirlenme Testi Sonucu**

Model 1	$nR^2 \sim \chi^2_{(1,0.10)}$	Karar
Aşırı Belirlenme Testi	0.43274 < 2.70554	H <sub>0</sub> Kabul

Tablo 13’de model 1 için aşırı belirlenme testi sonuçları H<sub>0</sub> hipotezinin kabul edildiğini, yani araç değişkenlerin dışsal olduğunu göstermektedir. Bu sonuçlara göre araç değişkenler hata terimiyle ilişkisizdir. Model 1’in aşırı belirlenmiş bir model olduğunu tespit ettikten sonra 2AEKK tahmini yapılabilir. Tablo 14 firmaların kar payı dağıtma olasılıkları üzerinde sürü davranışının etkisini tespit etmek amacıyla oluşturulmuş nitel bağımlı değişkenli 2AEKK tahmini sonuçlarını göstermektedir.



**Tablo 14: Firmaların Kar Payı Dağıtma Olasılığına İlişkin 2AEKK Tahmini Sonuçları**

Model 1	Birinci Aşama		İkinci Aşama	
Bağımlı Değişken	Y <sub>2</sub>		Y <sub>1</sub>	
Bağımsız Değişkenler	Katsayılar (Standart Hata)	t-istatistiği	Katsayılar (Standart Hata)	t-istatistiği
<b>Firma Karakteristikleri</b>				
Y <sub>1t-1</sub>	-0.03372*** (0.008512)	-3.9616	0.602021*** (0.048227)	12.48305
X <sub>1</sub>	0.005567* (0.003255)	1.710169	0.036436*** (0.013421)	2.714925
X <sub>2</sub>	-0.00178 (0.002476)	-0.71785	0.014296 (0.009027)	1.583716
X <sub>3</sub>	-0.00296 (0.002687)	-1.10068	0.00957 (0.01)	0.957012
X <sub>4</sub>	0.013273 (0.01422)	0.933423	0.126492** (0.051397)	2.461074
X <sub>5</sub>	0.010811 (0.012978)	0.833029	-0.03756 (0.047614)	-0.78893
X <sub>6</sub>	-0.04206 (0.027768)	-1.5148	-0.25616** (0.110288)	-2.32267
X <sub>7</sub>	-0.00036 (0.000294)	-1.22478	0.001821 (0.00112)	1.625187
X <sub>8</sub>	-0.04584** (0.018264)	-2.50984	0.270059*** (0.084944)	3.179269
X <sub>9</sub>	0.00195** (0.000949)	2.05405	-0.00105 (0.003952)	-0.26675
<b>Sektör Ortalamaları</b>				
Y <sub>2</sub>			2.576105** (1.08155)	2.381865
X <sub>10</sub>	0.14604*** (0.01424)	10.25565	-0.37271** (0.170677)	-2.18371
X <sub>11</sub>	-0.00458 (0.009437)	-0.48564	-0.03511 (0.034068)	-1.03064
X <sub>12</sub>	0.08258*** (0.014469)	5.707478	-0.23231** (0.10683)	-2.17452
X <sub>13</sub>	-0.00114 (0.015726)	-0.07222	-0.01621 (0.056117)	-0.28878
X <sub>14</sub>	-0.80594*** (0.080872)	-9.96567	1.925245** (0.92973)	2.070756
X <sub>15</sub>	0.001392 (0.001221)	1.140224	-0.00437 (0.00443)	-0.98632
X <sub>16</sub>	-0.19202*** (0.108909)	-1.76315	0.537405 (0.467903)	1.148541
X <sub>17</sub>	0.017675*** (0.003834)	4.609776	-0.02716 (0.022931)	-1.18454
C	-1.48226*** (0.217441)	-6.81683	2.745997 (1.712448)	1.603551
<b>Araç Değişkenler</b>				
Z <sub>1</sub>	-0.02408*** (0.008206)	-2.93455		
Z <sub>1t-1</sub>	0.008636 (0.007858)	1.098945		
Yıl Sabit Etkisi	Var		Var	
Gözlem Sayısı	770		770	
R <sup>2</sup>	0.52728		0.478646	
Düzeltilmiş R <sup>2</sup>	0.508755		0.458945	
F-istatistiği	28.46242***		24.29637***	

\*\*\*, \*\*, \* sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyinde anlamlı olduğunu ifade etmektedir.

Model 1’de bağımlı değişken firmaların nakit kar payı ödeme olasılıkları üzerinde sürü etkisini araştırabilmek için literatür takip edilerek oluşturulmuştur. Buna göre bağımlı değişken, firma ilgili yılda nakit kar payı dağıtmış ise “1”; dağıtmamış ise “0” değerini almıştır ve bu model bir doğrusal olasılık modelidir. Tablo 14’de görüldüğü üzere, doğrusal olasılık modelinin F istatistiği %1’de anlamlıdır ve tahmin edilen modelin istatistiki açıdan anlamlı olduğunu göstermektedir. Modelin açıklama gücü olan ( $R^2$ ) determinasyon değerinin yaklaşık %47 olması ise açıklayıcı değişkenlerin bağımlı değişkendeki değişimleri %47 oranında açıkladığını göstermektedir. Bunun yanında tahmin sonuçlarında firmaların nakit kar payı dağıtma olasılıkları üzerinde öncü firma kar dağıtım ortalaması ( $Y_2$ ) katsayısının %5 anlamlılık seviyesinde pozitif etkiye sahip olması, sürü etkisi olduğuna dair istatistiksel olarak anlamlı kanıtlar sunmaktadır. Elde edilen diğer bulgularda, firmaların nakit kar payı dağıtma olasılıkları üzerinde firmanın geçmiş dönem nakit kar payı dağıtım kararlarının ( $Y_{1t-1}$ ), toplam aktif büyüklüğünün ( $X_1$ ) ve yaşının ( $X_8$ ) katsayılarının %1 anlamlılık seviyesinde; firma karlılığının ( $X_4$ ) ve öncü firma borçlanma oranı ortalamasının ( $X_{14}$ ) katsayılarının %5 anlamlılık seviyesinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı etkiye sahip oldukları tespit edilmiştir. Bununla birlikte firma borçlanma düzeyinin ( $X_6$ ), öncü firma aktif büyüklüğü ortalamasının ( $X_{10}$ ) ve öncü firmaların karlılıklarının ortalamasının ( $X_{12}$ ) katsayılarının ise %5 anlamlılık seviyesinde negatif ve istatistiksel olarak anlamlı etkiye sahip oldukları saptanmıştır. Elde edilen bulgularda geçmiş dönem nakit kar payı dağıtım kararının mevcut nakit kar payı dağıtım kararı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı pozitif etkisinin olması, firmaların istikrarlı nakit kar payı ödemekten yana olduklarını doğrulamaktadır. Bunun yanında büyük aktif yapısına sahip karlı, finansal riski düşük ve olgunluk dönemindeki firmaların nakit kar payı dağıtacağı yönündeki varsayımların geçerli olduğu görülmektedir. Finansal anlamda anlamlı olan bu sonuçlarla birlikte kullanılan model bir doğrusal olasılık modelidir.

Daha önce yöntem kısmında belirtildiği gibi doğrusal olasılık modellerinde  $X$  veriyken  $Y$ ’nin gerçekleşmesinin koşullu olasılığı ölçülmektedir. Buna göre  $E\left(\frac{Y_i}{X_i}\right)$  zorunlu olarak 1 ve 0 arasında olmalıdır. Bu bir varsayımdır ve  $E\left(\frac{Y_i}{X_i}\right)$ ’nin tahmin edicilerinin ( $\hat{Y}_i$ ) bu koşulu sağlayacağı kesin değildir. Bu durum sıradan en küçük kareler (SEK) tahmincisinin  $0 \leq E(Y_i) \leq 1$  sınırlamasını dikkate almamasından kaynaklanmaktadır.  $\hat{Y}_i$ ’nin 0 ve 1 arasında olup olmadığı iki şekilde anlaşılabilir. Bunlardan ilki doğrusal

olasılık modelini SEK ile tahmin edip  $\hat{Y}_i$ 'nin 0 ve 1 arasında olup olmadığına bakmaktır. Bu durumda 0'dan büyük olanlar "0" ve 1'den büyük olanlar "1" varsayılabilir. Fakat bu yöntem pek etkin sonuçlar üretmemekle birlikte, farklı tahmin tekniklerini kullanmak daha doğru olacaktır (Gujarati, 2003: 582-583). Nitekim analiz kapsamında  $\hat{Y}_1$  değerlerine bakıldığında tahmin değerlerinin 0 ve 1 aralığında olmadığı görülmüştür.

Tahmin edilen  $\hat{Y}_i$ 'nin 0 ve 1 arasında olup olmadığını anlamının ikinci yolu ise bu koşulu sağlayan bir tahmin tekniği kullanmaktır (Gujarati, 2003: 583). Bu nedenle, literatürde firmaların nakit kar payı dağıtma olasılıkları üzerinde sürü etkisini araştıran çalışmalarda panel lojistik regresyon analizi yöntemi, 2AEKK tahmin sonuçlarını desteklemek için kullanılmıştır (Qui, 2013; Egan, 2013; Huang and Paul, 2016). Araştırma kapsamında panel lojistik regresyon analizi sonuçları Tablo 15'deki gibidir:

**Tablo 15: Firmaların Kar Payı Dağıtma Olasılığına İlişkin Panel Lojistik Regresyon Analizi Sonuçları**

Model 1						
Bağımlı Değişken: Pr (Y <sub>1</sub> )						
Bağımsız Değişkenler	Sabit Etkiler			Tesadüfi Etkiler		
	Katsayı (Standart Hata)	Odds Oranı	z istatistiği	Katsayı (Standart Hata)	Odds oranı	z istatistiği
<b>Firma Karakteristikleri</b>						
Y <sub>1t-1</sub>	0.5499902 ** (0.2785702)	1.733236	1.97	1.525164*** (0.299154)	4.595897	5.10
X <sub>1</sub>	-1.005738* (0.523846)	0.365775	-1.92	0.6298855*** (0.1824)	1.877396	3.45
X <sub>2</sub>	0.5409207*** (0.2078317)	1.717587	2.60	0.4198387*** (0.1244084)	1.521716	3.37
X <sub>3</sub>	-0.0288664 (0.0868068)	0.971546	-0.33	-0.013531 (0.0866687)	0.98656	-0.16
X <sub>4</sub>	11.19399*** (1.989482)	72691.9	5.63	10.21812*** (1.563938)	27395.2	6.53
X <sub>5</sub>	0.0938614 (0.3857072)	1.098407	0.24	-0.1236966 (0.3662516)	0.883647	-0.34
X <sub>6</sub>	-6.136085** (2.47385)	0.002163	- 2.48	-7.660485*** (2.036397)	0.000471	-3.76
X <sub>7</sub>	-0.0803086 (0.0664993)	0.922832	-1.21	-0.0021541 (0.0176243)	0.997848	-0.12
X <sub>8</sub>	1.35375* (0.8179893)	3.871918	1.65	1.565225** (0.6623744)	4.783753	2.36
X <sub>9</sub>	-0.08321 (0.1554706)	0.920158	-0.54	-0.1404544 (0.1131034)	0.868963	-1.24
<b>Sektör Ortalamaları</b>						
Y <sub>2</sub>	-1.983431 (1.344934)	0.137596	-1.47	-1.613285 (1.183265)	0.199232	-1.36
X <sub>10</sub>	0.0038673 (0.8721542)	1.003875	0.00	-0.3559847 (0.4530825)	0.700483	-0.79
X <sub>11</sub>	-0.6718255* (0.4072623)	0.510775	-1.65	-0.1642522 (0.2852373)	0.848528	-0.58
X <sub>12</sub>	0.5000682 (0.4393312)	1.648834	1.14	0.3376748 (0.4420669)	1.401685	0.76
X <sub>13</sub>	-0.3656705 (0.4966379)	0.693731	-0.74	-0.1524018 (0.461684)	0.858643	-0.33
X <sub>14</sub>	2.779952 (6.991466)	16.11825	0.40	-1.218916 (5.525959)	0.295551	-0.22
X <sub>15</sub>	0.1341349 (0.1671629)	1.143547	0.80	0.0368025 (0.0628928)	1.037488	0.59
X <sub>16</sub>	-2.407236* (1.146159)	0.090064	-2.10	-2.563392*** (0.9438286)	0.077043	-2.72
X <sub>17</sub>	0.3179544* (0.1661538)	1.374314	1.91	0.1694624 (0.1243152)	1.184668	1.36
C				-3.983776 (7.700688)		-0.52
<b>Gözlem Sayısı</b>	450			770		
<b>LR/Wald chi2(19)</b>	116.33			114.60		
<b>Prob&gt;chi2</b>	0.0000			0.0000		
<b>Log Likelihood</b>	-129.95661			-275.20616		
<b>Pseudo R2</b>	0.30919691			0.24061252		
<b>Hausman Testi</b>	38.12					
<b>Prob&gt; chi2</b>	(0.0057)					

\*\*\*, \*\*, \* sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyinde anlamlı olduğunu ifade etmektedir.

Tablo 15 firmaların nakit kar payı dağıtma olasılıkları üzerinde sürü etkisinin araştırıldığı model 1'in panel lojit tahmin sonuçlarını göstermektedir. Tahmin yapılırken sabit ve tesadüfi etkiler modelleri arasında tercih yapabilmek için Hausman testi yapılmıştır. Hausman testi sonuçlarına göre (Hausman test istatistiği 38.12; p değeri: 0.0057) %1 anlamlılık seviyesinde, “tesadüfi etkiler mevcuttur” şeklindeki  $H_0$  hipotezi reddedilmiş ve sabit etkiler tahmincisinin tutarlı olacağı kanaatine varılmıştır. Yalnız sabit etkiler birim ortalamalarından fark alarak dönüşüm yaptığı için birim ortalamaları kendisine eşit olanları otomatik olarak modelden düşürmüştür ve bu nedenle kesit sayısı 77'den 45'e düşerken, gözlem sayısı 770'den 450'ye düşmüştür. Sabit etkiler tahmincisinde birim sayısının (45 birimin) imalat sanayiini temsil etmesi ve bize sektörün geneli için bilgi vermesi konusunda yetersiz kalacağı düşüncesiyle Tablo 15'de tüm birimlerin dikkate alındığı tesadüfi etkiler tahmincisinin tahmin sonuçlarına da yer verilmiştir. Tablo 15'de görüldüğü üzere, sabit ve tesadüfi etkiler tahminlerinde lojit modelin anlamlılığını ifade eden LR chi2 ve Wald chi2 testlerinin sonuçlarının olasılık değerleri modelin anlamlı olduğu göstermektedir. Pseudo  $R^2$  değeri sabit etkiler tahmin sonuçlarında %31, tesadüfi etkiler tahmin sonuçlarında %24'tür. Bunun yanında tahmin sonuçlarında  $Y_2$  değişkeninin katsayısının hem sabit etkiler hem de tesadüfi etkiler tahmincilerine göre istatistiksel olarak anlamsız olması firmaların nakit kar payı dağıtma olasılıkları üzerinde sürü etkisinin olmadığını göstermektedir. Araştırmadan elde edilen diğer bulgularda firmaların nakit kar payı dağıtma olasılıkları üzerinde firmanın geçmiş dönem nakit kar payı dağıtım kararlarının ( $Y_{1t-1}$ ), toplam aktif büyüklüğünün ( $X_1$ ), likidite durumunun ( $X_2$ ), karlılığının ( $X_4$ ) ve yaşının ( $X_8$ ) pozitif; firmanın borçlanma düzeyinin ( $X_6$ ) ve öncü firmaların yaşının ( $X_{16}$ ) ise negatif etkili olduğu tespit edilmiştir. Elde edilen bulgular doğrusal olasılık modelinden elde edilen sonuçlarla benzerdir. Bu sonuçlar firmaların istikrarlı nakit kar payı ödemekten yana olduklarını ve büyük aktif yapısına sahip, likidite sıkıntısı yaşamayan, karlı, finansal riski düşük ve olgunluk dönemindeki firmaların nakit kar payı dağıtacağı yönündeki varsayımların geçerli olduğunu göstermektedir. Bu bulguların yanında tahminde içsellik sorunu göz ardı edildiğinden sonuçların yansız olduğunu söylemek doğru olmayacaktır.

İçsellik sorunu daha önce de ifade edildiği üzere bağımsız değişkenlerden bir veya birkaçının hata terimiyle ilişkili olmasıdır. Bu tür durumlarda tahminler tutarsız olmakta ve yanlış sonuçlar üretmektedir. Model 1'de içsellik problemi olduğu daha önce yapılan

içsellik testi ile belirlenmiştir. Bu nedenle, panel lojit tahmini sonucu elde edilen verilerin tutarlı ve etkin olduğunu söylemek doğru bir yaklaşım olmayacaktır. Tahmin edilen doğrusal olasılık modeli ve panel lojit tahminlerinin sonuçlarının güvenilirlikleri ile ilgili kaygılar model 2 tahminini gerekli kılmıştır.

Nakit kar payı dağıtım oranının bağımlı değişken olarak kullanıldığı model 2, hem tahmin değerlerini 0 ve 1 aralığında kısıtlamaması hem de içselliği göz önünde bulundurması nedeniyle daha tutarlı ve etkin sonuçların elde edilmesini sağlayacaktır. Model 2'ye ait Hausman içsellik sınaması sonuçları şöyledir:

**Tablo 16: Firmaların Kar Payı Dağıtma Kararlarına İlişkin Hausman İçsellik Testi Sonucu**

Model 2	Katsayılar	Karar
Hausman İçsellik Testi	-2.1148*** (0.000)	H <sub>0</sub> Red
***, %1 anlamlılık düzeyinde anlamlı olduğunu ifade etmektedir.		

Tablo 16'da elde edilen sonuçta katsayının % 1 anlamlılık seviyesinde anlamlı olduğu saptanmıştır. Bu sonuç H<sub>0</sub>'ın red edilmesi gerektiğini, yani Y<sub>4</sub>'ün içsel değişken olduğunu ifade etmektedir. Modelin aşırı belirlenme testi sonuçları ise aşağıdaki gibidir.

