



**T.C.**  
**NIĞDE ÖMER HALİSDEMİR ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**İŞLETME ANA BİLİM DALI**  
**MUHASEBE-FİNANSMAN BİLİM DALI**

**BİRLEŞME VE SATIN ALMALARDA YÖNETİCİ AŞIRI  
GÜVENİNİN FİRMA DEĞERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ**

**DOKTORA TEZİ**

**Hazırlayan**  
**Reyhan Can**

**Niğde**  
**Nisan, 2019**



**T.C**  
**NİĞDE ÖMER HALİSDEMİR ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**İŞLETME ANA BİLİM DALI**  
**MUHASEBE-FİNANSMAN BİLİM DALI**

**BİRLEŞME VE SATIN ALMALARDA YÖNETİCİ AŞIRI**  
**GÜVENİNİN FİRMA DEĞERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ**

**DOKTORA TEZİ**

**Hazırlayan**  
**Reyhan Can**

Danışman: Doç. Dr. Hatice Işın DİZDARLAR  
Üye: Prof. Dr. Turhan KORKMAZ  
Üye: Prof. Dr. Mutlu Başaran ÖZTÜRK  
Üye: Prof. Dr. Bülent ÖZ  
Üye: Prof. Dr. Ömer İSKENDEROĞLU

**Niğde**  
**Nisan, 2019**

## YEMİN METNİ

Doktora tezi olarak sunduğum “Birleşme ve Satın Almalarda Yönetici Aşırı Güveninin Firma Değeri Üzerindeki Etkisi” başlıklı bu çalışmanın, bilimsel ve akademik kurallar çerçevesinde tez yazım kılavuzuna uygun olarak tarafımdan yazıldığını, yararlandığım eserlerin tamamının kaynaklarda gösterildiğini ve çalışmamın içinde kullanıldıkları her yerde bunlara atıf yapıldığını belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

Reyhan CAN

## ONAY SAYFASI

Doç. Dr. Hatice Işın DİZDARLAR danışmanlığında Reyhan CAN tarafından hazırlanan “Birleşme ve Satın Almalarda Yönetici Aşırı Güveninin Firma Değeri Üzerindeki Etkisi” adlı bu çalışma jürimiz tarafından Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı'nda Doktora Tezi olarak kabul edilmiştir.

Tarih : 29 / 04 / 2019

### JÜRİ :

Danışman : Doç. Dr. Hatice Işın DİZDARLAR

Üye : Prof.Dr. Mutlu Başaran ÖZTÜRK

Üye : Prof.Dr. Ömer İSKENDEROĞLU

Üye : Prof. Dr. Bülent ÖZ

Üye : Prof. Dr. Turhan KORKMAZ



### ONAY :

Bu tezin kabulü Enstitü Yönetim Kurulu'nun ..... Tarih ve ..... sayılı kararı ile onaylanmıştır.

Doç. Dr. Emin Hüseyin ÇETENAK  
Enstitü Müdürü

## ÖNSÖZ

Firmaların temelde değerlerini artırmak amacı olmakla beraber bunu yanı sıra yaşamlarını devam ettirmek, büyümek ve rekabet avantajı elde etmek gibi amaçları da vardır. Firmaların bu amaçlara ulaşmak için başvurdukları yöntemlerden biri de firma birleşmeleri ya da satın almalarıdır. Firmaları birleşme ve satın almaya yönelten diğer nedenler, sinerji, riskin dağıtılması, iktisadi güdüler, vergi avantajı ve pazar payının artırılması olabilir. Birleşme ve satın almanın firmaya sağladığı bu yararların yanı sıra yöneticileri birleşme ve satın alma kararı almaya yönlendiren nedenler de bulunmaktadır. Yöneticinin kendi gücünü artırmak, kendini ispatlamak ya da firmada elde ettiği başarılar sonucu almış olduğu primlerden faydalanmak gibi nedenlerle de yöneticiler birleşme ve satın alma karar almaya yönelebilirler.

Davranışsal finans açısından yöneticileri birleşme ve satın almaya yönelten nedenlere bakıldığında yöneticilerin aşırı güvenli olmalarının bu tür kararlar almalarında etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Aşırı güven yersiz ve yüksek bir güven düzeyini ifade etmekte olup, bireylerin ortalamanın üzerinde olmadıkları zaman bile kendilerini ortalamanın üzerinde görmelerine neden olmaktadır. Bireylerin aşırı güvenli olması bazı durumlarda yararlı sonuçlar ortaya çıkarırken bazı durumlarda yanlış kararlara sıkı sıkıya bağlı kalmalarına neden olmaktadır. Firmalarda alınan kararlarda yöneticilerin etkisi düşünüldüğünde yöneticinin sahip olduğu aşırı güven alınmaması gereken finansal kararların alınmasına neden olarak firma değerini etkilemektedir. Firma değerinde yaşanan aşırı güvene bağlı azalışlar hissedarların servet düzeylerinin azalmasına neden olmaktadır. Bu nedenle yöneticilerin aşırı güven düzeyinin belirlenmesi firma ve hissedar değeri için önemli hale gelmektedir.

Çalışmamda değerli zamanlarını ayırarak katkıda bulunan başta tez danışmanım Doç. Dr. H. Işın Dizdarlar olmak üzere Prof. Dr. M. Başaran Öztürk'e, Prof. Dr. Bülent Öz'e, Prof. Dr. Ömer İskenderoğlu'na, Prof. Dr.

Turhan Korkmaz'a, Prof. Dr. R. İlker Gökbulut'a, ölçek geliştirme aşamasında desteğini esirgemeyen Prof. Dr. Adnan Erkuş'a, tez çalışmam sırasında desteğini esirgemeyen Dr. Öğretim Görevlisi Nizamettin Başaran'a teşekkürü bir borç bilirim. Ayrıca doktora çalışmalarım süresince varlığını, desteğini ve sabrını eksik etmeyen sevgili eşim Ali Can ile sevgili oğlum Alperen Eralp Can'a ve bilgisayar programları ile ilgili yaşadığım sorunlarda sıkılmadan yanımda olan kardeşim Zafer Özmeden'e şükranlarımı sunarım.

Bu çalışma, SOB2016/05-DOKTEP no'lu proje kapsamında Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi Bilimsel ve Teknolojik Araştırma Projeleri Koordinatörlüğü tarafından desteklenmiştir.

**Reyhan CAN**

**ÖZET**  
**DOKTORA TEZİ**

**BİRLEŞME VE SATIN ALMALARDA YÖNETİCİ AŞIRI**  
**GÜVENİNİN FİRMA DEĞERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ**

**CAN, Reyhan**  
**İşletme Anabilim Dalı**  
**Muhasebe Finansman Bilim Dalı**  
**Tez Danışmanı: Doç. Dr. H. Işın DİZDARLAR**  
**Nisan 2019, 202 sayfa.**

Bu çalışmanın amacı, firma değeri üzerinde etkili olan birleşme ve satın almalarda yönetici aşırı güveninin etkisini belirlemektir. Bu amaç doğrultusunda, çalışmanın birinci bölümünde değer, değerlendirme, firma değeri ve birleşme ve satın almalarda firma değeri ele alınmıştır. İkinci bölümde etkin piyasalar hipotezi ve davranışsal finans açıklanmıştır. Üçüncü bölümde yönetici aşırı güveni ve yönetici aşırı güveni ile ilgili yapılan çalışmalara yer verilmiştir. Daha sonra firma birleşme ve satın almalarında yönetici aşırı güveni ve firma değerine etkisi üzerine bir araştırma yapılmıştır.

Çalışmada yöneticilerin güven düzeylerinde bir farklılık olup olmadığı geliştirilen ölçek yardımıyla belirlenmiştir. Ölçek çalışması Borsa İstanbul'da (BIST) faaliyet gösteren 42 üst düzey firma yöneticisine uygulanmıştır. Yapılan çalışma ile üst düzey yöneticilerinin güven düzeylerinin birleşme ve satın alma sayısını istatistiki olarak %5 önem düzeyinde pozitif etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Elde edilen bu sonuç yönetici güveninin firmalarda gerçekleştirilen birleşme ve satın alma sayısını arttırdığını göstermektedir.

Öncelikle ölçek çalışmasıyla yönetici güveninin firma birleşme ve satın almalarını etkileyip etkilemediği araştırılmıştır. Araştırmanın sonucunda yönetici güveninin firma birleşme ve satın almalarını etkilediği tespit edilmiştir. Daha sonra firmalarda birleşme ve satın alma gerçekleştiren yöneticilerin aşırı güveninin firma değerine bir etkisinin olup olmadığı



incelenmiştir. Firma satın alma ve birleşme gerçekleştirmiş yöneticilerin aşırı güveninin firma değeri üzerine etkisini incelemek için 2010-2017 yılları arasında Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren ve birleşme ve satın alma gerçekleştiren firmalar belirlenmiştir. Daha sonra birleşme ve satın alma gerçekleştiren ve bilgilerine tam olarak ulaşılabilen 62 üst düzey yönetici ve firma değeri arasındaki ilişki incelenmiştir.

Çalışmada firma değeri için üç ayrı model oluşturulmuştur. Model 1'de firma değeri olarak Tobin Q, Model 2'de borsa değeri ve Model 3'de girişim değeri kullanılmıştır. Yapılan çoklu doğrusal regresyon analizi sonucunda Model 1'de firma büyüklüğü ve PD/DD'nin firma değerini etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. PD/DD değişkeninin istatistiki olarak %1 önem düzeyinde anlamlı negatif yönde etkili olduğu, firma büyüklüğünün ise %10 önem düzeyinde anlamlı ve negatif yönlü bir etkisi olduğu tespit edilmiştir. Model 2' de kaldıraç değişkeninin firma değerine %1 önem düzeyinde negatif yönlü etkisi olduğu tespit edilmiştir. Model 3'de firma değeri üzerine aşırı güven değişkeni ve PD/DD değişkenlerinin istatistiki olarak %1 önem düzeyinde negatif etkisi varken F/K oranının %1 önem düzeyinde pozitif olarak firma değerini etkilediği tespit edilmiştir.

Model 1 ve 2'de aşırı güven değişkeni ile firma değeri arasında istatistiki olarak anlamlı bir sonuç elde edilememiş olmasına rağmen yönetici aşırı güveninin firma değerine etkisinin negatif yönlü olduğu belirlenmiştir. Elde edilen bu sonuç firmalarda birleşme ve satın alma gerçekleştiren yöneticilerin aşırı güvenli olmaları söz konusu olduğunda firma değerinin azaldığını göstermiştir. Bu durum yönetici aşırı güveninin firmalarda risklerin yanlış hesaplanmasına neden olduğunu ve kabul edilmemesi gereken projelerin kabul edilerek firmanın değerine zarar verdiklerini ileri süren çalışmalarla benzerlik göstermektedir.

**Anahtar Kelimeler:** Firma Değeri, Birleşme ve Satın Alma, Davranışsal Finans, Yönetici Aşırı Güveni.

**ABSTRACT  
DOKTORATE THESIS**

**THE IMPACT OF MANAGERS' OVERCONFIDENCE  
ON FIRM VALUE WITHIN THE CONTEXT OF MERGERS  
AND ACQUISITIONS**

**CAN, Reyhan**  
**Business Administration**  
**Accounting Finance**  
**Supervisor: Associate Prof. Dr. H. İşın DİZDARLAR**  
**April 2019, 202 pages.**

The purpose of this study is to determine the effect of manager overconfidence in mergers and acquisitions that have an impact on firm value. For this purpose, in the first part of the study, value, valuation, firm value and firm value in mergers and acquisitions are discussed. In the second chapter, efficient market hypothesis and behavioral finance were described. In the third chapter, manager overconfidence and the studies about manager overconfidence were examined. Then, the manager overconfidence on firm merger and acquisition and its effect on firm value were studied.

The confidence levels of the managers were determined with the help of the scale developed in this study. The scale was applied to 42 managers of companies whose stocks are traded in the BIST İstanbul Equity Market. It has been concluded that the confidence level of managers positively affects the number of mergers and acquisitions at statistical significance level of 5%. This result shows that manager confidence increases the number of mergers and acquisitions in firms.

Firstly, it was studied whether the manager confidence affects firm mergers and acquisitions by the use of scale. As a result of the study, it was determined that manager confidence affects firm mergers and acquisitions. Then, it has been examined whether there is any effect of overconfidence of managers who made firm mergers and acquisitions on firm value. To examine the effect of overconfidence of managers, the companies which made mergers

and acquisitions between 2010 – 2017 and whose stocks are traded in the BIST İstanbul Equity Market were determined. Then, the relationship between the firm value and 62 managers who made mergers and acquisitions and whose information can be reached fully was examined.

In the study, three different models were created for the firm value. Tobin Q was used in Model 1, the market value in Model 2 and the value of the enterprise value in Model 3 for the firm value. As a result of multiple linear regression analysis, it was concluded that firm size and M/B affect firm value in Model 1. It was found that M/B variable was statistically significant at the level of 1% and has a negative effect and the firm size was statistically significant at the level of 10% and has a negative effect. In Model 2, it is determined that the leverage variable has a negative effect on the firm value at the significance level of 1%. While the overconfidence variable and the M/B variables have a negative effect on the significance level of 1% in Model 3, it was found that the P/E ratio affected the firm value positively at 1% significance level.

Although there is no statistically significant result between the overconfidence variable and the firm value in Model 1 and 2, it was found that the effect of executive overconfidence on firm value was negative. This result shows that the value of the firm is decreased if executives who make mergers and acquisitions are overconfident. This result supports the studies which suggest that the overconfidence of the executives cause the miscalculation of the risks in the firms. Also, the acceptance of projects which should not be accepted affect the firm values negatively.

**Key Words:** Firm Value, Merger and Acquisitions, Behavioral Finance, Manager Overconfidence.

## İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ .....	ii
ÖZET .....	iv
ABSTRACT.....	vi
TABLolar, ŞEKİLLER LİSTESİ .....	xi
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xii
EKLER LİSTESİ.....	xiii
GİRİŞ.....	1

### BİRİNCİ BÖLÜM

#### DEĞER KAVRAMI, FİRMA DEĞERLEMESİ VE BİRLEŞME VE SATIN ALMALARDA FİRMA DEĞERİ

1.1. Firmanın Amacı .....	4
1.2. Değer ve Değerleme Kavramı.....	6
1.3. Firma Değerleme Kavramı.....	7
1.4. Birleşme ve Satın Almalarda Firma Değeri .....	8
1.5. Firma Birleşmelerinin Analizi.....	13
1.6. Firma Birleşmelerinde Kullanılabilecek Firma Değerleme Modelleri.....	15
1.6.1. Defter Değeri Modeli .....	15
1.6.2. Fiyat/Kazanç Oranı Modeli.....	16
1.6.3. Piyasa Değeri Modeli.....	18
1.6.4. İndirgenmiş Nakit Akışları Modeli .....	19

### İKİNCİ BÖLÜM

#### DAVRANIŞSAL FİNANS VE BİREYLERİN BİLİŞSEL VE DUYGUSAL EĞİLİMLERİ

2.1. Etkin Piyasalar Hipotezi .....	22
2.2. Davranışsal Finansın Temelleri.....	27
2.3. Ekonomi ve Psikolojide Karar Verme.....	31
2.3.1. Beklenen Fayda Teorisi ve Beklenen Fayda Teorisine Yapılan Eleştiriler.....	32

2.3.1.1. Ellsberg Paradoksu .....	35
2.3.1.2. Allais Paradoksu .....	37
2.3.2. Belirsizlik ve Risk Altında Karar Verme – Beklenti Teorisi .....	38
2.3.3. Beklenti Teorisi ve Beklenti Teorisinin Temel Süreçleri.....	39
2.3.3.1. Düzeltme Süreci .....	40
2.3.3.2. Değer Fonksiyonu .....	41
2.3.3.3. Ağırlıklı Olasılık Fonksiyonu.....	43
2.4. Bireylerin Bilişsel ve Duygusal Eğilimleri .....	44
2.4.1. Psikolojik Önyargılar .....	44
2.4.1.1. Mevcudiyet Kısa Yolu .....	46
2.4.1.2. Temsiliyet Kısa yolu .....	48
2.4.1.3. Demir Atma ve Düzeltme Kısa Yolu .....	52
2.4.2. Bilişsel Önyargılar .....	54
2.4.2.1. Muhafazakarlık ve Doğrulayıcı Önyargı .....	55
2.4.2.2. İyimserlik Önyargısı .....	57
2.4.2.3. Aşırı Güven.....	57
2.4.2.4. Öncelik Etkisi, Sonralık Etkisi ve Sulandırma Etkisi .....	58
2.4.2.5. Kayıptan Kaçınma .....	59
2.4.2.6. Geri Görüş Önyargısı .....	60
2.4.2.7. Aşına Olma Önyargısı .....	60
2.4.3. Duygusal Faktörler .....	61
2.4.3.1. Bilişsel Çelişki .....	63
2.4.3.2. Pişman Olma.....	64
2.4.3.3. Zihinsel Muhasebe.....	65
2.4.3.4. Sürü Davranışı .....	68