**Tablo 17: Firmaların Kar Payı Dağıtma Kararlarına İlişkin Aşırı Belirlenme Testi Sonucu**

Model 2	$nR^2 \sim \chi^2_{(1,0.10)}$	Karar
Aşırı Belirlenme Testi	0.00616 < 2.70554	H <sub>0</sub> Kabul

Tablo 17'de test sonuçlarının tablo kritik değerinden düşük olması, araç değişkenlerin dışsal olduğunu ifade etmektedir. Ayrıca, Tablo 18'de 2AEKK tahmininin birinci aşama test sonuçlarında araç değişkenlerin katsayılarının %1 anlamlılık seviyesinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı olması araç değişkenlere ilişkin kritik aşamaların geçildiğini ifade etmektedir.

**Tablo 18: Firmaların Kar Payı Dağıtma Kararlarına İlişkin 2AEKK Tahmin Sonuçları**

Model 2	Birinci Aşama		İkinci Aşama	
Bağımlı Değişken	Y <sub>4</sub>		Y <sub>3</sub>	
Bağımsız Değişkenler	Katsayılar (Dirençli Standart Hata)	t-istatistiği	Katsayılar (Dirençli Standart Hata)	t-istatistiği
<b>Firma Karakteristikleri</b>				
Y <sub>3t-1</sub>	-0.009934** (0.004612)	-2.153873	0.290177*** (0.098754)	2.938395
X <sub>1</sub>	-0.000858 (0.004090)	-0.209844	0.049040*** (0.010419)	4.706752
X <sub>2</sub>	-0.003758 (0.004028)	-0.932991	0.038405* (0.021299)	1.803125
X <sub>3</sub>	-0.012161*** (0.004957)	-2.453481	0.026522 (0.018551)	1.429732
X <sub>4</sub>	0.046240*** (0.016973)	2.724295	0.030665 (0.081787)	0.374942
X <sub>5</sub>	0.024829* (0.014164)	1.752965	-0.067762** (0.028698)	-2.361162
X <sub>6</sub>	-0.015528 (0.028132)	-0.551985	-0.264600*** (0.099218)	-2.666850
X <sub>7</sub>	0.000227 (0.000368)	0.615932	-0.000300 (0.000638)	-0.469736
X <sub>8</sub>	-0.000533 (0.034609)	-0.015398	0.060212 (0.067991)	0.885588
X <sub>9</sub>	0.000575 (0.000864)	0.665501	0.002471 (0.001668)	1.481580
<b>Sektör Ortalamaları</b>				
Y <sub>4</sub>			1.377982*** (0.489387)	2.815728
X <sub>10</sub>	0.060396* (0.034385)	1.756439	-0.124893** (0.064137)	-1.947284
X <sub>11</sub>	0.002909 (0.041275)	0.070483	-0.043299 (0.036809)	-1.176306
X <sub>12</sub>	0.159042** (0.072837)	2.183530	-0.070114 (0.072645)	-0.965158
X <sub>13</sub>	0.011324 (0.031691)	0.357310	0.011143 (0.049453)	0.225335
X <sub>14</sub>	-0.692283** (0.272861)	-2.537129	0.644849 (0.450103)	1.432669
X <sub>15</sub>	0.000517 (0.003358)	0.154097	-0.000908 (0.004292)	-0.211625
X <sub>16</sub>	0.026031 (0.278204)	0.093569	0.230452 (0.262404)	0.878236
X <sub>17</sub>	0.003945 (0.010735)	0.367500	0.002626 (0.011533)	0.227724
C	-0.750761 (0.875603)	-0.857422	0.304236 (0.778669)	0.390713
<b>Araç Değişkenler</b>				
Z <sub>1</sub>	-0.058483*** (0.017261)	-3.388068		
Z <sub>1t-1</sub>	0.132017* (0.070231)	1.879769		
Yıl Sabit Etkisi	Var		Var	
Gözlem Sayısı	770		770	
R <sup>2</sup>	0.498801		0.223591	
Düzeltilmiş R <sup>2</sup>	0.479160		0.194253	
F-istatistiği	25.39517***		7.621209***	

\*\*\*, \*\*, \* sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyinde anlamlı olduğunu ifade etmektedir.

Tablo 18’de görüldüğü üzere, modelin anlamlılığını ifade eden F testinin sonucu modelin anlamlı olduğu göstermektedir. Modelin açıklama gücü olan ( $R^2$ ) determinasyon katsayısının değerinin yaklaşık %22 civarında olması ise açıklayıcı değişkenlerin bağımlı değişkendeki değişimleri yaklaşık olarak %22 oranında açıkladığını göstermektedir.

İkinci aşama tahmin sonuçlarında öncü firmaların ortalama nakit kar payı dağıtım oranı katsayısı yaklaşık 1,38 ve %1 anlamlılık seviyesinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı tespit edilmiştir. Öncü firmaların ortalama nakit kar payı dağıtım oranında meydana gelen 1 birimlik bir artış, firmaların nakit kar payı dağıtım oranını 1,38 birim artırmaktadır. Bu sonuç 2003-2013 döneminde imalat sanayiindeki 77 firmanın sürü etkisine göre nakit kar payı dağıtım kararı aldıklarını ortaya koymaktadır. Elde edilen bulgu Popadak (2012), Adhikari (2013), Qiu (2013) ve Huang ve Paul (2016) gibi araştırmacılar tarafından kar payı dağıtım kararlarında sürü etkisinin incelendiği çalışmaların sonuçları ile uyumluluk göstermektedir. Elde edilen sonucun olası sebepleri yöneticilerin kariyer endişelerine bağlı olarak saygınlıklarını kaybetmek istememeleri veya rekabeti azaltmak istemeleri nedeniyle diğer firmaları taklit etmeleri olabilir. Yöneticiler performansa göre ilave teşvikler aldıklarından (örneğin elde tutma primi gibi), kendi kararlarının hissedarlar tarafından sektör ortalaması ile karşılaştırılabileceği düşüncesiyle sektör ortalamasına göre hareket etmeyi tercih edebilmektedirler.

Elde edilen diğer bulgularda firmaların nakit kar payı dağıtım kararları üzerinde firmaların geçmiş dönem nakit kar payı dağıtım kararlarının ( $Y_{3t-1}$ ) ve toplam aktif büyüklüğünün ( $X_1$ ) istatistiksel olarak %1 anlamlılık düzeyinde; likidite durumunun ( $X_2$ ) %10 anlamlılık düzeyinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı etkiye sahip oldukları tespit edilmiştir. Bununla birlikte firmaların nakit kar payı dağıtım kararları üzerinde borçlanma düzeyinin ( $X_6$ ) %1, büyüme fırsatlarının ( $X_5$ ) ve öncü firmaların aktif değerinin ( $X_{10}$ ) %5 anlamlılık seviyesinde negatif ve istatistiksel olarak anlamlı etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir.

İkinci aşama tahmin sonuçlarında, firmaların nakit kar payı ödeme kararları üzerinde önceki dönem nakit kar payı dağıtım kararlarının pozitif etkiye sahip olması, geçmiş dönem nakit kar payı dağıtım kararlarının cari dönem kar payı dağıtım kararları için önemli bir belirleyici olduğunu göstermektedir. Elde edilen sonuç Qui (2014)



tarafından da desteklenmekle birlikte yöneticilerin nakit kar payı politikalarında istikrardan yana olduklarını ortaya koymaktadır. Firmaların nakit kar payı ödeme kararları üzerinde toplam aktif değerinin pozitif etkiye sahip olması, aktif değerleri büyük olan firmaların daha fazla nakit kar payı dağıtma eğilimi gösterdiği anlamına gelmektedir. Bu bulgu Kuzucu (2015), Yıldız ve diğerleri (2014) ve Fama ve French (2001) tarafından elde edilen bulgularla örtüşmektedir. Bunun yanında firmaların nakit kar payı ödeme kararları üzerinde likidite durumunun pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı etkiye sahip olduğu saptanmıştır. Bu sonuç Yıldız ve diğerleri (2014); Ho (2003); Patra ve diğerleri (2012)'nin bulguları ile örtüşmektedir. Likidite firmaların nakit akışını ifade etmesi açısından önemlidir. Kar payı dağıtımını dışı doğru bir nakit akışını ifade ettiğinden, yeterli nakit akışına sahip olmayan firmaların nakit kar payı dağıtımları beklenemez.

Analiz sonucunda ilave olarak, firmaların finansal riskinin bir göstergesi olan borçlanma düzeylerinin nakit kar payı dağıtım kararları üzerinde negatif ve istatistiksel olarak anlamlı etkiye sahip olduğu görülmüştür. Benzer şekilde, Kuzucu (2015) da borçlanma düzeyleri ve kar payı dağıtım kararları arasında negatif ilişki saptamıştır. Elde edilen sonuç yüksek düzeyde borçlanan firmaların, sağladıkları fonları öncelikli olarak borçlarının finansmanında kullandıklarını göstermektedir. Bu sebeple yüksek kaldıraç oranlarına sahip firmaların nakit kar payı ödemelerini beklemek doğru bir yaklaşım olmayacaktır. Bunun yanında, öncü firma aktif büyüklüğünün nakit kar dağıtım kararı üzerinde negatif etkiye sahip olması ise, kendisinden düşük aktif büyüklüğüne sahip öncü firmaların olduğu sektördeki firmaların daha fazla nakit kar payı dağıttığını göstermektedir.

Elde edilen bulgular birlikte değerlendirildiğinde, firmaların nakit kar payı dağıtım kararlarında sektör ortalamasına göre hareket ederek sürü davranışı gösterdikleri görülmektedir. Bununla birlikte firmaların geçmiş dönem nakit kar payı dağıtım kararlarının mevcut nakit kar payı dağıtım kararları üzerinde etkili olması, yöneticilerin istikrarlı kar payı ödemekten yana olduklarını göstermektedir. Aynı zamanda büyük aktif yapısına sahip, likidite sıkıntısı yaşamayan, finansal riski düşük ve bununla birlikte büyüme fırsatları az olan firmalar nakit kar payı dağıtmaktadır şeklinde elde edilen bulgular teorik varsayımları doğrulamaktadır.

### 5.8.2. Aşırı Güven Etkisine İlişkin Bulgular

Davranışsal finansın özünü bireylerin her zaman rasyonel davranmadığı varsayımı oluşturmaktadır. Aşırı güven davranışı, bu varsayımın önemli belirleyicilerinden birisini oluşturmakla birlikte, firmaların nakit kar payı dağıtma olasılıkları üzerinde etkili olabileceği düşünülen bir diğer davranışsal önyargıdır. Tablo 19 aşırı güven davranışının firmaların nakit kar payı dağıtma olasılığı üzerindeki etkisinin araştırıldığı model 3'ün panel lojit tahmini sonuçlarını göstermektedir.



**Tablo 19: Aşırı Güven Etkisine (AG<sub>1</sub>) İlişkin Panel Lojistik Regresyon Analizi  
Sonuçları**

Model 3						
Bağımlı Değişken:	Pr (Y <sub>1</sub> ) <sup>2</sup>					
	Sabit Etkiler			Tesadüfi Etkiler		
Bağımsız Değişkenler	Katsayı (Standart Hata)	Odds Oranı	z istatistiği	Katsayı (Standart Hata)	Odds Oranı	z istatistiği
AG <sub>1</sub>	-0.4866173 (0.4162471)	0.6147022	-1.17	-0.2460379 (0.3433484)	0.7818926	-0.72
Y <sub>1t-1</sub>	0.4352086* (0.2636912)	1.545285	1.65	1.439235*** (0.2955312)	4.217469	4.87
X1	-0.315282 (0.3677111)	0.7295825	-0.86	0.5075604*** (0.1612679)	1.661233	3.15
X2	0.2936922 (0.2111017)	1.341371	1.39	0.0949742 (0.1372239)	1.09963	0.69
X4	9.559283*** (1.869632)	14175.68	5.11	10.02381*** (1.499892)	22557.19	6.68
X5	-0.13396 (0.3523307)	0.8746251	-0.38	-0.1738211 (0.3635335)	0.8404473	-0.48
X6	-4.822335** (2.008934)	0.008048	-2.40	-5.82834*** (1.413623)	0.002943	-4.12
X7	-0.059504 (0.061117)	0.9422317	-0.97	0.0013578 (0.0161705)	1.001359	0.08
X8	0.3053492 (0.4828061)	1.357099	0.63	0.4585022 (0.4464362)	1.581703	1.03
X9	-0.078555 (0.1381484)	0.9244511	-0.57	-0.0906035 (0.1059749)	0.9133798	-0.85
C				-10.42223*** (3.305415)	0.0000298	-3.15
Gözlem Sayısı	450			770		
LR chi2(10)/ Wald chi2(10)	100.49			116.41		
Log Likelihood	-137.87729			-279.27329		
Prob>chi2	0.0000			0.0000		
Pseudo R2	0.26709341			0.22938991		
Hausman Testi Prob>chi2	34.80 (0.0001)					

\*\*\*, \*\*, \* sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyinde anlamlı olduğunu ifade etmektedir.

<sup>2</sup> Aşırı güven davranışının kar payı dağıtım kararları üzerindeki etkisine ilişkin literatür ve teorik açıklamalar genel olarak aşırı güvenli yöneticilerin daha az kar payı ödediklerini ileri sürmektedir. Buradan hareketle model 3 ve 4 için bağımlı değişken her bir sektörün kar payı dağıtım oranının medyan değeri esas alınarak medyan değer üzerinde kar payı ödeyenler "1" ve medyan değer altında kar payı ödeyenler için "0" şeklinde sınıflandırma yapılarak değişken oluşturulmuş ve tahminler yapılmıştır. Fakat sonuçlarda değişiklik olmadığı, yani yöneticilerin nakit kar payı dağıtım kararlarında yine aşırı güvenli davranmadıkları tespit edildiği için raporlanmamıştır.

Model 3’de aşırı güven göstergesi olarak aşırı yatırım oranı kullanılmıştır. Tahmin yapılırken sabit ve tesadüfi etkiler modelleri arasında tercih yapabilmek için Hausman testi yapılmıştır. Hausman testi sonuçlarına göre (Hausman test istatistiği 34.80; p değeri: 0.0001) %1 anlamlılık seviyesinde, “tesadüfi etkiler mevcuttur” şeklindeki  $H_0$  hipotezi reddedilmiş ve sabit etkiler tahmincisinin tutarlı olacağı kanaatine varılmıştır. Yalnız daha önce de ifade edildiği gibi sabit etkiler birim ortalamalarından fark alarak dönüşüm yaptığı için gözlem sayısında azalma olmuştur. Bundan dolayı tabloda hem sabit etkiler hem de tesadüfi etkiler tahmincilerine yer verilmiştir. Nakit kar payı dağıtım kararları üzerinde aşırı güven etkisinin analiz sonuçlarını ortaya koyan Tablo 19’da, LR chi2 ve Wald chi2 istatistiği sonuçları modellerin anlamlı olduğunu göstermektedir. Pseudo  $R^2$  değeri ise sabit etkiler tahmini için %26, tesadüfi etkiler tahmini için %23’tür. Elde edilen bulgularda  $AG_1$  değişkeninin katsayısının istatistiksel olarak anlamsız olması Türkiye’de imalat sanayiinde faaliyet gösteren firmaların yöneticilerinin nakit kar payı dağıtım kararlarında aşırı güven önyargısıyla hareket etmediklerini göstermektedir. Bulgular aynı zamanda yöneticilerin yaptıkları aşırı yatırımların nakit kar payı dağıtım kararları üzerinde bir etkisi olmadığını göstermektedir. Bu konuda benzer sonuçlar elde eden Yıldız ve diğerleri (2014), durumu söz konusu dönemde Türkiye’nin elde ettiği büyüme oranlarına paralel olarak, ekonomi içinde aynı yönde büyüyen firmaların güçlü bir yapıya ve istikrarlı nakit akışlarına sahip olmalarına bağlamıştır. Bu sonuç firmaların yatırımlarının, başarılarının bir göstergesi olarak, nakit kar payı dağıtım olasılıklarını etkilemediğini göstermektedir.

Ayrıca, Model 3’de, firmaların nakit kar payı ödeme olasılıkları üzerinde geçmiş dönem nakit kar payı ödeme kararı ( $Y_{1t-1}$ ), toplam aktif değeri ( $X_1$ ) ve karlılık ( $X_4$ ) değişkenlerinin katsayılarının %1 anlamlılık seviyesinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı etkiye sahip oldukları saptanmıştır. Bununla birlikte firmaların nakit kar payı ödeme olasılığı üzerinde kaldıraç oranı değişkeni ( $X_6$ ) katsayısının ise %1 anlamlılık seviyesinde negatif ve istatistiksel olarak anlamlı etkiye sahip olduğu bulunmuştur. Elde edilen bulgular nakit kar payı dağıtım kararlarında sürü etkisinin araştırıldığı 2AEKK tahmin sonuçları ile benzerdir. Bunun yanında, daha önce elde edilen sonuçlardan farklı olarak, firmaların karlılığının nakit kar payı ödeme olasılığı üzerinde %1 anlamlılık seviyesinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı etkiye sahip olduğu bulunmuştur. Bu bulgu Fama ve French (2001) ve Kirkulak ve Kurt (2010) tarafından da desteklenmektedir.

Elde edilen sonuç daha önce de ifade edildiği gibi düzenli kar elde eden firmaların nakit kar payı ödemeye istekli olacakları yönündeki varsayımı desteklemektedir.

Aşırı güven davranışı, yöneticilerin aşırı borçlanma maliyetleri ve bunun neticesinde ortaya çıkabilecek iflas olasılıklarını düşük tahmin etmelerine neden olmaktadır. Normal koşullarda firmaların aşırı borçlanma oranları ve nakit kar payı dağıtım kararları arasında negatif bir ilişki olmalıdır. Çünkü fazla uzun vadeli borçlanmaya giden firmaların borçlanma maliyetlerinden dolayı nakit kar payı dağıtması beklenemez. Aşırı borçlanma oranının aşırı güven göstergesi olarak kullanıldığı model 4'ün tahmin sonuçları Tablo 20'deki gibidir.



**Tablo 20: Aşırı Güven Etkisine (AG<sub>2</sub>) İlişkin Panel Lojistik Regresyon Analizi  
Sonuçları**

Model 4						
Bağımlı Değişken:	Pr (Y <sub>1</sub> )					
	Sabit Etkiler			Tesadüfi Etkiler		
Bağımsız Değişkenler	Katsayı (Standart Hata)	Odds Oranı	z istatistiği	Katsayı (Standart Hata)	Odds Oranı	z istatistiği
AG <sub>2</sub>	-0.4842192 (0.4129793)	.6161781	-1.17	-0.3927644 (0.3662024)	.6751878	-1.07
Y <sub>1t-1</sub>	0.4516198 * (0.2642312)	1.570855	1.71	1.555117*** (0.3005262)	4.735641	5.17
X1	-0.3848691 (0.3514458)	.6805397	-1.10	0.5671959*** (0.159779)	1.763316	3.55
X2	0.5268499*** (0.1972679)	1.693589	2.67	0.3916477*** (0.1202599)	1.479416	3.26
X4	10.08199*** (1.846457)	23908.49	5.46	9.740295*** (1.474)	16988.55	6.61
X5	-0.042312 (0.3543108)	.9585706	-0.12	-0.0793697 (0.3559402)	.9236984	-0.22
X6	-4.410246* (2.640373)	.0121522	-1.67	-5.957051*** (2.239287)	.0025875	-2.66
X7	-0.0483523 (0.0612494)	.9527981	-0.79	-0.0084953 (0.0157821)	.9915407	-0.54
X8	0.2366962 (0.4773628)	1.267056	0.50	0.4148313 (0.4413758)	1.514115	0.94
X9	-0.1173754 (0.1416165)	.8892513	-0.83	-0.1685904 (0.1063329)	.8448549	-1.59
C				-13.47105*** (3.273713)	1.41e-06	-4.11
Gözlem Sayısı	450			770		
LR chi2(10)/ Wald chi2(10)	100.48			117.30		
Log Likelihood	-137.88464			-281.20516		
Prob>chi2	0.0000			0.0000		
Pseudo R2	0.26705432			0.22405923		
Hausman Testi Prob>chi2	35.56 0.0001					

\*\*\*, \*\*, \* sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyinde anlamlı olduğunu ifade etmektedir.

Model 4 tahmin edilirken sabit ve tesadüfi etkiler modelleri arasında tercih yapabilmek için Hausman testi yapılmıştır. Hausman testi sonuçlarına göre (Hausman test istatistiği 35.56; p değeri: 0.0001) %1 anlamlılık seviyesinde, “tesadüfi etkiler mevcuttur” şeklindeki  $H_0$  hipotezi reddedilmiş ve sabit etkiler tahmincisinin tutarlı olacağı kanaatine varılmıştır. Tablo 20’de gözlem kaybindan dolayı her iki tahmincinin de sonuçlarına yer verilmiştir. LR chi2 ve Wald chi2 istatistikleri modelin anlamlı olduğunu göstermektedir. Pseudo  $R_2$  değeri ise sabit etkiler tahmincisi için %26, tesadüfi etkiler tahmincisi için %22’dir. Bunun yanında aşırı güven ölçütü olarak aşırı borçlanma düzeyinin kullanıldığı model 4’ün tahmin sonuçları, firmaların nakit kar payı dağıtma olasılıkları üzerinde yöneticilerin aşırı güven davranışının ( $AG_2$ ) etkisi olmadığını göstermektedir. Elde edilen bulgular model 3’ün tahmin sonuçlarıyla tutarlıdır. Araştırma kapsamında başka bir aşırı güven ölçütünün kullanılmış olması sonuçları değiştirmemiştir. Diğer katsayılara ilişkin bulgular ise sürü etkisinin ve aşırı güven etkisinin araştırıldığı önceki tahmin sonuçları ile benzerdir.

Aşırı güven göstergesi olarak uzun vadeli borçlanma düzeylerinin alındığı model 4’ün tahmin sonuçlarının olası nedenlerinden birisi, Türkiye’de firmaların uzun vadeli borçlanma olanaklarının kısıtlı olması olabilir. Çünkü örneklem kapsamında ortalama uzun vadeli borç oranı, ortalama değeri 0,42 olan toplam borç oranının yalnızca 0,11’ini oluşturmaktadır. Diğer taraftan, aşırı güven göstergesi olarak aşırı yatırım oranının kullanılması ve benzer sonuçlar alınması elde edilen bulgulardaki yanlılığı ortadan kaldırmaktadır. Aşırı güven önyargısına ilişkin elde edilen bulgular bir bütün olarak değerlendirildiğinde, yöneticilerin nakit kar payı dağıtım kararlarında aşırı güvenli davranmadıkları görülmektedir.

### **5.8.3. Catering Teorisinin Geçerliliğine İlişkin Bulgular**

Baker ve Wurgler (2004) yatırımcıların bazılarının zaman içerisinde değişebilen ve bilgiye dayalı olmayan bir yaklaşımla kar payı ödeyen firmaların paylarına yatırım yaptıklarını; yöneticilerin ise rasyonel olarak yatırımcıların taleplerini göz önünde bulundurarak kar payı dağıtım kararlarını şekillendirdiklerini ileri sürmüşlerdir. Catering yaklaşımı olarak bilinen bu yaklaşım aynı zamanda Baker ve diğerleri (2007)’nin irrasyonel yatırımcı-rasyonel yönetici varsayımının temellerinden birini oluşturmaktadır.

Bu çalışmada catering teorisinin geçerliliğinin tespiti için kar payı dağıtım kararlarında aşırı güven önyargısının araştırıldığı model 3 ve 4'e Baker ve Wurgler (2004) ve Cordeiro (2009) takip edilerek kar payı primi değişkeni ilave edilmiş ve model 5 ve 6'nın tahmin sonuçları Tablo 21'de sunulmuştur.





**Tablo 21: Catering Teorisinin Geçerliliğine İlişkin Panel Lojistik Regresyon Analizi Sonuçları**

Bağımlı Değişken:	Model 5						Model 6					
	Pr (Y <sub>1</sub> )						Pr (Y <sub>1</sub> )					
	Sabit Etkiler			Tesadüfi Etkiler			Sabit Etkiler			Tesadüfi Etkiler		
Bağımsız Değişkenler	Katsayı (Standart Hata)	Odds Oranı	z istatistiği	Katsayı (Standart Hata)	Odds Oranı	z istatistiği	Katsayı (Standart Hata)	Odds Oranı	z istatistiği	Katsayı (Standart Hata)	Odds Oranı	z istatistiği
AG <sub>1</sub>	-0.4680655 (0.4188184)	0.626213	-1.12	-0.2455679 (0.3433494)	0.78226	-0.72						
AG <sub>2</sub>							-0.4900006 (0.4136466)	0.612626	-1.18	-0.3942208 (0.3661321)	0.674205	-1.08
KPP	-0.1030521 (0.1577082)	0.90208	-0.65	-0.0119338 (0.1405036)	0.988137	-0.08	-0.0998556 (0.1578266)	.9049681	-0.63	0.0310449 (0.1381303)	1.031532	0.22
Y <sub>1,t-1</sub>	0.4529903* (0.2654632)	1.573009	1.71	1.4417*** (0.2969864)	4.227878	4.85	0.470485* (0.2663711)	1.60077	1.77	1.548513*** (0.3019571)	4.704469	5.13
X <sub>1</sub>	-0.366105 (0.3762252)	0.69343	-0.97	0.5065627*** (0.1616487)	1.659577	3.13	-0.4381468 (0.3616644)	0.645231	-1.21	0.5702652*** (0.1604185)	1.768736	3.55
X <sub>2</sub>	0.2895028 (0.2105943)	1.335763	1.37	0.0944924 (0.1373423)	1.099101	0.69	0.5251794*** (0.1972368)	1.690762	2.66	0.3915043*** (0.1202686)	1.479204	3.26
X <sub>4</sub>	9.589622*** (1.869166)	14612.35	5.13	10.03016*** (1.501712)	22700.98	6.68	10.10839*** (1.847161)	24548.08	5.47	9.72637*** (1.47564)	16753.62	6.59
X <sub>5</sub>	-0.1420702 (0.3516058)	0.86756	-0.40	-0.1745947 (0.3635077)	0.839797	-0.48	-0.0477245 (0.3529648)	0.953396	-0.14	-0.0774826 (0.3563854)	0.925443	-0.22
X <sub>6</sub>	-4.888727 ** (2.019119)	0.007531	-2.42	-5.83534*** (1.416472)	0.002922	-4.12	-4.396584* (0.2.646123)	0.012319	-1.66	-5.955395*** (2.238829)	0.002592	-2.66
X <sub>7</sub>	-0.0616148 (0.0608788)	0.940245	-1.01	0.0012734 (0.0162031)	1.001274	0.08	-0.0501553 (0.0609485)	0.951082	-0.82	-0.00822 (0.0158151)	0.991814	-0.52
X <sub>8</sub>	0.1277551 (0.5543686)	1.136275	0.23	0.4398831 (0.4973695)	1.552526	0.88	0.0672645 (0.5480872)	1.069578	0.12	0.4629044 (0.4900688)	1.588682	0.94
X <sub>9</sub>	-0.0894957 (0.1393363)	0.914392	-0.64	-0.0914137 (0.1063421)	0.91264	-0.86	-0.1286023 (0.1427096)	0.879324	-0.90	-0.1665516 (0.1068377)	0.846579	-1.56
C				-10.3509*** (3.409151)	0.000032	-3.04				-13.65556*** (3.377529)	1.17E-06	-4.04
Gözlem Sayısı	450			770			450			770		
LR chi2(11)/ Wald chi2(11)	100.92			116.39			100.88			117.44		
Prob>chi2	0.0000			0.0000			0.0000			0.0000		
Log Likelihood	-137.66284			-279.26969			-137.68355			-281.17991		
Pseudo R2	0.26823336			0.22939986			0.26812323			0.22412889		
Hausman Testi	34.70						35.03					
Prob>chi2	0.0003						0.0002					

\*\*\*, \*\*, \* sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyinde anlamlı olduğunu ifade etmektedir.

Tablo 21’de görüldüğü üzere model 5 ve 6 tahmin edilirken, sabit ve tesadüfi etkiler modelleri arasında tercih yapabilmek için Hausman testi yapılmıştır. Hausman testi sonuçlarına göre (Model 5 Hausman test istatistiği 34.70; p değeri: 0.0003 ve Model 6 Hausman test istatistiği 35.03; p değeri: 0.0002) %1 anlamlılık seviyesinde, “tesadüfi etkiler mevcuttur” şeklindeki  $H_0$  hipotezi reddedilmiş ve sabit etkiler tahmincisinin tutarlı olacağı kanaatine varılmıştır. Tabloda her iki tahminciye göre sonuçlara yer verilmiştir. Tahmin sonuçlarında LR chi2 ve Wald chi2 istatistiklerinin sonuçları her iki modelin de anlamlı olduğunu göstermektedir. Pseudo R2 değerleri ise her iki modelde sabit etkiler tahmincileri için yaklaşık %26, tesadüfi etkiler tahmincileri için %22’dir. Bunun yanında tüm tahminciler için firmaların kar payı priminin (KPP), yöneticilerin nakit kar payı dağıtma olasılıkları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin olmadığı, yani catering teorisinin geçerli olmadığı görülmektedir. Elde edilen bulgu yatırımcı tercihlerinin yöneticilerin nakit kar payı dağıtım kararlarından etkilenmediğini göstermektedir.

Catering teorisi daha önce de ifade edildiği üzere yatırımcıların psikolojik olarak kar payı ödeyen firmaların paylarına değişen oranlarda talep göstermelerini ifade etmektedir. Bununla birlikte yöneticiler de bu talepleri karşılamak amacıyla kar payı dağıtmayı tercih edebilmektedirler. Elde edilen bulgular ise Türkiye’de yatırımcıların yatırım kararlarında firmaların kar payı dağıtım kararlarını dikkate almadıklarını, yani Baker ve Wurgler (2004)’in irrasyonel yatırımcı varsayımını sağlamadıklarını göstermektedir. Buna ilaveten elde edilen bulgu imalat sanayii firma yöneticilerinin nakit kar payı dağıtım kararlarında yatırımcı taleplerini dikkate almadıklarını da ifade edebilir. Bunun olası nedenleri ise Türkiye’de bireysel yatırımcıların genellikle risklerini bir sonraki güne taşımamak için pozisyonlarını gün içinde kapatmaları ve sermaye kazancı için yatırım yapmaları olabilir. Bunun yanında arbitrajın yatırımcıların olası taleplerini önleme konusunda başarılı olması ve pay fiyatlarını etkilemesine izin vermemesi de bu sonuca neden olabilir. Modellerde elde edilen diğer katsayılara ilişkin bulgular ise aşırı güven ve sürü etkisinin araştırıldığı tahmin sonuçları ile benzerdir. Yani nakit kar payı ödemede istikrardan yana olan, büyük, karlı, likidite sıkıntısı yaşamayan, finansal riski düşük firmaların kar payı dağıtma olasılıkları yüksektir.

## SONUÇ VE ÖNERİLER

Davranışsal finans geleneksel finansın bazı varsayımlarına önemli eleştiriler getirmektedir. Etkin piyasalar hipotezinin ileri sürdüğü rasyonellik varsayımı ise bu eleştirilerin odak noktasıdır. Davranışsal finans, finansal konuları psikolojik ve sosyolojik yapıyla bir bütün olarak ele almaktadır. Davranışsal finans bu yönüyle finansal kararların pratiğe uygun bir yaklaşımla değerlendirilmesine imkan tanımaktadır. Bu noktada davranışsal finans, geleneksel finansın önemli varsayımlarından birisi olan piyasa etkinliğinin pratikte gerçeği yansıtmadığını ve piyasaları yenerik aşırı getiri sağlanabileceğini ileri sürmektedir. Ayrıca, geleneksel finansın ileri sürdüğü ortalama varyans portföy teorisine ilişkin yatırımcıların ve yöneticilerin portföy tercihlerini davranışsal açıdan ele almakta ve “davranışsal portföy teorisi”ni ileri sürmektedir. Benzer şekilde, varlık fiyatlandırma modellerinin davranışsal açıdan ele alınması gerektiğini belirtmekte ve “davranışsal varlık fiyatlandırma modeli”ni ileri sürmektedir. Tüm bu yaklaşımlar, yatırımcıların ve yöneticilerin “normal insan” varsayımı altında değerlendirilmesi gereğinden ve insanların finansal kararlarında önyargılarına ve duygularına kayıtsız kalamayacakları varsayımından hareketle ortaya çıkmıştır.

Davranışsal finansın artan önemi konunun boyutlarını da genişletmiştir. Öyle ki davranışsal finans günümüzde yalnızca yatırımcıların finansal kararlarını davranışsal açıdan sorgulamamakta; yatırımcı-yönetici etkileşimi üzerinden finansman, yatırım ve kar payı dağıtım kararlarını da davranışsal açıdan ele almaktadır. Örneğin, bir yatırım kararının alınmasında yatırımın sağlayacağı nakit akışlarının bugünkü değeri önemli bir karar alma kriteridir. Davranışsal kurumsal finans ise bu yatırımın gerçekleşmesinde nakit akışlarıyla birlikte yöneticilerin tutumlarının da etkili olduğunu ileri sürmektedir. Baker ve diğerleri (2007) davranışsal kurumsal finansa ilişkin en yeni önermeleri “rasyonel yatırımcı-irrasyonel yönetici” ve “irrasyonel yatırımcı-rasyonel yönetici” yaklaşımları şeklinde ortaya koymuşlardır. Bu yaklaşımlardan birincisi irrasyonel yöneticilerin firma değeri üzerindeki etkilerini incelerken; ikincisi irrasyonel yatırımcıların pay fiyatları üzerindeki etkilerini incelemektedir.

Kar payı dağıtım kararları genel olarak firmaların kar payı politikaları çerçevesinde şekillenmekle birlikte hem hissedarların, yatırımcıların ve diğer paydaşların beklentilerini karşılaması hem de firma hakkında dolaysız bilgiler sunması açısından önemlidir. Bunun yanında, kar payı, firmalar açısından firmanın finansal başarısı hakkında piyasaya olumlu sinyaller gönderirken, nakit çıkışlarına sebep olması nedeniyle finansal güçlükleri beraberinde getirebilmektedir. Bu nedenle, firmaların kar payı politikalarını değerlendirirken dikkate aldıkları faktörleri iyi gözden geçirmeleri gerekmektedir. Davranışsal kurumsal finans bu noktada, kar payı dağıtım kararlarının yalnızca firmaya özgü faktörlerle değerlendirilmemesi gerektiğini; bunun yerine yatırımcıların ve yöneticilerin beklentilerinin ve davranışsal önyargılarının da dikkate alınması gerektiğini ileri sürmektedir.

Bu çalışmada, Türkiye’de toplam ihracatın neredeyse %95’ini gerçekleştiren imalat sanayiinde yer alan ve payları Borsa İstanbul Yıldız Pazar’da işlem gören firmaların yöneticilerinin nakit kar payı dağıtım kararlarının, yeni bir yaklaşım olan davranışsal kurumsal finans ekseninde irdelenmesi amaçlanmıştır. Bu amaç doğrultusunda *irrasyonel yönetici yaklaşımı-rasyonel yatırımcı yaklaşımı* ve *irrasyonel yatırımcı-rasyonel yönetici yaklaşımı* esas alınmıştır. Günümüzde davranışsal finansın öneminin gittikçe artması ve bugüne kadar Türkiye’de yapılan çalışmalarda, firmaların nakit kar payı dağıtım kararlarının davranışsal açıdan incelenmemiş olması çalışmanın özgünlüğünü ortaya koymaktadır. Araştırmada nakit kar payı dağıtım kararları üzerinde davranışsal önyargıların etkileri 2AEKK ve panel lojistik regresyon analizi yöntemleri ile araştırılmıştır. Araştırma kapsamında literatür incelendiğinde, araştırmaların analizlerinin çok sayıda yatay kesit ve uzun bir zaman dilimini kapsadığı görülmüştür. Finansal kararlarda davranışsal önyargıların etkileri değerlendirilirken bu kapsam önemli bir gereklilik arz etmektedir. Bu çalışmada ise veri kısıtlılığı nedeniyle istenilen sayıda yatay kesit ve zaman dilimi ele alınamamıştır. Bu açıdan sonuçlar değerlendirilirken kısıtların göz önünde bulundurularak değerlendirme yapılması daha sağlıklı olacaktır.

2AEKK tahmin sonuçlarından elde edilen bulgularda, öncü firmaların ortalama nakit kar payı dağıtım oranı katsayısı yaklaşık 1,38 ve %1 anlamlılık seviyesinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı tespit edilmiştir. Buna göre öncü firmaların ortalama nakit kar payı dağıtım oranında meydana gelen 1 birimlik bir artış firmaların nakit kar payı dağıtım

oranını 1,38 birim artırmaktadır. Bu sonuç 2003-2013 döneminde imalat sanayiindeki 77 firmanın sürü etkisine göre nakit kar payı dağıtım kararı aldıklarını ortaya koymaktadır. Bu sonucun olası sebepleri, yöneticilerin kararları konusunda işletme çıkar gruplarının sosyal bir baskı oluşturması veya yöneticilerin benzer firmalardan bilgiler edinmeleri, kariyer ve saygınlığa ilişkin endişeleri, eleştirilerden kaçınmak istemeleri ve rekabeti azaltmak adına piyasadaki diğer aktörlerin de sürü davranışı göstermeleri olabilir.