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### BİRLEŞME VE SATIN ALMA GERÇEKLEŞTİREN FİRMA YÖNETİCİLERİNDE AŞIRI GÜVEN DAVRANIŞI VE FİRMA DEĞERİ ÜZERİNE ETKİSİNİN ARAŞTIRILMASI

3.1. Yöneticilerde Aşırı Güven ve Aşırı Güveni Arttıran Davranışlar .....	72
3.1.1. Yönetici İyimserliği .....	78
3.1.2. Yönetici Narsisizmi .....	82
3.1.3. Yönetici Aşırı Güveni.....	83
3.2. Temsil Teorisine Yönetici Aşırı Güveni .....	89
3.3. Yönetici Aşırı Güveni ve Birleşme Satın Alma Kararlarına Olan Etkisi .....	91

3.4. Firmalarda Alınan Finansal Kararlarda Yönetici Aşırı Güveninin Firma Değeri Üzerine Etkisinin İncelenmesine Yönelik Bir Çalışma .....	97
3.4.1. Araştırmanın Amacı.....	97
3.4.2. Araştırmanın Önemi .....	98
3.4.3. Araştırmanın Kapsamı ve Sınırları .....	99
3.4.4. Araştırmada Kullanılan Verilerin Elde Edilmesi .....	99
3.4.5. Araştırmanın Yöntemi .....	100
3.5. Finansal Karar Alma Sürecinde Yönetici Davranışını Belirlemeye Yönelik Ölçek Geliştirme Çalışması .....	102
3.5.1.Ön Deneme ve Deneme Uygulaması.....	104
3.5.2.Birleşme ve Satın Alma Kararlarında Yönetici Güveni Alan Araştırması.....	120
3.5.2.1.Yöneticilerin Finansal Karar Alırken Güven Düzeylerine İlişkin Hipotezler ve Hipotez Testleri.....	121
3.5.2.2.Yönetici Güveni İle Birleşme ve Satın Alma Arasındaki Etkinin İncelenmesi .....	132
3.6. Birleşme ve Satın Alma Gerçekleştirmiş Yöneticilerin Aşırı Güven Düzeylerinin Firma Değeri Üzerine Etkisinin Araştırılması .....	135
3.6.1. Firma Değeri ve Yönetici Aşırı Güveni Arasındaki Etkinin Belirlenmesi İçin Kullanılan Değişkenler .....	136
3.6.1.1. Bağımlı Değişken .....	136
3.6.1.2. Bağımsız Değişken .....	139
3.6.1.3. Kontrol Değişkeni .....	146
3.6.2. Birleşme ve Satın Alma Gerçekleştirmiş Yöneticilerin Aşırı Güven Düzeylerinin Firma Değeri Üzerine Etkisinin Araştırılması .....	151
3.6.2.1. Model 1: Tobin Q Değerinin Firma Değeri Olarak Kullanıldığı Çoklu Doğrusal Regresyon Sonuçları .....	152
3.6.2.2.Model 2: Borsa Değerinin Firma Değeri Olarak Kullanıldığı Çoklu Doğrusal Regresyon Sonuçları .....	155
3.6.2.3. Model 3: Girişim Değerinin Firma Değeri Olarak Kullanıldığı Çoklu Doğrusal Regresyon Sonuçları.....	157
3.7. Bulguların Değerlendirilmesi .....	159
<b>SONUÇ VE ÖNERİLER.....</b>	<b>166</b>
<b>KAYNAKÇA.....</b>	<b>172</b>
<b>EKLER .....</b>	<b>193</b>
<b>ÖZGEÇMİŞ .....</b>	<b>201</b>

## Tablo ve Şekiller Listesi

<b>Şekil 1:</b> Değer Fonksiyonu.....	41
<b>Şekil 2:</b> Faktörlerin Öz Değerlerine Dayalı Olarak Oluşturulan Çizgi Grafiği .....	116
<b>Tablo 1:</b> Deneme Çalışması Katılımcılarına Ait Demografik Bilgiler.....	106
<b>Tablo 2:</b> Yönetici Davranışını Ölçen Maddelerin Toplam Test Korelasyonları .....	111
<b>Tablo 3:</b> KMO ve Bartlett Testi Sonuçları .....	114
<b>Tablo 4:</b> Faktör Analizi Sonuç Matrisinde Ölçek Faktörlerinin Özdeğer ve Varyansları .....	115
<b>Tablo 5:</b> Döndürülmüş Faktör Matrisi Sonuçları .....	117
<b>Tablo 6:</b> Güven, Pasiflik, Kaygı Ve Güvensizlik Faktörlerinin Korelasyon Tablosu.....	118
<b>Tablo 7:</b> Güven ve Güvensizlik Faktörlerinin Korelasyon Tablosu.....	119
<b>Tablo 8:</b> Yönetici Demografik Özellikleri İle Güven Düzeyi Farklılığına İlişkin Tek Yönlü ANOVA Analizi.....	123
<b>Tablo 9:</b> Yönetici Demografik Özellikleri İle Güvensizlik Düzeyi Farklılığına İlişkin Tek Yönlü ANOVA Analizi.....	129
<b>Tablo 10:</b> Yönetici Güveninin Birleşme ve Satın Almalara Etkisi .....	133
<b>Tablo 11:</b> Çoklu Doğrusal Regresyon Analizinde Kullanılan Değişkenler.....	151
<b>Tablo 12:</b> Tobin Q Değerinin Firma Değeri Olarak Kullanıldığı Çoklu Doğrusal Regresyon Sonuçları .....	153
<b>Tablo 13:</b> Borsa Değerinin Firma Değeri Olarak Kullanıldığı Çoklu Doğrusal Regresyon Sonuçları .....	156
<b>Tablo 14:</b> Girişim Değerinin Firma Değeri Olarak Kullanıldığı Çoklu Doğrusal Regresyon Sonuçları .....	158

## **Kısaltmalar Listesi**

**ABD:** Amerika Birleşik Devletleri

**APA:** Arbitraj Fiyatlama Modeli

**BIST:** Borsa İstanbul

**BDF:** Borsa Değeri

**CAR:** Kümülatif Anormal Getiri

**CFO:** Mali İşler Yöneticisi

**CPAM:** Menkul Kıymet Fiyatlama Modeli

**FA:** Faktör Analizi

**FBY:** Firma Büyüklüğü

**F/K:** Fiyat Kazanç Oranı

**GDF:** Girişim Değeri

**KAL:** Kaldıraç Oranı

**NA:** Nakit Akışı

**PD/DD:** Piyasa Değeri Defter Değeri Oranı

**ROA:** Varlık Karlılığı

**TBA:** Temel Bileşenler Analizi

**TQF:** Tobin Q



## EKLER LİSTESİ

<b>EK 1:</b> Araştırmada Yer Alan Firmalara Ait Liste .....	193
<b>EK 2:</b> Finansal Karar Alırken Yönetici Davranışı Belirleme Ölçeği .....	195
<b>EK 3:</b> İki Yapılı Faktör İçinde Yer Alan İfadeler.....	200



## GİRİŞ

Geleneksel finans teorisinde rasyonel yatırımcı, risk ve beklenen getiriyi dikkate alan, belirsizlik ortamı söz konusu olduğunda riskten kaçan, karar vermesi gereken bir durumda servetinin beklenen getirisini maksimum kılmaya çalışan birey olarak tanımlanmaktadır. Fama'nın ileri sürdüğü Etkin Piyasa Hipotezi'ne göre; piyasadaki fiyatlar tesadüfi olarak gerçekleşmektedir ve fiyatlar tesadüfi olarak gerçekleştiğinden geçmiş fiyat hareketlerinden yola çıkarak gelecekteki fiyat hareketlerini tahmin etmek mümkün değildir. Piyasadaki yatırımcılar rasyonel olduklarından ve birbirleri ile aynı bilgiye sahip oldukları varsayıldığından piyasaya yeni giren yatırımcı rasyonel olmasa dahi piyasayı etkileyemeyecektir. Etkin piyasalar hipotezine göre rasyonel olmayan yatırımcıların piyasayı etkileyememe nedeni olarak rasyonel yatırımcıların yaptığı arbitraj işleminin piyasayı dengeye getireceği gösterilmektedir.