Firmaların amacı kazanç oluşturacak finansal kararların alınması iken; yöneticilerin amacı genel olarak böyle olmasa da başarısızlıklarını dışsal faktörlere bağlayabilecekleri kararlar almaktır. Yöneticiler finansal kararlarını değerlendirme aşamasında öncü firmaların özelliklerini ve finansal kararlarını bir veri olarak kullanabilmektedirler. Diğer taraftan, yönetici başarısının performansa dayalı yapılan ödemelerde (örneğin elde tutma primi gibi) önemli olması, performansı endüstri ortalamasının altında kalan kararlardan kaçınılmasına neden olmaktadır. Bu durumda yöneticiler kendi sahip oldukları özel bilgileri göz ardı ederek başka yöneticilerin davranışlarını taklit edebilmektedirler. Bu davranış her ne kadar rasyonel bir davranış olmasa da özellikle iş çevrelerinde saygınlıklarından endişe eden yöneticiler için rasyonel kabul edilmektedir. Çünkü sürü davranışı gösteren yönetici, kendi başarısızlığını kısmen sektördeki diğer yöneticilerin başarısızlıklarına bağlı olarak açıklayabilecektir.

2AEKK tahmin sonuçlarından elde edilen diğer bulgularda firmaların nakit kar payı dağıtım kararları üzerinde geçmiş dönem kar dağıtım kararlarının, toplam aktif değerinin ve likidite oranının pozitif etkiye sahip oldukları saptanmıştır. Bununla birlikte firmanın nakit kar payı dağıtım kararları üzerinde kaldıraç oranının, büyüme fırsatlarının ve öncü firmaların aktif değerinin negatif etkiye sahip oldukları tespit edilmiştir.

Elde edilen bulgular aktif değerleri açısından büyük olan firmaların daha fazla nakit kar payı dağıttığını ve geçmiş yıl nakit kar dağıtım kararlarının, cari dönem nakit kar dağıtım kararları için önemli bir belirleyici olduğunu göstermektedir. Bu sonuç büyük firmaların istikrarlı kar payı ödemekten yana olduklarını ifade etmektedir. Ayrıca, likidite yapısının firmaların nakit kar payı ödeme kararları üzerinde pozitif etkiye sahip olması, likidite sorunu olmayan firmaların nakit kar payı dağıtım eğilimi taşıdıklarını göstermektedir. Kar payı dağıtımını dışı doğru bir nakit akışını ifade ettiği için vadesi gelen

borçlarını finanse edemeyen bir firmanın nakit kar payı dağıtması beklenemez. Bu açıdan elde edilen bulgu teorik olarak likiditesi yüksek olan firmalar nakit kar payı ödeyebilir yaklaşımını doğrulamaktadır. Bununla birlikte çalışmada firmaların borçlanma düzeylerinin ve öncü firmaların aktif değerinin kar payı ödeme kararları üzerinde negatif etkiye sahip oldukları saptanmıştır. Elde edilen sonuç finansal açıdan sıkıntı yaşayan firmaların nakit kar payı ödemeye istekli olmayacaklarını ve nakit akışlarını kar payı yerine öncelikle borç finansmanında kullanacaklarını göstermektedir. Öncü firmaların aktif değerinin nakit kar payı ödeme kararları üzerinde negatif etkiye sahip olması ise aktif büyüklüğü açısından büyük olan firmaların nakit kar payı dağıtacakları yönündeki algıyı desteklemektedir.

Kar payı dağıtım kararları üzerinde aşırı güven etkisinin tespiti için literatürde yer alan çalışmalara göre, aşırı güvenli yöneticiler firmalarının piyasa tarafından düşük değerlendirildiğine inanmaktadırlar. Çalışmalardan elde edilen bulgular aşırı güvenli yöneticilerin gelecekteki nakit akışlarının bugünkü değeri pozitif olan projelerde gösterecekleri başarıyı aşırı tahmin ettiklerini ve nakit akışlarını bu projelere yönlendirdiklerini göstermektedir. Bazı çalışmaların sonuçları ise yöneticilerin dış finansmanın daha maliyetli olacağı düşüncesinden dolayı kar payı ödemek istemediklerini göstermektedir Bununla birlikte aşırı güvenli yöneticilerin firma değerine ilişkin piyasaya olumlu sinyaller göndermek adına kar payı ödemeyi tercih ettikleri yönünde bulgular da söz konusudur. Buna sebep olarak piyasaların pay geri satın almalarına ve kar payı artırma kararlarına ilişkin haberlere olumlu tepki verirken, kar payı azalışına ilişkin haberlere olumsuz tepki vermeleri gösterilmiştir.

Rasyonel yatırımcı-irrasyonel yönetici yaklaşımı çerçevesinde nakit kar payı dağıtım kararlarında aşırı güven önyargısının araştırıldığı bu çalışmada yapılan panel lojistik regresyon tahmini sonuçlarında, Türkiye’de imalat sanayii firmaları için 2003-2013 döneminde yönetici aşırı güveninin nakit kar payı dağıtım olasılığı üzerinde bir etkisi olmadığı saptanmıştır. Elde edilen bulgular literatürün aksine yöneticilerin nakit kar payı dağıtım olasılıkları konusunda firmalarının doğru değerlendirildiğine inandıklarını, bununla birlikte, geleceği kontrol etme kabiliyetlerini ve bilgilerinin doğruluğunu aşırı tahmin etmediklerini ve aşırı güven önyargısına göre karar almadıklarını göstermektedir. Elde edilen diğer bulgularda firmaların nakit kar payı ödeme olasılığını, geçmiş dönem kar payı

ödeme kararı, firma karlılığı, toplam aktif değeri ve likidite oranının pozitif; kaldıraç oranının ve büyüme fırsatlarının ise negatif etkilediği saptanmıştır. Bu bulgular ise kar payı dağıtım kararlarında sürü etkisinin araştırıldığı 2AEKK tahmin sonuçları ile tutarlıdır.

Ayrıca, araştırmanın amacı doğrultusunda irrasyonel yatırımcı-rasyonel yönetici varsayımı çerçevesinde, yatırımcıların tercihlerinin bir göstergesi olarak, kar payı priminin nakit kar payı dağıtım kararları üzerindeki etkisi de araştırılmıştır. Fakat elde edilen bulgular firmaların kar payı priminin, nakit kar payı dağıtım olasılıkları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin olmadığını göstermektedir. Analiz kapsamında elde edilen sonuçlar “irrasyonel yatırımcı-rasyonel yönetici” varsayımının imalat sanayi için söz konusu olmadığını, yani catering teorisinin geçersiz olduğunu göstermektedir. Bu bulgunun önemli nedeni Türkiye’de bireysel yatırımcıların genellikle sermaye kazancı için yatırım yapmaları olabilir. Çünkü yatırımcılar risklerini bir sonraki güne taşımamak için gün içinde pozisyonlarını kapatmayı tercih etmektedirler.

Davranışsal kurumsal finans ekseninde elde edilen bulgular birlikte değerlendirildiğinde, yöneticilerin nakit kar payı dağıtım kararlarında sürü davranışı gösterdiklerini, yani endüstride yer alan diğer firmaları taklit ettiklerini; bununla birlikte aşırı güven önyargısına sahip olmadıklarını söylemek mümkündür. Elde edilen bulgular konu ile ilgili mevcut teori ile uyumluluk göstermektedir. Çünkü aşırı güvenli bir yönetici kabiliyetlerinin başarısını aşırı tahmin edecek olursa sürü davranışı göstermeyecektir. Sürü davranışında sektör bazında benzer davranışlar gösterilerek rekabetin ve dolayısıyla riskin azaltılması hedeflenmektedir. Yöneticiler ancak bu şekilde diğer firmaların finansal kararlarını kendi kararlarının bir fonksiyonu olarak sunabileceklerdir. Bunun yanında aşırı güven davranışında geleceğe yönelik aşırı beklentiler yöneticileri bireysel kararlara yönlendirmektedir. Yöneticiler elde ettikleri başarıların sonuçlarını tamamen kendi aşırı kabiliyetlerinin bir sonucu olarak sunacaklardır.

Bu çalışma Türkiye’de nakit kar payı dağıtım kararları üzerinde davranışsal faktörlerin etkilerini ortaya koyması açısından davranışsal kurumsal finans literatürüne önemli bir katkı sağlamaktadır. Bunun yanında kar payı dağıtım kararlarını yeni bir yaklaşımla ele alan bu çalışmanın, kurumsal finansal kararlarda davranışsal faktörlerin belirleyici olduğunu ortaya koyması nedeniyle, yeni bir araştırma alanı olarak davranışsal

kurumsal finansın önemine ilişkin bir farkındalık oluşturacağı düşünülmektedir. Bundan sonra yapılacak çalışmalarda yöneticilerin önyargılarının kurumsal finansal kararlar üzerindeki varlığının araştırılması açısından farklı yöntemler uygulanabilir. Yönetim kadrolarının demografik ve sosyolojik yapılarına ilişkin göstergeler analize dahil edilerek konu sosyo-kültürel açıdan değerlendirilebilir. Ayrıca, kurumsal finansal kararlarda bir davranışsal önyargının diğerini tetikleyip tetiklemediği araştırılarak konuya derinlik kazandırılabilir.





## **YARARLANILAN KAYNAKLAR**

- Abaan, Ernur Demir (1998), “Fayda Teorisi ve Rasyonel Seçimler, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü”, Tebliğ No 2002/3, Ankara.
- Abdioğlu, Nida (2016), “On The Determinants of Corporate Dividend Policy: A Tobit Model Approach”, **Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi**, 14 (1), 332-345.
- Abdulkadir, Rihanat Idowu ve diğerleri (2014), “Implication of Catering Theory of Dividend: Evidence from Financial Firms Listed on the Nigerian Stock Exchange”, **Research Journal of Finance and Accounting**, 5 (18), 211-215.
- Abiprayu, Kris Brantas ve Wiratama, Bayu (2016), “Does CEO’s Hubris Affecting Dividends Payouts?”, **Journal Dinamika Manajemen**, 7 (1), 66-75.
- Ackert, Lucy ve Deaves, Richard (2010), **Behavioral Finance: Psychology, Decision-Making, and Markets**, Mason, South Western Educational Publishing.
- Adhikari, Binay Kumar (2013), “Peer Influence on Dividend Policies”, Presented at the 2013 FMA Meetings, Working Paper (11.01.2014).
- Ahmed, A.S. ve S. Duellman (2013), “Managerial Overconfidence and Accounting Conservatism”, **Journal of Accounting Research**, 51, 1-30.
- Al-Malkawi, H.A.N. ve diğerleri (2010), “Dividend Policy: A Review of Theories and Empirical Evidence”, **International Bulletin of Business and Administration**, 9 (2), 171-200.
- Allen, Franklin ve Michaely, Roni (2002), “Payout Policy”, Working Paper, <http://finance.wharton.upenn.edu/~allenf/download/Vita/payoutpolicy.pdf> (15.12.2015).
- Almeida, Luís António Gomes ve diğerleri (2015), “Determinants of Dividend Policy: evidence from Portugal”, **Review of Business Management**, 17 (54), 701-719.
- Altunışık, Remzi ve diğerleri (2007), **Sosyal Bilimlerde Araştırma Yöntemleri SPSS Uygulamalı**, Sakarya Yayıncılık, 5. Baskı, Sakarya.

- Anouar, Kamal (2012), “The Impact of The Catering Theory and Financial Firms’ Characteristics on Dividend Decisions: The Case of the French Market”, <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00765931/document> (01.16.2016).
- Armstrong, Mark ve Huck, Steffen (2010), “Behavioral Economics As Applied to Firms: A Primer”, <http://mpira.ub.uni-muenchen.de/20356/> (02.15.2016).
- Arslan, Özgür (2008), “Firma Yöneticilerinin Temettü Dağıtımına Dair Algıları”, **H. Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 26 (1), 85-98.
- Arslantürk Çöllü, Duygu (2014), **Hisse Senedi Getirileri Üzerinde Etkili Olan Kesitsel Anomalilerin Borsa İstanbul’da İncelenmesi**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Karadeniz Teknik Üniversitesi.
- Azouzi, Mohamed Ali ve Jarboui, Anis (2012a), “CEO Emotional Bias and Dividend Policy: Bayesian Network Method”, **Business and Economic Horizons**, 7 (1), 1-18.
- \_\_\_\_\_ (2012b), “CEO Emotional Bias and Capital Structure Choice: Bayesian Network Method”, **Business Excellence and Management**, 2 (2), 47-70.
- \_\_\_\_\_ (2012c), “CEO Emotional Bias and Investment Decision: Bayesian Network Method”, **Management Science Letters**, 2, 1259-1278.
- Baddeley, Michelle (2010), “Herding, Social Influence and Economic Decision Making: Socio Psychological and Neuroscientific Analyses”, **Philosophical Transactions of The Royal Society B**, 365, 281-290.
- Baker, H. Kent ve Nofsinger, John R. (2002), “Psychological Biases of Investors”, **Financial Services Review**, 11 (2), 97-116.
- Baker, M. ve diğerleri (2007), “Behavioral Corporate Finance: A survey”, Espen Eckbo (Ed.), **In The Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance**, New York: Elsevier/North Holland.
- Baker, M. ve diğerleri (2012), “The Effect of Reference Point Prices on Mergers and Acquisitions”, **Journal of Financial Economics**, 106, 49-71.
- Baker, M. ve Wurgler, J. (2002), “Market Timing and Capital Structure”, **Journal of Finance**, 57 (1), 1-32.

- \_\_\_\_\_ (2004), "A Catering Theory of Dividends", **Journal of Finance**, 59, 1125–1166.
- \_\_\_\_\_ (2011), "Behavioral Corporate Finance: An Updated Survey", NBER Working Paper Series, <http://www.nber.org/papers/w17333> (11.10.2015).
- \_\_\_\_\_ (2012), "Behavioral Corporate Finance: A Current Survey", George M. Constantinides, Milton Harris, and Rene M. Stulz (Ed.), **In Handbook of the Economics of Finance**, 2, New York, NY: Elsevier.
- Baltagi, Badi H. (2005), **Econometric Analysis of Panel Data**, John Wiley&Sons Ltd, England.
- Banerjee, A. V. (1992), "A Simple Model of Herd Behaviour", **Q. J. Econ.**, 107, 797–817.
- Bank, Semra ve Dağlı, Hüseyin (2013), "Finansal Varlık Fiyatlandırma Modeli ve Sonrasındaki Gelişmeler", **Gümüşhane Üniversitesi Sosyal Bilimler Elektronik Dergisi**, 8, 180-205.
- Bank, Semra (2016), "Sermaye Yapısı Kararlarında Yönetmel İrrasyonelite Açılımı: Geleneksel Teorilerden Farklılaşan Davranışsal Bir Bakış Açısı", **Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, 53 (617), 55-71.
- Barak, Osman (2006), **Hisse Senedi Piyasalarında Anomaliler ve Bunları Açıklamak Üzere Geliştirilen Davranışsal Finans Modelleri, İMKB’de Bir Uygulama**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi.
- Barberis, Nicholas ve diğerleri (1998), "A Model of Investor Sentiment", **Journal of Financial Economics**, 49 (3), 307-343.
- Barberis, N. ve Huang, M. (2001), "Mental Accounting, Loss Aversion and Individual Stock Returns", **Journal of Finance**, 56, 1247–1292.
- Barberis, Nicholas ve Thaler, Richard (2003), **A Survey Of Behavioral Finance, Handbook of the Economics of Finance**, G.M. Constantinides (Ed.), M. Harris and R. Stulz, 3 Elsevier Science B.V.
- Barros, L. A. B. ve Silveira, A. D. M. (2007), "Overconfidence, Managerial Optimism and the Determinants of Capital Structure", Working Paper, 1-33. <http://ssrn.com/abstract=953273>, (17.04.2016).

- Ben-David, I. ve diğ erleri (2007), “Managerial Overconfidence and Corporate Policies,” NBER Working Paper, No.13711.
- Bernoulli, Daniel (1954), “Exposition of a New Theory on the Measurement of Risk”, **Econometrica**, 22 (1), 23-36.
- Berzins, Janis ve diğ erleri (2013), “Tax Concerns and Agency Concerns in Dividend Policy: Holding Companies as A Separating Device”, CCGR Working Paper No. 2.
- Bhattacharya, Sudipto (1979) “Imperfect Information, Dividend Policy and ‘The Bird in the Hand Fallacy’,” **Bell Journal of Economics**, 10, 77-96.
- Bikhchandani, Sushil ve diğ erleri (1992), “A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades”, **Journal of Political Economy**, 100 (5), 992-1026.
- Black, Fischer ve Scholes, Myron S. (1974), “The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns”, **Journal of Financial Economics**, 1, 1-22.
- Borsa İstanbul (t.y.), Şirketler Aylık Fiyat ve Getiri Verileri, <http://www.borsaistanbul.com/> (30.06.2014).
- Brennan, M. (1970), “Taxes, Market Valuation and Financial Policy”, **National Tax Journal**, 23, 417-429.
- Brenner, Menachem ve diğ erleri (2011), “Ambiguity and Overconfidence”, [http://webdocs.stern.nyu.edu/old\\_web/economics/docs/workingpapers/2011/Ambg%202-25-11.pdf](http://webdocs.stern.nyu.edu/old_web/economics/docs/workingpapers/2011/Ambg%202-25-11.pdf) (30.02.2016).
- Breuer, Wolfgang ve diğ erleri (2014), “The Behavioral Foundations of Corporate Dividend Policy A Cross-Country Empirical Analysis”, **Journal of Banking and Finance**, 42, 247-265.
- Bulan, Laarni ve diğ erleri (2007), “On the Timing of Dividend Initiations.” **Financial Management**, 36 (4), 31-65.
- Campbell, Sean D. ve Sharp, Steven A. (2009), “Anchoring Bias in Consensus Forecasts and Its Effect on Stock Market Prices”, **Journal of financial and qualitative analyses**, 44, 369-390.