Geleneksel finans teorilerinin öne sürdüğü bu varsayımlar, uzun süre geçerliliğini korurken 1970'li yıllarda bu teorilerin piyasalarda yaşanmakta olan birçok olayı açıklamada yetersiz kaldığı ortaya çıkmıştır. Geleneksel finans teorisinin bu yetersizliklerinin fark edilmesi davranışsal finans alanının doğmasına olanak sağlamıştır. Davranışsal finans geleneksel finans teorilerinin aksine; bireylerin tamamen rasyonel olmadığını ve bireyler için sınırlı bir rasyonelliğin geçerli olabileceğini belirtmektedir. Bireylerin sınırlı bir rasyoneliteye sahip olmaları bir karar alma durumuyla karşı karşıya kalan bireyin sadece var olan bilgiye göre değil aynı zamanda kendi inanç, tutum ve tecrübeleri gibi başka faktörlerin de etkisinde kalarak karar aldıklarını ifade etmektedir. Ayrıca davranışsal finansa göre etkin piyasalar hipotezinin aksine arbitrajda sınırlıdır. Sınırlı arbitraj ve sınırlı rasyonellik varsayımları etkin piyasalar hipotezinin açıklamada yetersiz kaldığı birçok durum hakkında açıklama sağlayarak davranışsal finansa olan ilginin artmasına neden olmuştur.

Davranışsal finansın temellerinin oluşmasında büyük katkısı olan Tversky ve Kahneman zihinsel kısa yollar ve karar alma süreçleri üzerine yaptıkları çalışmalarında yatırımcıların karar alırken rasyonel davranmadıkları ve yatırımcı davranışlarında olasılık hesapları yerine zihinsel kısa yolların ve bilişsel önyargıların etkili olduğunu ortaya koymuştur. Ayrıca yatırımcıların belirsizlik ortamı söz konusu olduğunda Beklenen Fayda Teorisi'ne göre değil, Beklenti Teorisi'ne göre hareket ettikleri gözlenmiştir. Bireylerin inançlarının ve tercihlerinin ne olması gerektiği ile ilgili değil nasıl olduğu ile ilgilenen Beklenti Teorisi, bireylerin kazançlar ve kayıplara farklı ağırlıklar verdiklerini ve beklenen riskten ziyade algılanan riskin hesaba katılması gerektiğini öngörmektedir. Buna göre bireyler, var olan servet pozisyonlarını referans noktası olarak belirlemekte, karar sonuçlarını bu referans noktasına göre kayıp ya da kazanç olarak adlandırmaktadır. Bunun sonucunda ise, yatırımcılar kayıpla karşı karşıya kaldıklarında riske eğilimli olma davranışı sergileyip, kazanç durumunda riskten kaçınma eğiliminde olmaktadır.

Günümüzde birçok büyük yatırımcı ve fon yöneticisi çeşitli durumlarda bilişsel önyargılara dayanarak karar vermektedir. Bilişsel önyargılar, kısıtlı bir zamanda, kişilerin karmaşık ve belirsiz ortamlarda karar verme durumunda insan tecrübelerine dayanan ya da bazı psikolojik nedenlerle kullanılan bir yöntemdir. Birçok yatırımcı ve fon yöneticisi yetersiz bilgi, kısıtlı zaman ve psikolojik faktörlerle yanılabilmektedir. Davranışsal finasta bu yanılgılar sonucu oluşan önyargılardan biri de aşırı güvendir.

İnsanlarda gerçekte bildiklerinden daha fazlasını bildiğine inanma ve kendi yeteneklerini üstün görme eğilimi aşırı güvene neden olurken, aşırı güvenli yatırımcılar önyargılarına güvenerek veya bildikleri firmalara daha fazla ağırlık vererek daha az çeşitlendirme yapmaktadır. Ayrıca yatırımcı aşırı güveni yatırımcıların işlem sıklığını artırarak rasyonel kararlar almalarına engel olmaktadır. Yatırımcıların yatırım kararı alırken rasyonel davranmamaları alınan karara bağlı olarak piyasada işlem gören firmaların firma değerini de etkileyebilir.

Yatırımcılar yatırım yapmayı düşündüğü firma hakkında tüm bilgilere sahip olamayacağından, elde etmiş olduğu eksik bilgiler ile belirli önyargı kalıplarıyla, geçmişteki ortalamaları göz önünde bulundurarak ya da önyargılardan yararlanarak alacağı kararlar sadece yatırımcıları değil firmanın değerini de etkileyecektir. Duruma yöneticiler açısından baktığımızda ise yöneticilerin içine düştükleri aşırı güven yanılgısı onların firma hakkında almaması gereken yatırım kararlarını almalarına neden olarak tamiri oldukça zor ya da imkansız olan sonuçların yaşanmasına neden olacaktır. Alınmış olan yanlış yatırım kararları firma değerini kısa veya uzun vadede oldukça derinden etkileyebilir ve firmanın rekabet avantajının azalmasına ya da gelişiminin yavaşlamasına neden olabilir.

Bu çalışmada Borsa İstanbul'a kayıtlı firmalardan birleşme ve satın alma gerçekleştiren firma yöneticilerinin güvenli davranıp davranmadıkları belirlenerek, alınan birleşme ve satın alma kararında aşırı güvenin firma değerine bir etkisi olup olmadığı incelenmiştir.

Bu çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın ilk bölümünde değer, değerlendirme ve firma değeri kavramları açıklandıktan sonra birleşme ve satın almalarda firma değeri konuları hakkında bilgi verilmiştir. Çalışmanın ikinci bölümünde etkin piyasalar hipotezinden bahsedildikten sonra davranışsal finansın tarihi gelişimi, beklenti teorisi ve davranışsal finasta yer alan belirsizlik ve risk altında bireylerin kararlarını etkileyen psikolojik, bilişsel ve duygusal faktörlere dayanan önyargılar hakkında bilgi verilmiştir. Çalışmanın son bölümü olan üçüncü bölümde ise yönetici aşırı güveni ile ilgili bilgi verilmiş, birleşme ve satın almalarda yönetici aşırı güveni ve firma değeri üzerine etkisi ile ilgili literatür incelenmiştir ve firma birleşme ve satın almalarında yönetici aşırı güveninin firma değeri üzerine etkisi üzerine bir araştırma yapılmıştır.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### DEĞER KAVRAMI, FİRMA DEĞERLEMESİ VE BİRLEŞME VE SATIN ALMALARDA FİRMA DEĞERİ

#### 1.1. Firmanın Amacı

Firmanın amacı denildiğinde; firmanın hangi amacının ya da hangi amaçlarının ele alınacağı önemli olmaktadır. Mikro ekonomik açıdan bakıldığında firmaların amacının sermayenin etkin kullanımı üzerine odaklanan kâr maksimizasyonu olduğu belirtilmekte olup, finansal yönetim açısından bu tanımın dar kapsamlı kaldığı ifade edilmektedir (Aydın, Başar ve Çoşkun, 2010: 10; Aydın, Şen ve Berk, 2012: 11). Dar kapsamlı olduğu düşünülen kâr maksimizasyonu amacının eksik yönlerini aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür:

- Kâr maksimizasyonunun nihai amaç olarak tanımlanması, öncelikle hissedarların çıkarlarına ters düşebilmektedir. Örneğin, bir firma yeni hisse senedi ihraç ettiğinde ihraç sonrası sağladığı fonları tahvile yatırım yaparak değerlendirilebilir. Bu yolla firmanın toplam karında bir artış meydana gelmesine rağmen hisse senedi sayısında meydana gelen artış nedeniyle hisse başına karda yaşanacak bir düşüş, mevcut hissedarların servetlerinde bir azalışa neden olabilir. Fakat firma tahvile yatırım yapmak yerine uzun vadede getiri sağlaması beklenen ar-ge faaliyetine yatırım yaparak da karını artırabilir. Firmada ar-ge faaliyetleri yerine tahvile yatırımın tercih edilmesi gelecekteki karlardan feragat edilmesine neden olarak firmanın rekabet gücünü zayıflatmakta ve kar maksimizasyonu amacı mevcut hissedarlarının memnuniyetini azaltmaktadır (Aydın vd., 2012: 12).

- Kâr maksimizasyonu denildiğinde hangi kardan (net faaliyet karı, brüt faaliyet karı, uzun dönemli kâr, kısa dönemli kâr, mutlak kâr ya da kârlılıktan mı) bahsedildiği net olarak anlaşılmamaktadır. Örneğin kar maksimizasyonunda mutlak kârın göz önüne alındığını varsaydığımızda farklı büyüklükteki firmaların ya da aynı firmanın farklı dönemlerindeki başarısını karşılaştırmak mümkün olmamaktadır (Aydın vd., 2012: 12).