- Carhart, Mark M. (1997), "On Persistence in Mutual Fund Performance", **The Journal of Finance**, 52 (1), 57-82.
- Chang, E. ve diğerleri (2000), "An Examination of Herd Behavior in Equity Markets: An International Perspective" **Journal of Banking & Finance**, 24, 1651-1679.
- Chen, An ve Pelger, Markus (2013), "How Relative Compensation Can Lead to Herding Behavior", <http://ssrn.com/abstract=2217715> (11. 21. 2013).
- Chen, Shouming ve diğerleri (2011), "Senior Manager Overconfidence, Managerial Discretion and Dividend Policy: a Study of Chinese Listed Companies", **African Journal of Business Management**, 5 (32), 12641-12652.
- Chen, Yi-Wen ve Chang, Yuanchen (2013), "Peer Effects on Corporate Cash Holdings", <http://www.sfm.url.tw/20thSFM/pdf/CompletePaper/028-670909802.pdf> (01.05.2016).
- Chen, Shenglan ve Ma, Hui (2017), "Peer Effects in Decision-Making: Evidence From Corporate Investment", **Journal of Accounting Research**, <http://dx.doi.org/10.1016/j.cjar.2016.11.002>(16.01.2017).
- Christie, W.G. ve Huang, R.D. (1995), "Following the Pied-Piper: Do Individual Returns Herd Around the Market?", **Financial Analyst Journal**, 31-37.
- Coelho, Marta (2010), "Unrealistic Optimism: Still A Neglected Trait", **Journal of Business and Psychology**, 25 (3), 397-408.
- Conlisk, J. (1996), "Why Bounded Rationality", **Journal of Economic Literature**, 36, 669-700.
- Cordeiro, Leonardo (2009), "Managerial Overconfidence and Dividend Policy", Working Paper, London Business School, [https://www.researchgate.net/journal/1556-5068\\_SSRN\\_Electronic\\_Journal](https://www.researchgate.net/journal/1556-5068_SSRN_Electronic_Journal), (07.03.2016).
- Cowless, Alfred (1944), "Stock Market Forecasting?", **Econometrica**, 13 (3/ 4), 206-2014.
- Cyert, Richard ve March, J. (1993), **A Behavioral Theory of The Firm**, Prentice Hall, Englewood Cliffs, NJ.

- Cyert, Richard ve diğ erleri (1996), “Managerial Objectives and Firm Dividend Policy: A Behavioral Theory and Empirical Evidence”, **Journal of Economic Behavior & Organization**, 31, 157-174.
- Dağ lı, Hüseyin (2001), **Finansal Yönetim**, 2. Baskı, Trabzon, Derya Kitabevi.
- \_\_\_\_\_ (2012), **Sermaye Piyasası ve Portföy Analizi**, 4. Baskı, Trabzon: Derya Kitabevi.
- \_\_\_\_\_ (2013), **Finansal Yönetim**, 6. Baskı, Trabzon: Derya Kitabevi.
- Daniel, Kent ve diğ erleri (1998), “Investor Psychology and Security Market Under and Overreactions”, **Journal of Finance**, LIII, 1839-1885.
- DeAngelo, H. L. ve DeAngelo, D. Skinner (2004), “Are Dividends Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation of Earnings”, **Journal of Financial Economics**, 72, 425–456.
- DeAngelo, H. L. ve diğ erleri (2006), “Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: A Test of the Life-Cycle Theory”, **Journal of Financial Economics**, 81 (2), 227-254.
- Deeptee, R. P. ve Roshan, B. (2009) “Signalling Power of Dividend on Firms' Future Profits: A Literature Review”, **Evergreen Energy International Interdisciplinary Journal**, 2 (1), 19.
- De Long J. Bradford ve diğ erleri (1990), “Noise Trader Risk in Financial Markets”, **The Journal of Political Economy**, 98 (4), 703-738.
- Denis, D.J. ve Osobov, I. (2008), “Why Do Firms Pay Dividends? International Evidence on The Determinants of Dividend Policy”, **Journal of Financial Economics**, 89, 62-82, <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.06.006> (15.11.2016).
- Deshmukh, Sanjay ve diğ erleri (2013), “CEO Overconfidence and Dividend Policy”, **Journal of Financial Intermediation**, 22, 440-463.
- \_\_\_\_\_ (2015), “Do CEO Beliefs Affect Corporate Cash Holdings?”, Working Paper, DePaul University and Navigant Consulting.
- Dong, M. ve diğ erleri (2012), “Overvalued Equity and Financing Decisions”, **Review of Financial Studies**, 25 (12), 3645-3683.

- Duong, Hong Kim ve diğeri (2015), "Industry Peer Effect and The Maturity Structure of Corporate Debt", **Managerial Finance**, 41 (7), 714 – 733.
- Easterbrook, F. H. (1984), "Two Agency-Cost Explanations of Dividends", **American Economic Review**, 74, 650–659.
- Egan, James (2013), "**The Determinants of Paying Dividends: Evidence from Dutch and Belgian Listed Companies**", Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Tilburg Üniversitesi.
- Ellsberg, Daniel (1961), "Risk, Ambiguity and The Savage Axioms", **Quarterly Journal of Economics**, 75, 643–669.
- Ercan, M. Kamil ve Ban, Ünsal (2010), **Finansal Yönetim**, Gazi Kitabevi.
- Fairchild, R. (2005a), "Behavioral Finance in A Principal-agent Model of Capital Budgeting", **ICFAI Journal of Behavioral Finance**, 2 (1), 34-44.
- \_\_\_\_\_ (2005b), "The Effect of Managerial Overconfidence, Asymmetric Information, and Moral Hazard on Capital Structure Decisions", **The ICFAI Journal of Behavioral Finance**, 2 (4).
- \_\_\_\_\_ (2007), "Behavioural Corporate Finance: Existing Research and Future Directions", <http://ssrn.com/abstract=1011976> (15.02.2016).
- \_\_\_\_\_ (2009), "From Behavioral to Emotional Corporate Finance: A New Research Direction", <http://ssrn.com/abstract=1473742> (15.02.2016).
- Fama, Eugene (1965), "The Behavior of Stock Market Prices", **Journal of Business**, 38 (1), 34–105.
- \_\_\_\_\_ (1970), "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", **Journal of Finance**, 25 (2), 383-417.
- \_\_\_\_\_ (1980), "Agency Problems and the Theory of the Firm", **Journal of Political Economy**, 88 (2), 288-307.
- Fama, Eugene F. ve French, Kenneth R. (1992), "The Cross-Section of Expected Stock Returns", **The Journal of Finance**, 47 (2), 427-465.
- \_\_\_\_\_ (1993), "Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds", **Journal of Financial Economics**, 33, 3-56.

- \_\_\_\_\_ (1995), “Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns”, **The Journal of Finance**, 50 (1), 131-155.
- \_\_\_\_\_ (1996), “Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies”, **The Journal of Finance**, 51 (1), 55-84.
- \_\_\_\_\_ (2001), “Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?”, **Journal of Financial Economics**, 60, 3–40.
- \_\_\_\_\_ (2008), “Dissecting Anomalies”, **Journal of Finance**, 63, 1653-1678.
- Fama, E. ve MacBeth, F. J. (1973), “Risk, Returns and Equilibrium: Empirical tests”, **Journal of Political Economy**, 71, 607–636.
- Farrokhran ve diğerleri (2015), “The Investigation of The Corporate Governance’s Impact on The Relationship Between Managerial Overconfidence & Corporate Dividend Policy”, **International Journal Review Life Science**, 5 (6), 1182-1202.
- Ferris, S.P. ve diğerleri (2006), “God Saves the Queen and Her Dividends: Corporate Payouts in The United Kingdom”, **Journal of Business**, 79, 1149-1173.
- Ferris, S. P. Jayaraman, N. ve Sabherwal, S. (2009), “Catering Effects in Corporate Dividend Policy: The International Evidence”, **Journal of Banking and Finance**, 33 (9), 1730-1738.
- Fettahoğlu, Abdurrahman (2016), **Portföy Yönetimi**, 1. Baskı, Kocaeli, Umuttepe Yayınları.
- Filbeck, Greg ve diğerleri (1996), “Behavioral Aspects of The Intra-Industry Capital Structure Decision”, **Journal of Financial and Strategic Decisions**, 9 (2), 55-67.
- Foucault, T. ve Fresard, L. (2014), “Learning from Peers’ Stock Prices and Corporate Investment”, **Journal of Finance Economics**, 111 (3), 187-243.
- Frank, Murray ve Goyal, Vidhan K. (2009), “Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important?”, **Financial Management**, 38, 1-37.
- Froot, K. ve Debora, E. (1999), “How are Stock Prices Affected by the Location of Trade?”, **Journal of Financial Economics**, 53, 189-216.
- Galasso, Alberto ve Simcoe, Timothy S. (2010), “CEO Overconfidence and Innovation”, NBER Working Paper: 16041.



- Gervais S. ve diğeri (2011), “Overconfidence, Compensation Contracts and Capital Budgeting”, **The Journal of Finance**, LXVI (5), 1735-1777.
- Gordon, Myron J. (1959), “Dividends, Earnings, and Stock Prices”, **Review of Economics and Statistics**, 41, 99-105.
- \_\_\_\_\_ (1963), “Optimal Investing and Financing Policy”, **The Journal of Finance**, 18 (2), 264–272.
- Gujarati, Damodar N. (2003), **Basic Econometrics**, Fourth Edition, Mc Graw Hill.
- Gürünlü, Meltem (2011), “Finansal Piyasaların Etkinliği Teorisinden Davranışsal Finansa; Finans Teorisinin Evrimi”, **Maliye Finans Yazıları**, 92, Temmuz 2011.
- Grullon, G. ve diğeri (2002), “Are Dividend Changes A Sign of Firm Maturity?”, **Journal of Business**, 75, 387-424.
- \_\_\_\_\_ (2005), “Dividend Changes Do Not Signal Changes in Future Profitability”, **Journal of Business**, 78 (5), 1659-1682.
- Hackbarth, D. (2002), “Managerial Optimism, Overconfidence, and Capital Structure Decisions”, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=362740](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=362740) (15.12.2015).
- \_\_\_\_\_ (2008), “Managerial Traits and Capital Structure Decisions”, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 43 (04), 843-881.
- \_\_\_\_\_ (2009), “Determinants of Corporate Borrowing: A Behavioral Perspective”, **Journal of Corporate Finance**, 15 (4), 389-411.
- Hazine Müsteşarlığı (t.y.), “Hazine İskontolu İhaleleri Yıllık Bileşik Faiz Oranları” <https://www.hazine.gov.tr/tr-TR/Istatistik-Sunum-Sayfasi?mid=59&cid=12&nm=3> (15.05.2015).
- Hall, Brian J. ve Murphy, Kevin J. (2002), “Stock Options for Undiversified Executives”, **Journal of Accounting and Economics**, 33, 3–42.
- Heaton, J. B. (2002), “Managerial Optimism and Corporate Finance”, **Financial Management**, 31 (2), 33-45.
- Helliar, C.V. ve diğeri (2005), “Managerial “Irrationality in Financial Decision Making”, **Managerial Finance**, 31 (4), 1-11.

- Hirshleifer, David (2001), "Investor Psychology and Asset Pricing", **Journal of Finance**, 64, 1533–1597.
- Ho, H. (2003), "Dividend Policies in Australia and Japan", **International Advance Economic Research**, 9 (2), 91-100.
- Hodnett, Kathleen ve Hsieh, Heng-Hsing (2012), "Capital Market Theories: Market Efficiency Versus Investor Prospect", **International Business&Economics Research Journal**, 11 (8), 849-862.
- Holmstrom, Bengt (1999), "Managerial Incentive Problems: A Dynamic Perspective", **Review of Economic Studies**, 66, 169-182.
- Holmstrom, B. ve Ricart i Costa J. (1986), "Managerial Incentives and Capital Management", **Quarterly Journal of Economics**, 101, 835 – 560.
- Hong, Harrison ve Stein, Jeremy C. (1999), "A Unified Theory of Underreaction Momentum Trading and Overreaction in Asset Markets", **Journal of Finance**, 54 (6), 2143-2184.
- Hong, H. ve diğerleri (2000), "Security Analysts' Career Concerns and Herding of Earnings Forecasts", **Rand Journal of Economics**, 31, 121–144.
- Hotchkiss, Edith S. ve Lawrence, Stephen (2007), "Empirical Evidence on the Existence of Dividend Clienteles", Working Paper, SSRN:<http://ssrn.com/abstract=1001429> (10.05.2015).
- Huang-Meier, Winifred ve diğerleri (2015), "Motives for Corporate Cash Holdings: The CEO Optimism Effect", **Review of Quantitative Finance and Accounting**, 1-34.
- Hribar, Paul ve Yang, Holly (2015), "CEO Overconfidence and Management Forecasting, Contemporary Accounting Research", **Singapore Management University School of Accountancy Research Paper**, 34, SSRN: <http://ssrn.com/abstract=929731> (05.05.2016).
- Hsieh, Kai-Yu ve Vermeulen, Freek (2013), "The Structure of Competition: How Competition Between One's Rivals Influences Imitative Market Entry", <http://dx.doi.org/10.1287/orsc.2013.0832> (26.06. 2013)

- Huang, Wei ve Paul, Donna L. (2016), “Institutional Holdings, Investment Opportunities and Dividend Policy”, **The Quarterly Review of Economics and Finance**, DOI: 10.1016/j.qref.2016.06.008. (01.07.2016).
- Hung, Chi-Hsiou D. ve diğerleri (2016), “Credit Rating Changes of Peer Firms and Corporate Capital Structure”, [http://www.efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/FMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2016-Switzerland/papers/EFMA2016\\_0401\\_fullpaper.pdf](http://www.efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/FMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2016-Switzerland/papers/EFMA2016_0401_fullpaper.pdf) (04.01.2016).
- Hwang, S. ve M. Salmon (2004), “Market Stress and Herding”, **Journal of Empirical Finance**, 11 (4), 585–616.
- Hwang, S. ve Satchell, S.E. (2010), “How Loss Averse Are Investors in Financial Markets?”, **Journal of Banking & Finance**, 34, 2425-2438.
- Im, Hyun Joong ve Kang, Ya (2015), “Peer Effects in Capital Structure Adjustments”, 28th Australasian Finance and Banking Conference, <http://ssrn.com/abstract=2638568> (31.07.2015).
- Im, Hyun Joong ve diğerleri (2017), “Economic Policy Uncertainty and Peer Effects in Corporate Investment Policy: Evidence from China”, SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2713102> (31.01.2017).
- İş Yatırım (t.y.), Temettü, [http://appws.isyatirim.com.tr/lt\\_temettuverimi.aspx](http://appws.isyatirim.com.tr/lt_temettuverimi.aspx), (30.06.2014).
- Jegadeesh, N. ve Titman, S. (1993), “Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency”, **Journal of Finance**, 48, 65-91.
- \_\_\_\_\_ (2001), “Profitability of Momentum Strategies: An Evaluation of Alternative Explanations”, **Journal of Finance**, 56, 699–720.
- Jensen, Michael (1986), “Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”, **American Economic Review**, 76, 323-329.
- Jensen, Michael ve Meckling, William (1976), “Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure”, **Journal of Financial Economics**, 3, 305-360.

- Joo, Changlim ve diğerkleri (2016), “Peer Group Effect in Firm Cash Holding Policy: Evidence from Korean Manufacturing Firms”, **Asia-Pacific Journal of Financial Studies**, 45, 535–573
- Kaestner, Michael (2005), “Anomalous Price Behavior Following Earnings Surprises: Does Representativeness Cause Overreaction?”, <http://econwpa.repec.org/eps/fin/papers/0505/0505018.pdf> (03.04.2015).
- Kahneman, D. ve Tversky, A. (1979), “Prospect theory: An Analysis of Decision Under Risk”, **Econometrica**, 47, 263–91.
- Kahneman, D. ve diğerkleri (1991), “Anomalies- The Endowment Effect, Loss Aversion and Status Quo Bias”, **Journal of Economic Perspectives**, 5 (1), 194.
- Kalay, A. ve Michaely, R. (2000), “Dividends and Taxes: A Reexamination”, **Financial Management**, 29 (2), 55-75.
- KAP (t.y.), Finansal Tablolar, <https://www.kap.org.tr/tr/>(30.06.2014).
- Karaa, İbrahim Emre (2011), “Impact of Anchoring Bias on Corporate Profits and Shareholders Wealth”, **International Journal of Economics and Finance Studies**, 3 (2) 105-115.
- Karabıyık, Lale ve Anbar, Adem (2010), **Sermaye Piyasası ve Yatırım Analizi**, Ekin Basım Yayın Dağıtım, Bursa, 2010.
- Karan, Mehmet Baha (2004), **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, Gazi Kitabevi.
- Kendall, Maurice (1953), “The Analysis of Economic Time Series-Part I: Prices”, **Journal of The Royal Statistical Society**, 116 (1) 11-34.
- Keynes, J. M. (1930), **In A Treatise on Money**, London, UK: Macmillan.
- Kıyılar, M. (1997), “Etkin Pazar Kuramı ve Etkin Pazar Kuramının İMKB’de İrdelenmesi Test Edilmesi”, Ankara: SPK Yayın No:86.
- Kıyılar ve Akkaya (2016), **Davranışsal Finans**, Literatür yayıncılık, 1. Baskı, İstanbul.
- Kim, Kihun ve Byun, Jinho (2013), “Dividend Catering, Investor Protection, and Investor Sentiment: A Cross-country Analysis”, <http://www.apjfs.org/conference/2013/cafFile/7-3.pdf> (05.12.2015).