- Kar kavramı yatırımlardan beklenen nakit akımlarının zaman değerini ve riskini dikkate almamaktadır. Paranın zaman değerini dikkate almayan kar maksimizasyonunu amaç edinen firmalarda alınan kısa vadeli kararlar oldukça yanıltıcı sonuçlara neden olmaktadır. Kar maksimizasyonu ayrıca farklı alternatifler arasındaki risk farkını ihmal etmekte olup, örneğin riskleri farklı ve aynı getiri oranına sahip olan iki alternatif arasından yapılacak bir seçimde kayıtsız kalmaktadır. Hâlbuki rasyonel bir yatırımcı, aynı getiriyi sağlayacak iki alternatiften daha az riskli olanı tercih etmektedir (Aydın vd., 2010: 11; Ercan ve Ban, 2010: 13-14; Okka, 2010: 20).

Kar maksimizasyonu amacının yukarıda ifade edilen eksik yönleri, firma değerini belirlerken yöneticileri ve firma sahiplerini hissedar değerini maksimize etme amacına yönlendirmiştir. Hissedar değerini en çoklama amacının temel amaç olduğu ilk kez 1919 yılında Dodge Kardeşlerin açtığı davada dile getirilmiştir. Ford Motor Company'nin çoğunluk hisselerine sahip olan Henry Ford, kârlarını dağıtmayıp otofinansman yapmak istemesine rağmen azınlık hisselerine sahip olan Dodge kardeşler bu duruma karşı çıkararak itiraz etmişlerdir. Mahkeme, Ford Motor Company'nin otofinansman yapma davranışını hissedar çıkarlarına aykırı bularak “firmanın (ve yöneticilerinin) öncelikli olarak hissedar karlılığını ön plana çıkaracak şekilde organize olmasının ve bu yönde hareket etmesinin gerekliliğine” vurgu yapmıştır. Daha sonrasında, 1929 yılında Amerika Birleşik Devletleri'nde (ABD) yaşanan hisse senedi piyasası krizi ve Büyük Buhran'a bağlı olarak, hissedar değerini en çoklama amacı yeniden tartışılmaya başlanmıştır. Hissedarların çıkarlarının öncelikli hale geldiği yeni bir döneme girilmiştir (Demirgüneş, 2016: 160). Bu dönemde firma amacının hissedar değeri

maksimizasyonu olarak tanımlanması “değer” ve “değerleme” kavramlarının ön plana çıkmasına neden olmuştur.

## 1.2. Değer ve Değerleme Kavramı

Firma amacının hissedar değeri maksimizasyonu olarak tanımlanması ile birlikte değer kavramı ön plana çıkmış, ancak tanımı konusunda bir fikir birliğine ulaşılamamıştır. Değer “bir varlığın sağladığı toplam fayda, kullanım değeri, varlığın karşılığında alınabilecek tutar” olarak tanımlanmaktadır (Ercan, Öztürk ve Demirgüneş, 2003: 1). Ekonomide değer tanımı, değişim sürecinde mal ya da hizmete sahip olma gücü olarak ifade edilmektedir (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 3). İşletme bilimi açısından ise değer; varlığın karşılığında alınabilecek bedel, diğer bir ifade ile mal veya hizmet ya da o mala verilen önem olarak tanımlanmaktadır (Ercan vd., 2003: 1).

Her varlığın özelliklerine göre ve mala sahip olan kişiye göre bir değeri vardır ve bu değer sahibine sağlayacağı faydalar sonucunda ortaya çıkmaktadır (Chambers, 2009: 5). Bir varlık ve yükümlülük farklı kişi ve kurumlar için farklı değerleri ifade edebilir. Herhangi bir varlık veya yükümlülüğün değeri “kimin için değer?” ve “hangi amaçla değer?” gibi soruların yanıtına bağlı olmaktadır (Şenel, Tuncal, Önoğul ve Karşlı, 2011: 53). Değerin objektiflik veya subjektiflik barındıran bir kavram olarak iki yönü bulunmaktadır. Subjektif değer, kişilere ve arzulara göre belirlenen değerdir. Objektif değer ise; mal ve hizmetlerin maliyet ve faydalarıyla orantılı olarak belirlenen değerini ifade etmektedir (İvgen, 2003: 25).

Bir mal veya hizmetin değerinin tespit edilmesi süreci değerlendirme faaliyetlerini oluşturmaktadır. Değerleme geniş anlamda, “Para dışındaki iktisadi bir varlığın değerinin para karşılığı olarak değerinin belirlenmesi olup bir kurum veya kişinin, bina, arsa, taşıt, makine - teçhizat, mal stoku, vb. toplam aktiflerinin ve pasiflerinin değerinin takdir ve tahmin edilmesidir.”

şeklinde tanımlanmaktadır (Ekici, 2013: 162). Muhasebe yönünden değerlendirme, bir firmanın sahip olduğu aktif ve pasif kalemlerin ve diğer iktisadi kıymetlerin belirli bir tarihteki değerini para ile ifade etmektir (Pamukçu ve Öğüz, 2014: 77). Finansal açıdan değerlendirme ise, bir varlığın beklenen nakit girişleri, bu nakit girişlerinin riski ve bu riske göre belirlenen beklenen getiri oranından oluşan üç temel girdiyi kullanarak pazar değerini tahmin etme sürecidir (Gürsoy, 2007: 279).

Firmalar değer maksimizasyonuna odaklandıklarında bu hedefe ne kadar yaklaşıldığı ya da ne ölçüde ulaşıldığını belirlerken, satın alma, mevcut varlığı en iyi fiyatla elden çıkarma veya içsel stratejik yönetim kararlarını uygulamada varlıkların gerçek değerinin tespit edilmesine ihtiyaç duymaktadırlar. Firmaların yanı sıra firmalara yatırım yapmayı düşünen potansiyel yatırımcılar da yatırımdan sağlanabilecek getiriyi hesaplarken değerlendirme yapmaya ihtiyaç duymaktadırlar (Chambers, 2009: 8). Firmaların ve potansiyel yatırımcıların ihtiyaç duydukları değerlendirme amacına uygun değerlendirme yönetimini ya da yöntemlerini belirleyerek yapacakları değerlemeler alınan kararlarda başarı olasılığını artırmakta ve değerini doğruya yakın bir şekilde belirlenmesinde etkili olmaktadır.

### **1.3. Firma Değerleme Kavramı**

Firma değeri firmaların kuruluşundan başlayarak şekillenen, üretilen malların kalitesi, müşteri memnuniyeti, kaliteli bir yönetim anlayışına sahip olunması, firma içi ve firma dışı ilişkilerin olumlu olması, ekonominin durumu ve endüstrinin genel seyri gibi unsurlardan etkilenecek ortaya çıkan bir kavramdır (Aghabaki, 2014: 49).

Değerin göreceli bir kavram olması ve tam olarak saptanmasında yaşanan güçlükler firma değerlemesini finansal yönetimin en karmaşık konularından biri haline getirmiştir (Bayırlı, 2006: 53). Firma değerlemesi, firmanın geçmiş ve cari dönem finansal bilgilerine göre firmanın yer aldığı



ekonominin, sektörün ve firmaya ait finansal bilgilerin analiz edilmesi ve gelecek döneme ilişkin tahminlerin yapılması işlemidir (Ekici, 2013: 162).

Değerleme çalışmaları ve değerlendirme tekniklerine, bir firmanın hissedarları ya da potansiyel yatırımcıları yatırımlarından elde edecekleri getiri ve faydaları belirlemek için ihtiyaç duyarlar (Chambers, 2009: 6-7). Firmalar ise firma değerlemesine; portföy yönetimi, birleşme, satın alma, franchising, özelleştirme, tasfiye ve firmanın kredi değerliliğinin belirlenmesi gibi pek çok farklı stratejik kararın alınmasında ve stratejik planlamada ihtiyaç duymaktadır (Ercan, Öztürk, Küçük Kaplan, Başcı ve Demirgüneş, 2006: 9).

#### **1.4. Birleşme ve Satın Almalarda Firma Değeri**

1990'lardan itibaren globalleşen ve hızla değişen teknoloji büyük ölçekli firmaların pazar paylarını ve etkinliklerini koruyabilmek için firma içinde kârlı olmayan bölümleri kapatmalarına, daha küçük parçalara ayırmalarına ya da satmalarına veya dinamik iş ortamında yaşanan sürekli değişim ihtiyacı genişlemek isteyen firmaları diğer firmalarla birleşme ve satın almaya sevk etmiştir (Shah ve Arora, 2014: 170; Tekbaş, Seval, Köse, Kıyılar ve Sarıkovanlık, 2014: 110).