- Kirkulak, B. ve Kurt, G. (2010), “Are Dividends Disappearing or Shrinking? Evidence from İstanbul Stock Exchange”, **Emerging Markets Finance and Trade**, 46 (2), 38-52.
- Kliger, D. ve Kudryavtsev, A. (2010), “The Availability Heuristic and Investors’ Reaction to Company-Specific Events”, **Journal of Behavioral Finance**, 11 (1), 50-65.
- Korkmaz, T. ve E. İ. Çevik (2007), “Davranışsal Finans Modellerinden Aşırı Güven Hipotezinin Geçerliliği: İMKB’de Bir Uygulama”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, 22 (261), 137-154.
- Kuzucu, Narman (2015), “Determinants of Dividend Policy: A Panel Data Analysis for Turkish Listed Firms”, **International Journal of Business and Management**, 10 (11), 149-160.
- Lakonishok, J. ve diğerleri (1992), “The Impact of Institutional Trading on Stock Prices”, **Journal of Financial Economics**, 32, 23-43.
- Landier, A. ve Thesmar, D. (2009), “Financial Contracting with Optimistic Entrepreneurs: Theory and Evidence”, **Review of Financial Studies**, 22, 117-150.
- Langer, Ellen J. (1975), “The Illusion of Control”, **Journal of Personality and Social Psychology**, 32 (2), 311-328.
- La Porta, Rafael ve diğerleri (1999), “Agency Problems and Dividend Policies Around the World”, [http://faculty.tuck.dartmouth.edu/images/uploads/faculty/rafael-laporta/Agency\\_Problems.pdf](http://faculty.tuck.dartmouth.edu/images/uploads/faculty/rafael-laporta/Agency_Problems.pdf) (01.02.2016).
- Leary, Mark T. ve Roberts, Michael R. (2014), “Do Peer Firms Affect Corporate Financial Policy?”, **Journal of Finance**, 69, 139-178.
- Lewellen, Stefan (2013), “Executive Compensation and Peer Effects”, Working Paper, Yale University.
- Li, Xiaoyang ve diğerleri (2011), “Career Concerns and the Busy Life of the Young CEO”, Dice Center Working Paper, DOI: 10.2139/ssrn.1761523 (01.02.2016).
- Lie, E. (2005), “Operating Performance Following Dividend Decrease and Omissions”, **Journal of Corporate Finance**, 12, 27- 53.

- Lieberman, Marvin B. ve Asaba, Shigeru (2006), "Why Do Firms Imitate Each Other?" **The Academy of Management Review**, 31 (2), 366-385.
- Likitrattharoen, Danai (2011), "CEO Reputation and Dividend Payouts", **Business and Managemet**, 22, 97-101.
- Lim, Sonya Seongyeon (2006), "Do Investors Integrate Losses and Segregate Gains? Mental Accounting and Investor Trading Decisions", **The Journal of Business**, 79 (5), 2539-2573.
- Lin, Y. ve diğ erleri (2005), "Managerial Optimism and Corporate Investment: Some Empirical Evidence from Taiwan", **Pacific-Basin Finance Journal**, 13 (5), 523-546.
- Lintner, John (1956), "Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes", **American Economic Review**, 46, 97113.
- \_\_\_\_\_ (1965), "The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets", **The Review of Economics and Statistics**, 47 (1), 13-37.
- Litzenberger, Robert H. ve Ramaswamy Krishna (1982), "The Effects of Dividends on Common Stock Prices Tax Effects or Information Effects?", **The Journal of Finance**, 37 (2), 429-443.
- Machina, M. ve Viscusi, W. (2014), **Handbook of the Economics of Risk and Uncertainty**, 1, Elsevier's Science Oxford.
- Malik, Fakhra ve diğ erleri (2013), "Factors Influencing Corporate Dividend Payout Decisions of Financial and Non- Financial Firms", **Research Journal of Finance and Accounting**, 4 (1), 35-47.
- Malkiel, Burton G. (2003), "The Efficient Market Hypothesis and Its Critics ", **Journal of Economic Perspectives**, 17 (1), 59-82.
- Malmendier, U. ve Tate, G. (2005), "CEO Overconfidence and Corporate Investment", **Journal of Finance**, 60 (6), 2661-2700.
- \_\_\_\_\_ (2008), "Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and The Market's Reaction", **Journal of Financial Economics**, 89, 20-43.

- Malmendier, U. ve diğerleri (2011), "Overconfidence and Early-life Experiences: The Effect of Managerial Traits on Corporate Financial Policies", **Journal of Finance**, 66 (5), 1687-1733.
- Markowitz, Harry (1952), "Portfolio Selection", **The Journal of Finance**, 7 (1), 77-91.
- Miller, M.H. ve Scholes, M. S. (1982), "Dividends and Taxes", **The Journal of Political Economy**, 90 (6), 1118-1141.
- Miller, M. H. ve Rock, K. (1985), "Dividend Policy under Asymmetric Information", **Journal of Finance**, 40 (4), 1031-1051.
- Mishra, Chandra S. ve Daniel L. McConaughy (2016), "Founding Family Control and Capital Structure: The Risk of Loss of Control and the Aversion to Debt", **Entrepreneurship: Theory and Practice Summer 1999**, 53, Academic OneFile.
- Miller, Merton H. ve Modigliani, Franco (1961), "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares", **The Journal of Business**, 34 (4), 411-433.
- Mossin, J. (1966), "Equilibrium in A Capital Asset Market", **Econometrica**, 35, 768-783.
- Myers, Stewart C. (2002), "Financing of Corporations", **Handbook of The Economics of Finance**, <http://epge.fgv.br/we/MD/FinancasCorporativas/2006?action=AttachFile&do=get&target=myers02.pdf> (15.05.2016).
- Neves, Maria Elisabete Duarte ve diğerleri (2006), "Dividends: New Evidence on The Catering Theory", <http://EconPapers.repec.org/RePec:ntd:wpaper>, (09.11.2016).
- Nissim, David (2013), "Dividends as Reference Points: Evidence from EU15 Countries", <http://urn.fi/URN:NBN:fi:aalto-201305102110> (15.04.2016).
- Odean, T. (1998), "Volume, Volatility, Price and Profit When All Traders are Above Average", **Journal of Finance**, 53 (6), 1887 -1934.
- Oliver, B. R. (2005), "The Impact of Management Confidence on Capital Structure", <http://ssrn.com/abstract=791924> (02.01.2016).
- Oran, Jale Sözer ve Perek, Seda Gürol (2013), "An Empirical Test of Optimism Bias in Capital Budgeting Decisions", **Journal of Modern Accounting and Auditing**, 9 (2), 287-296.

- Nguyen, Tristan ve Schüßler, Alexander (2013), “How to Make Better Decisions? Lessons Learned from Behavioral Corporate Finance”, **International Business Research**, 6 (1), 187-198.
- Nofsinger, J. (2003), “Social Mood and Financial Economics”, Working Paper, Department of Finance: Washington State University.
- Patnam, Manasa (2011), “Corporate Networks and Peer Effects in Firm Policies: Evidence From India”, [http://www.econ.cam.ac.uk/events/conf/networks-docs/corporate\\_mpatnam.pdf](http://www.econ.cam.ac.uk/events/conf/networks-docs/corporate_mpatnam.pdf) (15.12.2015).
- Patra, Theophano ve diğerleri (2012), “Determinants of Corporate Dividend Policy in Greece”, **Applied Financial Economics**, 22 (13), 1079-1087.
- Pekkaya, Mehmet (2006), “Kar Payı Dağıtımının Şirket Değeri Üzerine Etkisi: İMKB 30 Endeks Hisselerine Bir Analiz”, **ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi**, 2 (4), 183-209.
- Pompian, Michael M. (2006), **Behavioral Finance and Wealth Management: How to Build Optimal Portfolios That Account for Investor Biases**, John Wiley and Sons, New Jersey.
- Popadak, Jillian A. (2012), “Dividend Payments as a Response to Peer Influence”, <http://ssrn.com/abstract=2170561> (05.04.2016).
- Popescu, Marius ve Xu, Zhaojin (2014), “Does Reputation Contribute to Institutional Herding?”, **The Journal of Financial Research**, 37 (3), 295-322.
- Qiu, Hanqing (2013), **An Empirical Study of Peer Effects on Firms' Dividend and Stock Repurchase Policies**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, University of Illinois at Chicago.
- Rabin, Matthew (1998), “Psychology and Economics”, **Journal of Economic Literature**, 36 (1), 11-46.
- Rajan, Raghuram G. ve Zingales, Luigi (1995), “What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence From International Data”, **Journal of Finance**, 50, 1421-1460.
- Ramadan, Imad Zeyad (2015), “The Jordanian Catering Theory of Dividends”, **International Journal of Business and Management**, 10 (2), 226-230.



- Ramiah, Vikash ve diğerleri (2014), "A Behavioral Finance Approach to Working Capital Management", **The European Journal of Finance**, 10.1080/1351847x.2014.883549 (02.01.2016).
- Rasheed, R. ve diğerleri (2012), "Managerial Overconfidence and Discretion: Do Managerial Hubris Affect The Dividend Policy in Pakistan?", **Journal of Business and Management**, 6 (4), 50-62.
- Rashid, Mamunur ve diğerleri (2013), "Evidence of Dividend catering Theory in Malaysia: Implications for Investor Sentiment", **Vizja Press&IT**, 7 (4), 99-110.
- Reilly, Frank K. ve Brown, Keith C. (2008), **Investment Analysis and Portfolio Management**, Thomson ONE-Business School Edition, 9. Baskı, South Western.
- Ricciardi, Victor ve Simon Helen K. (2000), "What is Behavioral Finance?", **Business, Education & Technology Journal**, 2 (1), 1-9.
- Ritter, J. R. (2003), "Behavioral Finance", **Pacific-Basin Finance Journal**, 11 (4), 429-437.
- Roll, Richard (1986), "The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers", **Journal of Business**, 59 (2), 197-216.
- Ross, Stephen A. (1976), "The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing", **Journal of Economic Theory**, 13, 341-360.
- Rozeff, M. (1982), "Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios", **Journal of Financial Research**, 5 (3), 249-259.
- Samuelson, P. (1965), "Proof That Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly", **Industrial Management Review**, 6, 41-9.
- Savage, Leonard J. (1954), **The Foundations of Statistics**, Wiley, 2. Baskı, New York: Dover.
- Schrand, Catherine M. ve Zechman, Sarah L. C. (2011), "Executive Overconfidence and the Slippery Slope to Financial Misreporting", **Journal of Accounting and Economics**, 53, 311-329
- Shafir, Eldar ve diğerleri (1997), "Money Illusion", **The Quarterly Journal of Economics**, 112 (2), 341-374.

- Shleifer, Andrei (2000), **Inefficient Markets**, Oxford University Press, Chapter 6.
- Skala, Dorota (2008), “Overconfidence in Psychology and Finance An Interdisciplinary Literature Review”, **Bank i Kredyt**, 4, 33-50.
- Scharfstein, D. S. ve Stein, J. C. (1990), “Herd Behaviour and Investment”, **American Economic Review**, 80, 465–479.
- Schoemaker, Paul J. (1982), “The Expected Utility Model: Its Variants, Purposes, Evidence and Limitations”, **Journal of Economic Literature**, XX, 529-563.
- Sefil, S. ve Çilingiroğlu, H.K. (2011), “Davranışsal Finansın Temelleri: Karar Vermenin Bilişsel ve Duygusal Eğilimleri”, **İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 10 (19), 252-262.
- Sharpe, William F. (1964), “Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk”, **The Journal of Finance**, 19 (3), 425-442.
- Shefrin, H. ve M. Statman (1985), “The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence”, **Journal of Finance**, 40 (3), 777 – 790.
- Shefrin, Hersh (2001), “Behavioral Corporate Finance”, **Journal of Applied Corporate Finance**, 14 (3), 113-126.
- \_\_\_\_\_ (2007), **Behavioral Corporate Finance: Decisions that Create Value**, McGraw-Hill International Edition.
- Shiller, Robert J. (2003), “From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance”, **Journal of Economic Perspectives**, 17 (1), 83-104.
- Soufani, K. ve diğerleri (2012), “Do Behavioural Biases Explain Capital Structure Decisions?”, European Financial Management Association 2012 Annual Meetings, June 27-30, Barcelona, Spain
- Statman, Meir ve diğerleri (2008), “Affect in a Behavioral Asset Pricing Model”, <http://ssrn.com/abstract=1094070> (15.09.2016).
- Statman, Meir (2014), “Behavioral Finance: Finance with Normal People”, **Borsa İstanbul Review**, 14 (2), 65-73.
- Stock, James H. ve Watson, Mark W. (2003), **Introduction to Econometrics**, Addison Wesley, Pearson Education, Boston San Francisco New York.

- Strong Norman ve Xu, Xinzhong G. (1997), “Explaining The Cross Section of UK Expected Stock Returns”, **The British Accounting Review**, 29 (1), 1-23.
- Şener, Uğur (2015), “Beklenen Fayda Yaklaşımı ve Bu Yaklaşımın Sistematik İhlalleri”, **İstanbul Aydın Üniversitesi Dergisi**, 27, 37-68.
- Tatoğlu, Ferda Y. (2013), **İleri Panel Veri Analizi Stata Uygulamalı**, Beta Yayınları, 2. Baskı, İstanbul.
- Thaler, R. H. (1999), “Mental Accounting Matters”, **Journal of Behavioral Decision Making**, 12, 183-206.
- Tomak, Serpil (2013), “The Impact of Overconfidence on Capital Structure in Turkey”, **International Journal of Economics and Financial Issues**, 3 (2), 512-518.
- Tsuji, Chikashi (2010), “A Test of The Catering Theory of Dividends: The Case of The Japanese Electric Appliances Industry”, **Journal of Management Research**, 2 (2), 1-16.
- Tversky, A. ve Kahneman, D. (1974), “Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases” **Science**, 185, 1124-1131.
- \_\_\_\_\_ (1981), “The Framing of Decisions and The Psychology of Choice”, **Science**, 211, 453-458.
- \_\_\_\_\_ (1991), "Loss Aversion in Riskless Choice: A Reference Dependent Model", **Quarterly Journal of Economics**, 106 (4), 1039–1061.
- Vives, Xavier (1996), “Social Learning and Rational Expectations”, **European Economic Review**, 40, 589-601.
- Von Neumann, John ve Morgenstern Oskar (1944), **Theory Of Games And Economic Behavior**, 2. Baskı, Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Wang, Ming-Hui (2016), “Dividend Policy and The Catering Theory: Evidence from The Taiwan Stock Exchange”, **Managerial Finance**, 42 (10), 999-1016.
- Weinstein, N. D. (1980), “Unrealistic Optimism About Future Life Events”, **Journal of Personality and Social Psychology**, 39 (5), 806-820.
- Wooldridge, Jeffrey M. (2013), **Introduction to Econometrics**, South-Western, Cengage Learning.

- Xu, Bin (2014), **Corporate Financing Decisions: The Role of Managerial Overconfidence**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Loughborough Üniversitesi.
- Yamak, Rahmi ve diğerleri (2012), “Türkiye’de İşgücüne Katılımı Belirleyen Faktörler: Mikro Ekonomik Analiz”, **Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 12 (2), 41-58.
- Yıldız, Berk ve diğerleri (2014), “Firmalarda Temettü Politikalarını Etkileyen Unsurlar: İMKB Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Panel Veri Uygulaması”, **Ekonomi ve Sosyal Araştırmalar Dergisi**, 10 (1), 185-206.
- Zeckhauser, Richard ve diğerleri (1991), "Nonrational Actors and Financial Market Behavior," **Theory and Decision**, 31, 257-287.
- Zeelenberg, M.ve diğerleri (1996) “Consequences of Regret Aversion: Effects of Expected Feedback on Risky Decision Making”, **Organizational Behavior and Human Decision Processes**, 65, 148–158.



Kar dağıtım oranının büyüklüğü firmaların büyüme potansiyeline göre farklılık göstermektedir. Genellikle büyüme potansiyeli yüksek olan firmalar elde ettikleri karı büyük oranda yeniden yatırımlara yönlendirmektedirler. Olgunluk döneminde olan firmalar ise elde ettikleri karı ortaklara dağıtmaktadırlar. Bu nedenle, büyüme potansiyeli düşük olan firmaların kar dağıtım oranları genellikle daha yüksektir (Dağlı, 2013: 88). Firmaların kar dağıtım potansiyeli üzerinde ekonomik koşulların da önemli bir etkisi vardır. Grafikte görüldüğü üzere firmaların ortalama kar payı dağıtım oranları 2004 yılı itibarıyla bir yükseliş trendine girmiştir. Fakat 2008 finansal krizinin yaşandığı dönemde ekonomideki daralmayla birlikte yaşanan belirsizlik nedeniyle kar dağıtım oranlarında düşüş söz konusu olmuştur. Bununla birlikte ekonomik olarak piyasalar toparlanmaya başladığında kar dağıtım oranları eski seviyelerine dönmüştür. Kar dağıtım oranı (2) no'lu eşitlik ve öncü firma ortalaması ise (3) no'lu eşitlikteki gibi;

$$\text{Kar Dağıtım Oranı (Y}_3\text{)} = (\text{Pay Başına Temettü/Pay Başına Gelir}) \quad (2)$$

$$\text{Öncü Firma Ortalaması (Y}_4\text{)} = \text{Firma i hariç j sektöründe yer alan diğer firmaların kar dağıtım oranlarının ortalaması} \quad (3)$$

alınarak hesaplanmıştır.

### **Firma Büyüklüğü**

Büyük firmalar aktif yapıları itibarıyla nakit akışı oluşturabilecek daha fazla fona sahip olduklarından küçük firmalara nazaran daha fazla kar payı dağıtım potansiyeli taşımaktadırlar. Küçük firmaların ise gerek piyasa katılım oranları gerek kredibilitelerinin büyük firmalardan daha düşük olması, herhangi bir belirsizlik durumunda, fon gereksinimlerini karşılama konusunda sıkıntı yaratmaktadır. Bu nedenle, büyük firmaların hem piyasadan kolaylıkla borçlanabilmeleri hem de kendilerinin nakit akışı oluşturma potansiyelleri göz önünde bulundurulduğunda daha fazla kar dağıtım beklenmektedir. Nitekim Kuzucu (2015); Yıldız ve diğerleri (2014) ve Fama ve French (2001) firma büyüklüğü ve kar payı dağıtım kararları arasında pozitif ve anlamlı ilişki bulmuşlardır. Çalışma kapsamında firma büyüklüğü (4) no'lu eşitlikteki gibi hesaplanmıştır. Öncü firma ortalaması ise (5) no'lu eşitlikteki gibi;

$$\text{Firma Büyüklüğü (X}_1\text{)} = \text{Ln (Toplam Aktifler)} \quad (4)$$

$$\text{Öncü Firma Ortalaması (X}_{10}\text{)} = \text{Firma i hariç j sektöründe yer alan diğer firmaların firma büyüklükleri ortalaması} \quad (5)$$

alınarak hesaplanmıştır.