Terminolojide Birleşme, Satın Alma veya Devralma ve Konsolidasyon sık sık kavram kargaşına neden olmaktadır. Birleşme, daha önce ayrı ayrı faaliyet gösteren iki farklı firmanın mal varlıklarını birleştirip, yeni bir tüzel kişilik oluşturmasıdır. Birleşmelerde, finansal kaynakların ve sorumlulukların da birleştirilmesi söz konusudur. Eğer çatısı altında toplanılan firma birleşme sonucu kurulan yeni bir firma ise "Konsolidasyon" kavramından, eğer bir araya gelen firmalardan bir tanesi varlığını sürdürür, diğer firmalar yasal varlıklarını yitirerek bu firma çatısı altına girerlerse "satın alma" (acquisition) veya "devir" (takeover) kavramından bahsedilir. Bu kavramların ayrı durumları ifade etmesine rağmen iktisat ve finans

literatüründe birleşme (merger) kavramı daha çok kullanılmıştır. Bütünleşmeler ve satın almalar da, birleşme (merger) kavramı altında değerlendirilmiştir (Akinbuli ve Kelilume, 2013: 45; Akgöbek, 2011: 25; Köse, 2010: 4).

Firma birleşmeleri yatay, dikey, türdeş ve aykırı olmak üzere dört ana başlık altında incelenmektedir. Yatay Birleşmelerde, hem satın alan hem de satın alınan firma aynı sektördedir. Yatay birleşmelerde ortaya çıkan en önemli sinerji; performans artışı ve piyasa gücüdür. Performans artışı genellikle gereksiz altbölümlerin kapatılması veya işçi çıkarımları ile elde edilir. Üretilen ürün veya hizmetlere gelen talepte daha az değişim olması ile piyasa gücü artırılabilir. Yatay birleşmelerde ölçek ekonomileri, yeni pazarlara erişim, verimsiz yönetimin değiştirilmesi, daha fazla malî imkânlar ve patentler, ticari markalar ve lisanslar gibi maddi olmayan varlıkların birleştirilmesi ile artı değer elde edilebilir. Türkiye’de bu tür birleşmeye Osmanlı Bankası ve Garanti Bankası’nın birleşmesi örnek verilebilir (Anaberk, 2008: 11; Cihangir, 2004: 15; Ross, Westerfield ve Jaffe, 2013: 887; Tekbaş vd., 2014: 111; Van Frederikslust, Wal ve Westdijk, 2010: 3).

Dikey Birleşme, firmaların üretim sürecinin farklı adımlarında yer almıştır. Bir üretim hattında farklı yerlerde konumlanan firmalar arasında gerçekleşen birleşme türü dikey birleşme olarak ifade edilmektedir. Satın alan firmanın hedefindeki firma ya üretim için gerekli ilk madde girdisini sağlayan firmadır veya bitmiş mamulün en büyük tüketicisi olan bir başka firmadır. Bugüne dek en önemli dikey birleşme örneklerinden biri bir telefon firması olan AT&T ile kablo TV firması olan TCI arasında gerçekleştirilmiştir. Bu birleşme sonucunda AT&T firması en ücra bölgelerde olan müşterilerine dahi telefon hizmeti sunabilmiştir. Her iki firma da en kârlı alanlarda faaliyet göstermeye devam etmiştir. ve birçok yeni kuruluşun hayat bulmasını sağlamıştır. Bill Gates’in Microsoft Firması bunlardan en çok bilinenidir. Türkiye’de Kordsa Kord Bezi Sanayi ve Ticaret ile Dusa Endüstriyel İplik Sanayi ve Ticaret’in birleşmesi bu türe örnek olarak verilebilir (Anaberk, 2008: 13; Ross vd., 2013: 887; Tekbaş vd., 2014: 111).

Türdeş birleşmeler, aynı sektörde faaliyet gösteren, aralarında tedarikçi ve müşteri ilişkisi olmayan firmaların birleşmesidir. Bu tür birleşmelerde temel olan birleşen iki firmanın aynı sektörde faaliyet göstermemesidir. Firmaların türdeş birleşmeyi tercih etmesinin nedeni, pazar paylarını genişletme ve karlılıklarını artırmaktır. Pepsico-Pizza Hut birleşmesi türdeş birleşmeye örnek olarak verilebilir (Eyceyurt ve Serçemeli, 2013: 167; Şahin ve Yılmaz, 2010: 69).

Aykırı birleşmeler, birbirinden tamamen bağımsız olan ve birbiri ile ilişkisi olmayan sektörlerde faaliyet gösteren, iki firma arasından mal ve hizmet üretimi veya pazarlaması açısından benzerlik olmayan firmaların birleşmesidir. Aykırı birleşmelerde amaç yatırımların birbirleriyle ilişkisi olmayan konularda yapılması sonucunda riskin azaltılması ve büyümedir. Bu tür birleşmeler teknoloji alanında popülerdir. Ülkemizdeki Koç ve Sabancı topluluğuna ait birçok firmanın uluslararası firmalar ile değişik üretim konularında işbirliği içerisine girip aykırı birleşmeyi gerçekleştirdiği görülmüştür (Şahin ve Yılmaz, 2010: 69; Büker, Aşıkoğlu ve Sevil, 2011: 593; Eyceyurt ve Serçemeli, 2013: 167; Ross vd., 2013: 887).

Firmaları başka firmalarla birleşmeye veya başka bir firmayı satın almaya yönelten nedenler çok değişik olabilmekle birlikte, ana unsurlar aşağıdaki gibi belirtilebilir (Ercan ve Üreten, 2000: 32):

- Sinerji
  - Faaliyet Sinerjisi ( Faaliyetlerle ilgili maliyetlerin düşmesi)
  - Finansal Sinerji ( Sermaye maliyetinin düşmesi)
- Riskin Dağıtılması
- İktisadi Güdüler
  - Yatay bütünleşme ve pazar payının artırılması
  - Dikey Bütünleşme ( Giderlere ve tüketiciye yakınlaşma)
  - Yönetimin Etkinleştirilmesi ( Satın alan firmanın yönetiminin, ele geçirilen firmanın kaynaklarını daha iyi yöneteceğine ve böylece firmanın değerinin kendi kontrolü altında yükseleceğine inanması)
- Vergi Avantajları

- İtibar/Güç Hipotezi (Yöneticiler firmanın ekonomik çıkarları için değil, kendi kişisel çıkarları için firma satın alırlar.)

Birleşmelerde kazanç yaratmak ve hissedar değerini en üst düzeye çıkarmak için kullanılan kaynaklar çok çeşitlidir. Birincisi, birleşmeler, özellikle olgun bir endüstride bir firmanın büyümesini sağlayabilir. Bunun yanı sıra, satın alan firma, gelirlerini iyileştirme, maliyet düşürme, pazar gücü ve know-how gibi birleşmelerle gerçekleştirilebilecek hedef firmayla olası operasyonel sinerjilere inanabilir. Ayrıca, bir birleşmenin amacı, iki firmanın birlikteliği ile sigorta görevi sağlayan finansal sinerjinin elde edilmesini sağlayabilir. Diğer finansal sinerjiler, daha düşük sermaye maliyetinden ve yüksek vergi korumalarından kaynaklanmaktadır. Firmanın kendi faaliyet alanı dışında faaliyet gösteren bir hedef firma ile birleşerek çeşitlendirmeden faydalanabilmesi önemli bir finansal sinerji etkisidir. Buna karşın, operasyonel sinerji ağırlıklı olarak yatay ve dikey birleşmelere yöneliktir (Kilian ve Schindler, 2014: 5).

Firmalar tarafından gerçekleştirilen birleşmelerin sağladığı avantajlarının yanı sıra bu avantajlardan faydalanılması her zaman mümkün olmayabilir. Firma birleşme kararı öncesi yapılacak değerlemede yapılan hatalar söz konusu olabilir ve yanlış bir yatırım kararının alınması ile firma değeri bu karardan etkilenebilir. Yanlış alınmış bir birleşme kararı firmaya başarı getirmek yerine firma değerini azaltarak firmanın başarısız bir birleşme gerçekleştirmesine neden olabilir.

Başarısızlık firmaların çalışanları, hissedarları ve iş ortakları için yıkıcı sonuçlar doğurabileceğinden birleşme ve satın alma işlemi önemli riskler içermektedir. Yapılan çalışmalar<sup>1</sup> sonucu çok sayıda birleşme ve satın alma işlemine dayanılarak elde edilen bulgular, beklenenden farklı olarak birçok durumda amaçlanan hedeflere ulaşılmadığını ve birleşme ve satın alma işlemlerinin yalnızca %30-50'sinin geriye dönük bir başarı sağladığını

---

<sup>1</sup>Beckhaus (2013) çalışmasında adı geçen çalışmalar: Bogan ve Just'ın 2009 yılında, Bruner'ın 2004 yılında, Bruner ve Hell'in, 2009 yılında, Camara ve Renjen'in 2004 yılında, Carleton ve Lineberry'nin 2004 yılında; Perry ve Herd'in 2004 yılında, Schwerger'in 2002 yılında, Epstein'nin 2005 yılında yaptığı çalışmalardır.

kanıtlamıştır (Beckhaus, 2013: 185). Birleşme ve satın alma programlarının başarısızlığına, kötü yönetimden şanssızlığa kadar birçok neden gösterilebilir. Ancak, başarısızlığa yol açan en önemli neden, genelde, aşırı rekabet nedeniyle satın alınan firma sahiplerine ödenen yaklaşık %40'lara varan primlerdir. Yatırılan sermayenin yüksek olması doğal olarak başarı şansını önemli ölçüde azaltmaktadır. Fazla prim ödeme ve başarısızlığa yol açan nedenler dört ana grupta toplanabilir (Ercan ve Üreten, 2000: 35):

- Piyasa potansiyelinin aşırı iyimser değerlendirilmesi,
- Yaratılacak sinerjinin yüksek tahmin edilmesi,
- Pazarlıklarda rekabet sonucu fiyatın çok yüksek seviyelere çıkması,
- Birleşme ve satın alma sonrası uygulamaların ve entegrasyonun başarısız olması.

Firmalar birleşme ve satın almalarında başarısız sonuçlarla karşılaşmamak için bazı önlemler alabilirler. Bu önlemleri aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür (Akgüç, 1998: 924-926):

- Firmanın stratejik planları ile tutarlı bir birleşme politikasının olması,
- Firmaların birbirleri ile uyumlu çalışabilmesi,
- Satın almak amacıyla incelenen firmanın yönetiminin iyi değerlendirilmesi,
- Satın almak amacıyla incelenen firmanın geçmiş dönemlerdeki performansının analiz edilmesi,
- Satın almak amacıyla incelenen firmanın varlıklarının incelenmesi,
- Satın almak amacıyla incelenen firmanın insan kaynaklarının ve organizasyon yapısının incelenmesi,
- Satın alan firmaya satın almanın getireceği finansal yüklerin doğru tahmin edilmesi,

- Sorunların satın alma gerçekleşmeden önce belirlenmesi ve önlemlerin alınması

### 1.5. Firma Birleşmelerinin Analizi

Bir birleşme analiz edilirken öncelikle birleşmenin bir sinerji yaratıp yaratmadığına bakılması gerekmektedir. A firmasının B firmasını almayı düşündüğü bir durumda; ( $V_A$ ) A firmasının değerini, ( $V_B$ ) B firmasının değerini gösterir ise, bu birleşmenin gerçekleşmesi durumunda beklenen sinerji aşağıdaki gibi gösterilebilir (Ross vd., 2013: 888):

$$\text{Sinerji} = V_{AB} - (V_A + V_B)$$

Bir birleşme sonrasında birleşen firmaların değerinin birleşme öncesi firma değerlerinin toplamından büyük olması bir sinerji yaratıldığını gösterebilir. Fakat birleşme öncesinde yaratılacak sinerjinin nicel ölçümünde güçlüklerle karşılaşmaktadır. Çünkü birleşme kararı verilmeden önce yapılması gereken analizler oldukça karmaşık işlemler içermektedir. Satın alınacak firmanın bağımsız olarak faaliyetlerini sürdürmesi ya da üçüncü bir firma tarafından alınmış olması durumunda satın alınan firmanın, satın alan firmaya geçmesi ile satın alınan firmanın daha yüksek bir değere sahip olup olmayacağı birleşme işleminden önce belirlenmelidir. Bu husus satın alınacak firmaya cari değerinin üzerinde bir bedel ödenmesi olarak tanımlanan "primin" belirlenmesi ve birleşmeyle sağlanacak sinerjinin ölçülebilmesi açısından önem taşımaktadır (Akkum, 2000: 55).

Firma birleşmelerini finansal açıdan değerlendirmede, satın alan ya da birleşme sonucu ortaya çıkan yeni firmanın gelecekteki görünümü önem kazanır. Bu durum satın alan firma için bir nakit çıkışına yol açacağından satın alan firma açısından yeni bir yatırım önerisinin değerlendirilmesi niteliğindedir. Satın alan firmadaki nakit çıkışları satın alınan firmanın

ortaklarına yapılan ödemeler ya da ortaklara verilen kendi hisse senetleri şeklinde olabilmektedir (Berk, 2000: 475).

Analizlerde sinerjinin yanısıra, birleşme ve satın alınanın maliyetinin de saptanması gerekmektedir. Bir firmanın kendi başına büyümek yerine başka bir firma ile birleşerek büyümeyi tercih edip maliyet avantajından faydalanabilmesi birleşilecek firmaya ödenecek olan prim ile yakından ilgilidir. Birleşmelerde satın alınan firmanın hisse senetleri, çoğunlukla nakit karşılığı veya alıcı firmanın hisse senetleri karşılığı ya da hem nakit hem de alıcı firmanın hisse senetleri karşılığı alınmaktadır. Birleşmelerde maliyet, satın alınan firmaya değerinin üzerinde ödenen prim olup (Akkum, 2000: 56), ödemenin nakit ile yapıldığı varsayırsa, bu işlemin maliyeti, satın alınan firmaya nakit olarak ödenen miktardan satın alınan firmanın değerinin düşülmesi ile bulunacaktır.

$$\text{Net Maliyet} = \text{Nakit} - V_B$$

Bu durumda satın alan firma için net bugünkü değer, nakit girişlerinin bugünkü değeri (Kazanç) ile nakit çıkışlarının bugünkü değeri (Maliyet) arasındaki fark olacaktır (İçke, 2006: 69).

Birleşmenin Net Bugünkü Değeri = Sinerji – Prim = Kazanç – Maliyet  
olmaktadır (Ross vd., 2013: 900).

Hesaplama sonucu bulunan net bugünkü değer pozitif olması birleşmenin olumlu, negatif olması ise olumsuz sonuç vereceğini gösterir. Ancak, sonucun pozitif çıkması birleşmenin karlı bir yatırım olabilmesinin ilk koşuludur. Ayrıca bu değer alternatif yatırım alanlarında sağlanan karla karşılaştırılması da gerekir (Berk, 2000: 475). Bundan başka satın alınan firmanın ortakları da varlıklarında ortaya çıkabilecek değişimin net bugünkü değerini hesaplamak isteyebilirler. Birleşmede satın alan firma satın aldığı firmanın net bugünkü değerinden daha düşük bir ödeme yaparsa, birleşme pozitif bir değer sağlayacaktır. Diğer bir ifadeyle birleşme işlemi yeni oluşan firma için bir prim sağlayacaktır (Berk, 2000: 476).

## **1.6. Firma Birleşmelerinde Kullanılabilecek Firma Değerleme Modelleri**

Firma birleşme ve satın almalarında hedef firma analiz edilirken hedef firmanın değerlemesi önemli bir yere sahiptir (Ercan vd., 2003: 9). Birleşme veya satın alma için teklif veren firma veya birey, teklif vermeden önce hedef firma için gerçek bir değer (fair value) belirlemeli ve hedef firmada teklifi kabul etmeye veya reddetmeye karar vermeden önce kendisi için makul bir değer (reasonable value) belirlemelidir (Damodaran, 2012: 8). Belirlenen bu değere göre teklifin kabulüne ya da reddine karar verilecektir.

Birleşme ve satın almalarda hedef firmanın hisse senetleri çoğunlukla nakit olarak ya da birleşme ve satın almayı gerçekleştiren firmanın hisse senetleri karşılığında alınmaktadır. Alım işlemi hisse senedi karşılığı ile yapıldığı takdirde hedef ve alıcı firmanın hisse senetlerinin hangi oranda el değiştireceğini gösteren değişim oranının belirlenmesi gerekmektedir. Değişim oranını belirleme ve birleşme ve satın alma görüşmelerinde pazarlıkların yapılabilmesi için firmaların hisse senedi fiyatlarının ve firma değerlerinin belirlenmesi gereklidir (Akkum, 2000: 57).

Bir birleşme kararı alınırken firma değerini belirlemek için kullanılan başlıca modeller Defter Değeri Modeli, Fiyat/Kazanç Oranı Modeli, Piyasa Değeri Modeli, İndirgenmiş Nakit Akımları Modeli olarak sıralanabilir.