### **Karlılık**

Finansal yönetimde temel amaç hissedarların servetini artırmaktır. Bu doğrultuda hissedarlar firmaya sağladıkları öz sermaye üzerinden ne kadar kar sağladıklarını bilmek istemektedirler. Hisse sahipleri ortaya koydukları sermayenin, diğer bir anlamda yatırımlarının karlılığını, dolayısıyla firma performansını ve kendilerine ödenen nakit kar paylarını önemsemektedirler (Dağlı, 2013: 85). Diğer taraftan, firmalar ise finansman hiyerarşisi teorisine göre borç ödemelerine ve dolayısıyla iç fonlara önem vermektedirler. Bu tür firmalar dağıtılmamış karlara daha fazla yer vermektedir. Buna karşın istikrarlı bir şekilde kar elde eden ve düzenli nakit akışı sağlayabilen firmalar ise kar payı dağıtmayı tercih etmektedirler. Bu anlamda kar payı dağıtım kararları ve firma karlılığı arasında doğrusal bir ilişki söz konusu olmalıdır. Literatürde kar payı dağıtım kararları ve firma karlılığı arasında Fama ve French (2001), Lie (2005), Yıldız ve diğerleri (2014), Malik ve diğerleri (2013) pozitif ve anlamlı ilişki vardır yönünde bulgular elde ederlerken; Kuzucu (2015) negatif ilişki saptamıştır. Çalışma kapsamında firma karlılığının göstergesi olarak öz sermaye karlılığı (6) no'lu eşitlikte verilmiştir. Firmaların sektör ortalamaları yine firma i hariç sektör ortalaması alınarak hesaplanmış ve (7) no'lu eşitlikteki gibi;

$$\text{Özsermaye Karlılığı (X}_4\text{)} = \text{Net Kar/Özsermaye} \quad (6)$$

$$\text{Öncü Firma Ortalaması (X}_{12}\text{)} = \text{Firma i hariç j sektöründe yer alan diğer firmaların özsermaye karlılığı oranlarının ortalaması} \quad (7)$$

alınarak hesaplanmıştır.

### Önceki Yıl Kar Payı Dağıtımı

Firmaların geçmiş döneme ait kar payı dağıtım kararları, ilgili dönemdeki kar payı dağıtım kararlarını etkileyen önemli faktörlerden biridir. Bu konuda Lintner (1956) yöneticiler üzerine yaptığı anket çalışmasında firmaların geçmiş yıl kar dağıtım kararlarının, cari dönem kar dağıtım kararları için önemli bir belirleyici olduğunu tespit etmiştir. Lintner (1956)'e göre yöneticiler kar dağıtım kararlarında istikrardan yanadır ve sürdürmeyecekleri kar paylarını ödeme konusunda isteksizdirler. Yani kar payı dağıtım kararları yapışkan (sticky)'dir. Benzer şekilde, Grullon ve diğerleri (2005) ve Qui (2013) yöneticilerin kar payı dağıtım kararlarında geçmiş dönem kar payı ödemelerinin etkisi olduğu yönünde bulgular elde etmişlerdir. Çalışma kapsamında önceki dönem kar dağıtım değişkeni (8) no'lu eşitlikte gösterilmiştir. Firmaların önceki döneme ilişkin kar dağıtım kararları değişkeni aşağıdaki şekilde oluşturulmuştur.

$$Y_{1t-1} \text{ ve } Y_{3t-1} = \begin{cases} \text{Eğer firma önceki dönemde kar dağıtmışsa 1;} \\ \text{Dağıtmamışsa; 0} \end{cases} \quad (8)$$

### Büyüme Fırsatları

Firmaların büyüme fırsatları kar payı dağıtım kararları üzerinde etkili olan önemli göstergelerden birisidir. Özellikle yoğun rekabet koşullarının söz konusu olduğu firmalar, rakiplerine karşı rekabet üstünlüğü sağlayabilmek için karşılıklarına çıkan yatırım fırsatlarını değerlendirmek istemektedirler. Firmalar NBD'si pozitif olan yatırım projelerini kaçırmak istememektedirler. Bunun için nakit gereksinimi söz konusudur. Projelerin büyüklüğüne bağlı olarak bu nakit gereksinimi artmaktadır. Bu nedenle, firmalar iç kaynakları kar payı olarak dağıtmak yerine yatırım projelerine yönlendirmeyi tercih etmektedirler (Yıldız ve diğerleri, 2014: 189). Fama ve French, (2001); DeAngelo ve Skinner (2004); DeAngelo ve diğerleri (2006) ve Kuzucu (2015)'nin bulguları büyüme fırsatları ve kar payı dağıtım kararları arasındaki negatif ilişkiyi doğrulamaktadır. Çalışma kapsamında büyüme fırsatları (9) no'lu eşitlikte gibi hesaplanmıştır. Öncü firma ortalaması ise ilgili firmanın aktif değişimi hariç sektördeki firmaların aktif değişimi ortalaması alınarak (10) no'lu eşitlikteki gibi:

$$\text{Aktif Değişimi (X}_5\text{)} = \left[ \frac{(\text{Toplam Aktifler}_t - \text{Toplam Aktifler}_{t-1})}{\text{Toplam Aktifler}_{t-1}} \right] \quad (9)$$

$$\text{Öncü Firma Ortalaması (X}_{13}\text{)} = \text{Firma i hariç j sektöründe yer alan diğer firmaların aktif değişimi oranları ortalaması} \quad (10)$$

alınarak hesaplanmıştır.

### Likidite Oranı

Kar payı dağıtım kararlarında likidite önemli unsurlardan birisidir. Çünkü kar payı dağıtımını dışı doğru nakit akışı demektir. İstikrarlı bir nakit akışına sahip olan firmaların likiditeleri ne kadar iyi ise, kar payı ödeme yeteneği de o kadar iyidir. Diğer taraftan, büyüme ve gelişme sürecinde olan firmalar için likiditeden pek söz edilemez. Çünkü firmanın kaynakları çalışma sermayesi ve sabit varlıklar için

kullanılacaktır. Firmalar kendilerini belirsizliklerden korumak ve finansal esneklik için bir yastık görevi görmesi açısından likiditelerini belirli bir düzeyde tutmak istemektedirler. Bu nedenle, belirsizlikten kaçınmak için kar payı ödeyerek bu durumu tehlikeye atmak istemeyeceklerdir (Malik ve diğerleri 2013: 39). Likidite ve kar payı dağıtım kararları arasındaki ilişkiyi araştıran çalışmalarda Kuzucu (2015) herhangi bir ilişki elde edememiştir. Buna karşın Yıldız ve diğerleri (2014); Ho (2003) ve Patra ve diğerleri (2012) firmaların kar payı dağıtım oranları ile likidite durumları arasında pozitif ilişki saptamışlardır. Likidite oranı değişkeninin hesaplanması (11) no'lu eşitlikte gösterilmiştir. Öncü firma ortalaması ise (12) no'lu eşitlikteki gibi:

$$\text{Likidite Oranı } (X_2) = \frac{\text{Dönen Varlıklar}}{\text{Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar}} \quad (11)$$

$$\text{Öncü Firma Ortalaması } (X_{11}) = \frac{\text{Firma i hariç j sektöründe yer alan diğer firmaların likidite oranları ortalaması}}{\quad} \quad (12)$$

alınarak hesaplanmıştır.

### **Firma Olgunluk Dönemi**

Firmaların kar paylarındaki artış ve diğer nakit ödemeleri, büyüme sürecinden olgunlaşma sürecine girdiklerinin önemli göstergeleridir. Firmalar büyüme döneminde NBD'si pozitif olan birçok yatırım fırsatıyla karşılaşmaktadırlar. Ayrıca, bu projelerden yüksek kazançlar elde etmekte, yüksek sermaye harcamaları yapmakta, düşük serbest nakit akışlarına sahip olmakta ve kazançları hızla artmaktadır. Firma büyümeye devam ettikçe, sektöre yeni rakipler girmekte, bu yeni rakipler firmanın piyasa payını bölüşmekte ve ekonomik kazancını düşürmektedirler. Bu geçiş döneminde firmanın yatırım fırsatları azalmaya başlamakta ve firma büyük oranda serbest nakit akışları oluşturmaya başlamaktadır. Neticede firmalar, serbest nakit akışlarının yüksek olduğu ve yatırım getirilerinin sermaye maliyetine yakın olduğu bir olgunlaşma dönemine girmektedirler (Grullon ve diğerleri, 2002: 422). DeAngelo ve diğerleri (2006)'ne göre kar payı yaşam döngüsü yaklaşımı ile tutarlı bir şekilde, dağıtılmamış karların öz sermaye içindeki payı arttıkça kar payı ödeyen halka açık firmaların sayısı artmaktadır. Buna rağmen öz sermaye çoğunlukla kazanılmış sermayeden ziyade ödenmiş sermaye olduğunda ise kar payı ödeyen firmaların sayısı neredeyse sifıra düşmektedir. Bu sonuç kar payı başlatma ve kar payı atlama kararları için de söz konusudur. Çalışma kapsamında firma olgunluk dönemini temsilen firma yaşı (13) no'lu eşitlikteki gibi hesaplanmıştır. Öncü firma yaş ortalaması ise eşitlik (14)'daki gib:

$$\text{Firma Olgunluk Dönemi } (X_8) = \text{Ln}(\text{FirmaYaşı}) \quad (13)$$

$$\text{Öncü Firma Ortalaması } (X_{16}) = \frac{\text{Firma i hariç j sektöründe yer alan diğer firmaların yaş ortalamaları}}{\quad} \quad (14)$$

alınarak hesaplanmıştır.

### **Kaldıraç Oranı**

Firmaların diğer firmalara nazaran sahip oldukları finansal özerklik, kar payı politikaları üzerinde risk ve borçlanmanın etkilerinin tahmin edilmesi açısından finansal istikrar analizlerinde önemli bir göstergedir. Bir diğer önemli gösterge ise borçların ödenme gücüdür (Almeida ve diğerleri, 2015: 708). Bir firmanın yüksek borçlanma oranlarına sahip olması, firmanın sağladığı fonları öncelikli olarak borçlarının finansmanında kullanması gerekliliğini ortaya koymaktadır. Bu sebeple yüksek kaldıraç oranlarına sahip firmaların kar payı ödemelerini beklemek doğru bir yaklaşım olmayacaktır. Diğer taraftan, dağıtılmayan karlar özsermaye kalemi içinde firmalar için uzun vadeli bir kaynak yaratmaktadır. Finansal analistler firmaların sermaye yapılarını değerlendirirken kısa vadeli borçlardan ziyade uzun vadeli borçlarla ilgilenmektedirler. Çünkü kısa vadeli borçlar firmaların olağan faaliyetlerinin sonucunda ortaya çıkar. Bunun yanında, Türkiye'de firmalar açısından uzun vadeli borçlanma olanakları kısıtlıdır. Bu nedenle, firmalar kısa vadeli borçlanmaya ağırlık verebilmektedirler (Dağlı, 2013: 78). Abdioğlu (2016) kaldıraç oranları ve kar



payı dağıtım kararları arasında önemli bir ilişki elde edemezken; Kuzucu (2015) negatif ilişki tespit etmiştir. Çalışma kapsamında kaldıraç oranı (15) no'lu eşitlikteki gibi hesaplanmıştır. Ortalama kaldıraç oranı ise (16) no'lu eşitlikteki gibi:

$$\text{Kaldıraç Oranı (X}_6\text{)} = \left[ \frac{\text{(Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar+Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar)}}{\text{Toplam Aktifler}} \right] \quad (15)$$

$$\text{Öncü Firma Ortalaması (X}_{14}\text{)} = \text{Firma i hariç j sektöründe yer alan diğer firmaların kaldıraç oranları ortalaması} \quad (16)$$

alınarak hesaplanmıştır.

### **Piyasa Değeri/Defter Değeri**

Piyasa değeri/Defter değeri oranı firmaların faaliyetleriyle hissedarların servetine bir katkı sağlayıp sağlamadığını göstermesi açısından önemli bir göstergedir. Örneğin, bu oranın birden küçük olması, firmanın faaliyetleriyle hissedarların servetine bir katkı sağlayamadığını gösterir. Bunun yanında, oranın yüksek olması potansiyel yatırımcılar açısından payların pahalı olduğu anlamına gelmektedir. Bu nedenle, özellikle büyüme potansiyeli açısından benzer firmalar arasında bu oranın düşük olduğu firmaların payların yatırımcılar açısından tercih edilmesi uygun olacaktır (Dağlı, 2013: 87). Qui (2013) Pd/Dd oranı ile kar payı dağıtım politikaları arasında negatif ilişki saptarken; Yıldız ve diğerleri (2014) ve Kuzucu (2015) pozitif ilişki bulmuşlar ve bu durumu yüksek kar payları yüksek pay fiyatlarıyla ilişkilidir şeklinde yorumlamışlardır. Pd/Dd oranı (17) no'lu eşitlikte gösterilmiştir. Öncü firma ortalaması ise (18) no'lu eşitlikteki gibi:

$$\text{Piyasa Değeri Defter Değeri (X}_9\text{)} = \text{(Piyasa Değeri)}_t / \text{(Defter Değeri)}_t \quad (17)$$

$$\text{Öncü Firma Ortalaması (X}_{17}\text{)} = \text{Firma i hariç j sektöründe yer alan diğer firmaların PDDD oranları ortalaması} \quad (18)$$

alınarak hesaplanmıştır.

### **Halka Açılma Oranı**

Firmaların sahiplik yapısı uygulanan kar payı dağıtım politikaları üzerinde önemli etkiye sahiptir. Firmaların sahiplik yapısını oluşturan hissedarlar ellerindeki pay oranında yönetime katılma ve karar alma hakkına sahiplerdir. Bu anlamda az sayıda paya sahip hissedarlar ise firmada hak sahibi olmalarına rağmen ellerinde yeterli pay olmaması nedeniyle kararları doğrudan etkileyebilecek güce sahip değildirler. Böyle bir durumda bu hissedarların haklarını ve çıkarlarını, ellerinde daha yüksek oranda pay bulduran ve yönetme ve yürütme fonksiyonuna büyük oranda sahip olan hissedarlar temsil edeceklerdir. Bu durum firmaların sahiplik yapısı ve asimetrik bilgi ile sinyal teorisi arasındaki ilişkiyi göstermesi açısından önemlidir. Halka açılma oranı yüksek olan firmalarda, yöneticiler ve büyük hissedarlar ile daha düşük paylara sahip hissedarlar ve yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisi önemli boyutlardadır. Bu anlamda firma hakkında önemli bilgilere daha kolay ulaşabilen büyük paylara sahip hissedarlar ile yatırımcılar arasındaki bilgi asimetrisinin azaltılmasında firmaların kar payı dağıtım politikaları önemli bir araç olarak kullanılmaktadır (Yıldız ve diğerleri, 2014: 191). Halka açıklık oranı (19) no'lu eşitlikte gösterilmiştir. Öncü firma halka açıklık oranı ortalaması ise eşitlik (20)'deki gibi:

$$\text{Halka Açılma Oranı (X}_7\text{)} = \left[ \frac{\text{(Fiili Dolaşımda Bulunan Nominal Değer)}_t}{\text{Sermaye (Nominal Değer)}_t} \right] \quad (19)$$

$$\text{Öncü Firma Ortalaması (X}_{15}\text{)} = \text{Firma i hariç j sektöründe yer alan diğer firmaların halka açılma oranları ortalaması} \quad (20)$$

alınarak hesaplanmıştır.

### Aşırı Güven Ölçütü

Davranışsal önyargıları gözlemlemek ve ölçmek için bazı durumlarda uygun değişkeni tespit etmek güç olabilmektedir. Aşırı güven önyargısı için de benzer durum geçerlidir. Aşırı güven davranışının ölçülmesinde Malmendier ve Tate (2005), Hall ve Murphy (2002)'nin yöneticilerin optimal pay opsiyon politikalarını belirlemek amacıyla oluşturdukları modeli kullanmışlardır. Buna göre aşırı güven ölçütü, yöneticilerin kişisel portföy kararları (pay opsiyonunu elinde tutma süresi gibi) dikkate alınarak oluşturulmuştur. Malmendier ve Tate (2008) bir başka çalışmasında ise iş dünyasına ilişkin New York Times, Business Week, Financial Times, The Economist, and The Wall Street Journal gibi dergilerden derlenen atıflar kullanılarak oluşturulan değişkenleri kullanmışlardır. Bunun için ilgili yöneticilere bu yayınlarda yapılan atıf sayısı dikkate alınmıştır. Yayınlardaki atıf sayısı “güvenli”, “güven”, “iyimser”, “iyimserlik” kelimeleri ve “güvenli olmayan”, “iyimser olmayan”, “mantıklı”, “ihtiyatlı”, “tutucu” kelimeleri taranarak belirlenmiştir. Buna göre aşırı güveni temsil eden kelimeler diğerlerinden fazla ise yöneticinin aşırı güvenli olduğu değilse, aşırı güvenli olmadığı kabul edilmiştir. Malmendier ve Tate (2005, 2008)'in aşırı güven ölçütleri Deshmukh ve diğerleri (2013) ve Cordeiro (2009) tarafından da test edilmiştir.

Bir diğer çalışmada Lin ve diğerleri (2008) aşırı güven ölçütü olarak yöneticilerin kazanç tahminlerini kullanmışlardır. Buna göre yöneticinin kazanç tahmini, örneklem döneminde en az bir kez firmanın gerçekleşen kazancından yüksek ise, yönetici aşırı güvenli kabul edilmiştir. Benzer şekilde, Ben David ve diğerleri (2007) kurumsal finans yöneticilerinin gelecek pay getiri tahminlerine ilişkin hatalı kalibrasyon düzeylerini dikkate alarak aşırı güveni ölçmüşlerdir. Barros ve Silveira (2008) ise yöneticileri girişimci ve girişimci olmayan şeklinde sınıflandırarak yönetici statüsüne göre aşırı güveni belirlemişlerdir. Diğer taraftan, Ahmet ve Duellman (2013) yöneticilerin yatırım düzeylerini esas alarak oluşturdukları değişkeni aşırı güven ölçütü olarak kullanmışlardır.

Malmendier ve diğerleri (2011)'ne göre işletmeler aşırı güvenli yönetici çalıştırdıkları dönemlerde daha yüksek oranda borçlanmaktadırlar. Bu savı destekleyecek şekilde Xu (2014) aşırı güvenli yöneticilerin fazla uzun vadeli borçlandıklarını saptamıştır. Diğer taraftan, Ben David ve diğerleri (2007)'ne göre aşırı güvenli yönetici çalıştıran yöneticiler aşırı yatırım yapmaktadırlar. Araştırma kapsamında aşırı güven ölçütü oluşturulurken veri elde etme güçlüğü nedeniyle yöneticilere ilişkin bilgilere dayalı ölçütler kullanılamamıştır. Bunun yanında, kar dağıtım kararları ile yatırım oranları ve firma borçlanma düzeyleri arasındaki ilişki göz önünde bulundurularak aşırı yatırım oranı ve aşırı borçlanma oranları aşırı güven ölçütü olarak kullanılmıştır. Firmaların yatırım düzeyleri dikkate alınarak oluşturulan aşırı güven göstergesi (22) no'lu eşitlik dikkate alınarak oluşturulmuştur. Firmaların sektöre göre düzeltilmiş aşırı yatırım oranı ise (21) no'lu eşitlikteki gibi:

$$\text{Aşırı Yatırım Oranı} = \left[ \frac{(\text{Maddi Duran Varlıklar}_t - \text{Maddi Duran Varlık}_{t-1}) + \text{Amortisman}_t}{\text{Toplam Aktifler}_{t+1}} \right] \quad (21)$$

$$\text{Yönetici aşırı güveni}(AG_i) = \begin{cases} \text{Eğer ilgili yılda firmanın sektöre göre düzeltilmiş yatırım oranı, endüstri ortalamasının üzerinde ise yönetici aşırı güvenli kabul edilmiş ve “1” değeri verilmiştir.} \\ \text{Eğer ilgili yılda firmanın sektöre göre düzeltilmiş yatırım oranı, endüstri ortalamasının altında ise yönetici aşırı güvenli kabul edilmemiş ve “0” değeri verilmiştir.} \end{cases} \quad (22)$$

Sektöre göre düzeltilmiş aşırı borçlanma oranı (23) no'lu eşitlikteki gibi hesaplanmıştır. Firmaların borçlanma düzeylerine dayalı olarak oluşturulan aşırı güven ölçütü ise (24) no'lu eşitlikteki gibidir.

$$\text{Aşırı Borçlanma Oranı} = (\text{Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar} / \text{Piyasa Değeri}) \quad (23)$$

$$\text{Yönetici aşırı güveni}(AG_2) = \begin{cases} \text{Eğer ilgili yılda firmanın borçlanma oranı endüstri ortalamasının} \\ \text{üzerinde ise yönetici aşırı güvenli kabul edilmiş ve "1" değeri} \\ \text{verilmiştir.} \\ \\ \text{Eğer ilgili yılda firmanın borçlanma oranı endüstri ortalamasının} \\ \text{üzerinde ise yönetici aşırı güvenli kabul edilmiş ve "1" değeri} \\ \text{verilmiştir.} \end{cases} \quad (24)$$

### Kar Payı Primi

Bazı yatırımcılar psikolojik veya kurumsal sebeplerden dolayı, kar payı ödenen paylara, bilgiye dayalı olmayan ve zamanla değişebilen bir talep göstermektedirler. Piyasadaki arbitraj imkanları ise bu talepleri engelleme konusunda başarısız olmaktadır. Yöneticiler rasyonel olarak yatırımcıların kar payı ödenen paylara talep göstermeleri durumunda kar payı ödemekte; kar payı ödemeyen paylara talep gösterdiklerinde ise kar payı ödemeyi bırakmaktadırlar (Baker ve Wurgler, 2004: 1125). Baker ve Wurgler (2004) kar payı priminin, firmaların kar payı ödeme olasılıkları üzerinde pozitif etkiye sahip olduklarını saptamışlardır. Bu doğrultuda kar payı primi (25) no'lu eşitlikteki gibi hesaplanmıştır:

$$\text{Kar Payı Primi (KPP)} = \text{Ln} \left[ \frac{\text{(Kar payı ödeyen firmaların değer ağırlıklı ortalama Pd/Dd)} - \text{(Kar payı ödemeyen firmaların değer ağırlıklı ortalama Pd/Dd)}}{\text{ortalama Pd/Dd}} \right] \quad (25)$$

### Firmaya Özgü Getiri (Araç Değişken)

Araştırma kapsamında kar payı dağıtım kararlarında sürü etkisinin tespiti için kullanılan ampirik modelde teorik olarak, firma i'nin kar payı dağıtım kararlarının ve öncü firmaların kar payı dağıtım kararlarının karşılıklı olarak birbirlerini etkilemesi beklenmektedir. Bu durum ise içsellik problemine neden olmaktadır ve uygun araç değişken kullanılmasını gerekli kılmaktadır. İçsellik problemi, firmaların finansal kararlarının birbirlerini etkilemesi durumunda, firma a'nın finansal kararı başka firmaların finansal kararlarının bir fonksiyonu haline gelmektedir. Bu eşanlılık ise diğer firmaların finansal kararlarının içsel olduğunu, yani bir veya birden fazla bağımsız değişkenin hata terimiyle ilişkili olduğunu göstermektedir. Bu durumda ise yapısal parametreler tanımlanamamaktadır. Araç değişkenlerin uygunluğu ilgililik ve geçerlilik koşullarını sağlamasına bağlıdır. Bunun için araç değişken tercihinde literatürdeki çalışmalar (Leary ve Roberts, 2014; Adhikari 2013) dikkate alınarak firmaya özgü getirilerin kullanılmasına karar verilmiştir. Araç değişkenin belirlenmesi ve hesaplanması aşamasında Carhart (1997)'in geliştirdiği dört faktör modelinden yararlanılmıştır. Carhart (1997) çalışmasında Fama French (1993) üç faktör modeline Jegadeesh ve Titman'ın (1993) önerdiği momentum faktörünü eklemiştir. Araştırmada Leary ve Roberts (2014) takip edilerek dört faktör modeline sektör portföyünün artık getirisi şeklinde beşinci bir faktör eklenmiştir. Sektör getirisi eşit ağırlıklı olarak hesaplanmıştır. Bu faktör, sektördeki firmalar arasında ortak olan getiri değişimlerinden kurtulmak için kullanılmıştır. Bir i firmasının pay getirisinin firmaya özgü bileşeni ile sektördeki firma i hariç diğer firmaların firmaya özgü getiri bileşenleri arasındaki korelasyon sıfıra yakın olmalıdır. Bu bize eşitlik 7'deki faktörlerin, ortak sebeplerin neden olduğu getiri değişimlerini ortadan kaldırdığını söylemektedir (Leary ve Roberts, 2014: 148). Buna göre beklenen getiri 1 no'lu model tahmin edilerek elde edilmiştir.

$$R_{ijt} - R_{ft} = \alpha + \beta_{it}^m (R_{mt} - R_{ft}) + \beta_{it}^{SMB} SMB_t + \beta_{it}^{HML} HML_t + \beta_{it}^{WML} WML_t + \beta_{it}^j (R_{jt}^{sektör} - R_{ft}) + \eta_{ijt} \quad (\text{Model 1})$$

$R_{ijt}$  : j sektöründe yer alan firma i'nin t ayındaki getirisini,

$R_f$  : Risksiz faiz oranını,

$R_m$  : Endeks getirisini,

$SMB$  : Piyasa değeri küçük paylardan oluşan portföyün getirisi ile piyasa değeri büyük paylardan oluşan portföyün getirisi arasındaki farkı,

- HML : Dd/Pd oranı yüksek olan paylardan oluşan portföyün getirisi ile Dd/Pd oranı düşük paylardan oluşan portföyün getirisi arasındaki farkı,  
WML : Kazanan pay portföyü ile kaybeden pay portföy getirileri arasındaki farkı,  
 $R_{jt}^{\text{sektör}}$  : Firma i hariç sektör portföyünün ortalama eşit ağırlıklı getirisini,  
 $\eta_{ijt}$  : Hata terimini ifade etmektedir.

Çalışma kapsamında momentum değişkeni hariç diğer değişkenlerin tümü yılda bir kez hesaplanmıştır. Çalışmada t yılı Temmuz ayından t+1 yılı Haziran ayına kadarki getiriler tahmin edilirken t yılı Haziran ayındaki bilgiler dikkate alınmıştır. Momentum anomalisi ise her ay için hesaplanmıştır. Çalışmada araç değişken tahmininde gerekli olan değişkenlerin hesaplanmasında momentum hariç Fama French (1993) takip edilirken, momentum değişkeni için Jegadeesh ve Titman (1993) takip edilmiştir.

Payların aylık getirileri ise (26) no'lu eşitlikteki formül yardımıyla hesaplanmıştır (Borsa İstanbul Şirketleri Aylık Fiyat ve Getiri Verileri (t,y), <http://www.borsaistanbul.com/>):

$$G_i = \frac{[F_i \cdot (BDL + BDZ + 1) - R \cdot BDL + T - F_{i-1}]}{F_{i-1}} \quad (26)$$

- $G_i$  : “i” ayına ait getiri.  
 $F_i$  : “i” ayına ait en son kapanış fiyatı.  
BDL : Ay içinde alınan bedelli pay.  
BDZ : Ay içinde alınan bedelsiz pay adedi.  
R : Rüşhan hakkı kullanma fiyatı.  
T : Ay içinde 1.000,-TL/1 TL nominal değerli paya ödenen net temettü tutarı.  
 $F_{i-1}$  : “i” ayından bir önceki aya ait en son kapanış fiyatı.

Araç değişken tahmininde firma büyüklüğü olarak, Borsa İstanbul Yıldız Pazar’da işlem gören imalat sanayii firmalarının piyasa değerleri esas alınmıştır. Firma büyüklüğü, t yılı Haziran ayı sonunda her bir firmaya ait dolaşımdaki pay adedi ile kapanış fiyatının çarpılması sonucu elde edilmiştir. Firma büyüklüğünün hesaplanma şekli (27) no’lu eşitlikte gösterilmiştir. Burada;

$$FB = \ln (HSS)_t \cdot (KF)_t \quad (27)$$

- FB : Firma Büyüklüğü  
HSS : Dolaşımdaki Pay Adedi  
KF : Kapanış Fiyatı  
t : Zaman

Dd/Pd oranı, imalat sanayiinde yer alan her bir firmanın (t-1) dönem sonu öz sermaye değeri (t-1) dönem sonu toplam piyasa değerine bölünerek hesaplanmıştır. Dönem sonu piyasa değeri (27) no’lu eşitlikteki gibi hesaplanmıştır. Dd/Pd’nin hesaplanma şekli ise (28) no’lu eşitlikte gösterilmiştir. Burada;

$$Dd/Pd = \ln (\ddot{O}s_{(t-1)}/Pd_{(t-1)}) \quad (28)$$

- Dd : Defter değeri  
Pd : Piyasa Değeri  
 $\ddot{O}s$  : Öz sermaye  
t : Zaman

Risk faktörlerinin elde edilebilmesi aşamasında Fama French (1993) metodolojisi takip edilerek portföyler oluşturulmuştur. Bunun için portföyler her t yılının Haziran ayında oluşturulmuş ve t-1 yılı Aralık ayı bilanço verileri ile eşleştirilmiştir. Faktörlerden PD etkisi için iki adet (küçük ve büyük) ve Dd/Pd etkisi

için üç adet (düşük, orta ve yüksek) olmak üzere portföyler oluşturulmuş ve bu portföylerin kesişiminden oluşan 6 adet portföy (S/L, S/M, S/H, B/L, B/M, B/H) elde edilmiştir. Portföyleri şöyle açıklamak mümkündür:

- S/L: Piyasa değeri küçük, Dd/Pd oranı düşük olan payların oluşturduğu portföyü,
- S/M: Piyasa değeri küçük, Dd/Pd oranı orta büyüklükte payların oluşturduğu portföyü,
- S/H: Piyasa değeri küçük, Dd/Pd oranı yüksek payların oluşturduğu portföyü,
- B/L: Piyasa değeri büyük, Dd/Pd oranı düşük payların oluşturduğu portföyü,
- B/M: Piyasa değeri büyük, Dd/Pd oranı orta büyüklükte payların oluşturduğu portföyü,
- B/H: Piyasa değeri büyük, Dd/Pd oranı yüksek payların oluşturduğu portföyü ifade etmektedir.

Momentum faktörünün hesaplanması için payları, t yılı Temmuz ayı ile t-1 yılı Haziran ayı olmak üzere sıralanmış ve t-2 ve t-12 ayları arasındaki geçmiş 10 aylık getiriler kullanılarak performanslarına bakılmıştır. t ayına ilişkin momentum değeri eşitlik (30)'deki gibi (t-12). aydan (t-2). aya kadar olan sürekli bileşik getirilerin toplamı alınarak hesaplanmıştır (Jegadeesh ve Titman, 2001; Fama French, 2008). Sürekli bileşik getiri formülü (29) no'lu eşitlikteki gibidir:

$$r_t = \ln(1 + R_t) \quad (29)$$

$$MOM = \sum_{n=1}^{10} r_t \quad (30)$$

Burada;

$r_t$  : Sürekli bileşik getiri

$R_t$  : Nominal getiri

MOM: Momentum

Jegadeesh ve Titman (2001) takip edilerek momentum faktörü için payları büyüklük ölçüsüne göre ikiye (%50 küçük- %50 büyük) ayrılmıştır. Ayrıca, momentumu en iyi %70'lik kısım W (kazanan), ortadaki %40'lık kısım N (nötr) ve en düşük %30'luk kısım ise L (kaybeden) şeklinde sınıflandırılmıştır. Bu portföylerin kesişiminden değer ağırlıklı portföyler oluşturulmuş ve WML risk faktörü hesaplanmıştır. Hesaplama kullanılan kesişim portföyleri şöyledir:

- S/L<sub>s</sub>: Piyasa değeri küçük, geçmişte kaybettiren payların oluşturduğu portföyü,
- S/W: Piyasa değeri küçük, geçmişte kazandıran payların oluşturduğu portföyü,
- B/L<sub>s</sub>: Piyasa değeri büyük, geçmişte kaybettiren payların oluşturduğu portföyü,
- B/W: Piyasa değeri büyük, geçmişte kazandıran yüksek payların oluşturduğu portföyü ifade etmektedir.

Risk faktörleri ise aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır:

$$SMB \text{ (Small Minus Big)} = ((S/L - B/L) + (S/M - B/M) + (S/H - B/H)) / 3 \quad (31)$$

$$HML \text{ (High Minus Low)} = ((S/H - S/L) + (B/H - B/L)) / 2 \quad (32)$$

$$WML \text{ (Winner Minus Loser)} = ((S/W - S/L_s) + (B/W - B/L_s)) / 2 \quad (33)$$

Denklem 7'nin tahmini için Fama ve French (1993) metodolojisinde olduğu gibi geçmiş 24-60 aylık getiri verisi kullanılabilir. Bu yöntem beklenen getirilere ilişkin daha iyi ortalamalar elde edilmesini sağlamaktadır. Örneğin, Ocak 2005-Aralık 2005 için "i" firmasına ait beklenen ve firmaya özgü getirileri elde etmek için Ocak 2000-Aralık 2004 dönemi aylık getirileri ile 1 no'lu denklem kullanılarak yıl bazında

tahmin yapılmıştır. Daha sonra tahmin edilen katsayılar ve firmanın Ocak 2005-Aralık 2005 dönemi risk faktörlerinin getirileri kullanılarak ilgili yıla ilişkin beklenen getiriler denklem 2'deki gibi hesaplanmıştır. Firmaya özgü getiriler ise gerçekleşen ve tahmin edilen getiriler arasındaki fark alınarak (34) no'lu eşitlik yardımıyla hesaplanmıştır. Beklenen getiri:

$$\hat{R}_{ijt}-R_{ft} = \hat{\alpha} + \hat{\beta}_{it}^M (R_{mt}-R_{ft}) + \hat{\beta}_{it}^{SMB} SMB_{t+} + \hat{\beta}_{it}^{HML} HML_{t+} + \hat{\beta}_{it}^{WML} WML_{t+} + \hat{\beta}_{it}^j (R_{ijt}^{sektör} - R_{ft}) \quad (\text{Model 2})$$

$$\text{Firmaya özgü getiri } (X_3) = \hat{\eta} = r_{ijt} - \hat{r}_{ijt} \quad (34)$$

Beklenen getiriler, her bir firma için geçmiş aylık getiriler kullanılarak, 7 no'lu denklem yardımıyla yıllık bazda tahmin edilmiştir. Firmalara ait beklenen getirilerin elde edilmesi için 847 adet tahmin yapılmıştır. Araştırma kapsamında veri aralığı dikkate alınarak, geçmiş 36 aylık getiri verileri kullanılmıştır. Örneğin, Ocak 2003-Aralık 2003 dönemi için tahmin yapılırken Ocak 2000-Aralık 2002 dönemi kullanılmıştır. Daha sonra bu regresyon tahmininden elde edilen katsayılar ve Ocak 2003-Aralık 2003 dönemine ait faktör getirileri kullanılarak, 2 no'lu denklem hesaplanmış ve daha sonra gerçekleşen getiriler ve beklenen getiriler arasındaki fark alınarak firmaya özgü getiriler hesaplanmıştır. Ampirik analizde mali tablo verileri ile uyumun sağlanabilmesi için, aylık olarak tahminlenen firmaya özgü getiriler yıllık getiriler haline dönüştürülmüştür. Bunun için firmaya özgü bileşik getiriler hesaplanmıştır. Daha sonra araç değişken, firma "i" hariç sektörde yer alan öncü firmaların firmaya özgü getirilerinin aritmetik ortalaması alınarak hesaplanmıştır. Analizde araç değişken hem düzeyinde hem bir gecikmesi alınarak kullanılmıştır.

## ÖZGEÇMİŞ

Esra BULUT 1984 tarihinde Kars'da doğdu. İlk, orta ve lise öğrenimini Bursa ve İstanbul'da tamamladı. Lisans öğrenimine 2002 yılında Karadeniz Teknik Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü'nde başladı ve 2006 yılında tamamladı. 2008 yılında Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Çalışma Ekonomisi ve Endüstri İlişkileri Anabilim Dalı'nda yüksek lisans eğitime başladı. 2011 yılında yüksek lisans eğitimini tamamlayarak, aynı yıl yine Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı'nda doktora eğitimine başladı.

BULUT, 2010 yılından beri Karadeniz Teknik Üniversitesi Vakıfkebir Meslek Yüksek Okulu Yönetim ve Organizasyon Bölümü'nde öğretim görevlisidir. Aynı zamanda 2014-2016 döneminde Maliye Bölüm Başkanlığı görevini yürütmüş ve 2016 yılından beri Finans- Bankacılık ve Sigortacılık Bölümü Bölüm Başkanlığı görevini yürütmektedir. Orta derece İngilizce bilgisine sahiptir.