### **1.6.1. Defter Değeri Modeli**

Defter değeri ya da muhasebe değeri, belirli bir tarihte kayıtlı varlıkların muhasebe kayıtlarına göre belirlenmiş değeridir. Bu değer, bilanço kalemleri kullanılarak hesaplanmaktadır. Değişik muhasebe tekniklerinin kullanılması sonucu varlıkların defter değerleri farklı olacaktır. Defter değeri



belirlenirken dikkat edilmesi gereken nokta, şüpheli alacaklar karşılığı, amortisman, toplam borç ve birikmiş zarar gibi kalemlerin çeşitli muhasebe sistemleri açısından kullanımı ve yapısıdır. Bir firmanın defter değeri özsermaye toplamının hisse senedi sayısına bölünmesiyle belirlenir. Defter değeri geçmişe dönük bir ölçüdür ve firmanın geçmişte hissedarlardan ne kadar sermaye sağladığını göstermektedir. Defter değeri, hisse başına düşen net varlık tutarının ne olduğu konusunda yatırımcıya bir fikir vermekle birlikte, bilançodaki tarihi değerler üzerinden hesaplandığından cari değerleri yansıtmamaktadır (Brealey, Myers ve Marcus, 2007:344; Demirkol, 2006: 17; Ercan vd., 2006: 5; Saraç, 2015: 42; Sevil, Başar ve Çoşkun, 2013: 35; Yazıcı, 1997: 51).

Genel Kabul Görmüş Muhasebe İlkeleri uyarınca, varlıkların tarihi maliyetleriyle kaydedilmesi gerekmektedir. Varlıkların tarihi maliyetleri ile kayıt edilmesi zaman ilerledikçe bu maliyetlerin varlığın defter değerlerini yansıtmayan bir değer haline dönüşmesine neden olmaktadır (Öztunalı, 2008: 91). Ayrıca varlıkların defter değerini gösteren maliyetler farklı firmalarda farklı muhasebe yöntemleri ile belirlendiği için sorun yaşanmasına neden olmaktadır. Varlıkların defter değerleri maliyetlerin gerçekleştiği dönemdeki değeri gösterdiği ve farklı firmalarda farklı muhasebe uygulamalarının kullanılmasından kaynaklanan sebepler nedeniyle, birleşme ve satın alma işlemlerinde firma değerinin belirlenmesinde belirleyici bir etkiye sahip değildir. Bununla beraber defter değeri, piyasa değeri – defter değeri karşılaştırmasında kullanılabilir. Ayrıca, firmanın borçlanma derecesinin ölçütü olarak kullanılabilir (Şahin, 2011: 124).

### **1.6.2. Fiyat/Kazanç Oranı Modeli**

Fiyat Kazanç (F/K) oranı piyasanın bir birim hisse senedi kazancına ödemeye razı olduğu hisse senedinin piyasa değerinin bir göstergesidir (Ramcharran, 2002: 166). Malkiel tarafından önerilen bu yöntemde, halka açık firmalarda hisse başına net kâr (vergi sonrası kâr) firmanın piyasada

gerçekleşmiş olan F/K oranıyla çarpılarak, hisse senedinin olması gereken değeri bulunur (Tekbaş, Köse, Sarıkovanlık, Sarıoğlu, Baş ve Özdemir, 2014: 213). F/K oranı yatırımcıların hisse senetleri hakkındaki düşüncelerini yansıtır ve yatırım kararlarını etkiler (Ramcharran, 2002: 166). F/K oranı, hisse senedi fiyatının hisse başına kazançlara oranıdır. Bir hisse senedinin F/K oranı, hisse senedi fiyatının hisse başına kara bölümü ile bulunur (Shen, 2000: 24). Fiyat/Kazanç oranı hesaplaması aşağıdaki gibi gösterilebilir (Bayırlı, 2006: 56):

$$F / K = \text{Hisse Senedi Fiyatı} / \text{Hisse Başına Kâr}$$

$$F / K = \text{Piyasa Değeri} / \text{Dönem Net Kârı}$$

$$\text{Hisse Başına Kâr} = \text{Dönem Net Kârı} / \text{Hisse Sayısı}$$

F/K oranı, firmanın karının istikrarlı olup olmaması ve firmanın dağıttığı kar payı oranındaki değişimlerden etkilenir. Firmaların net kar tutarları esas alındığı için net karın oluşma aşamasındaki değerlendirme ilkeleri önemlidir. Firmaların F/K oranı karşılaştırılırken firmaların aynı değerlendirme ilkelerini kullanmış olmalarına dikkat edilmelidir (Torun, 2012: 29).

F/K oranı, finansal analistler ve bireysel yatırımcılar tarafından yatırım yapılacak hisse senetlerinin seçiminde kullanılabilirler (Sevil vd., 2017: 781). Temettü ödemek (kar payı dağıtmak) yerine otofinansman yapan firmaların F/K oranları yüksek olabilir. Çünkü hissedarlar temettü almamalarına rağmen, firmanın gelecek yıllarda büyüyeceği beklentisine sahip olabilirler, bu yüzden de firmanın hisse senedi için yüksek fiyat ödemeye razı olabilirler (Alkan ve Demireli, 2007: 32). Ancak unutulmamalıdır ki, yüksek bir F/K oranı her zaman firmanın büyüyeceğini göstermemektedir. Yüksek bir F/K oranı, hisse senedi fiyatının yüksek değerlendirildiğinin, düşük bir oran ise düşük değerlendirildiğinin bir göstergesi de olabilir (Aydın vd., 2012: 101). Firmanın az tutarda kâr etmesi durumunda F/K oranı çok yüksek olarak hesaplanırken, zarar edilmesi durumunda ise negatif olacağından yorumlamalarda sorun yaşanmakta ve F/K oranı geçerliliğini kaybetmektedir (Bayırlı, 2006: 56; Bayraktaroğlu, 2009: 33).

F/K oranının düşük olması tercih edilir. Çünkü F/K oranı düşük olan hisse senetlerinin izleyen dönemde daha yüksek getiri sağlaması beklenir (Sevil, Temizel ve Meriç, 2017: 781). Düşük F/K oranına sahip hisse senetlerinin yatırım performanslarının yüksek orana sahip hisse senetlerinden daha başarılı olduğunu ilk olarak Nicholson öne sürmüştü, daha sonra Basu, Reinganum desteklemiştir. Bununla birlikte oranın düşük veya yüksek olduğu, aynı sektörde faaliyet gösteren diğer firmaların F/K oranı ile veya sektörün ortalama F/K oranı ile karşılaştırılması sonucunda anlaşılır. Bunu yanında firmanın cari fiyat kazanç oranının, firmanın tarihsel fiyat kazanç oranları ile de karşılaştırılması gerekir (Karan, 2013: 374; Uğur, 2011: 72).

Halka açık olan firmalar için F/K oranı, sadece tarihi kazançların parasal değerini tespit için değil aynı zamanda gelecek kazançların tahmin edilmesinde de kullanılmaktadır. Ancak, profesyonel bir alıcının, almayı düşündüğü firmanın değerini belirlerken sadece, geçmişteki kazançların kapitalizasyonu ya da F/K oranına güvenmesi söz konusu olmayacaktır. Bu tür alıcılar genellikle kabaca bir fikir sahibi olabilmek amacı ile bu yönteme başvurabilmektedirler. Ancak asıl değerlendirmelerini, gelecekteki kazançların iskontolanması ve nakit akışı yöntemleri gibi daha güvenilir ve anlamlı sonuçlar verecek olan yöntemler ile gerçekleştirmektedirler (İçke, 2006: 76). Ayrıca unutulmamalıdır ki F/K oranı yüksek bir firma, F/K oranı düşük bir firma ile birleşerek kendi hisse senetlerinin piyasa değerini yükselterek, birleşmeden fayda sağlama yoluna gidebilir (Okka, 2010: 882).

### **1.6.3. Piyasa Değeri Modeli**

Bir firmanın piyasa değeri, birleşmek amacıyla taraflar arasında üzerinde anlaşmaya varılan değerdir. Bir firmanın piyasa değeri, arz ve talebe göre oluşan hisse senetlerinin piyasa değeriyle ölçülür (Aydın, 1990: 49). Piyasa değeri, özellikle sağlıklı işlemeyen sermaye piyasalarında yalnızca piyasa koşullarındaki değişimlere bağlı olarak değişebilir. Bu durumda bir

firmanın piyasa değeri birleşmek amacıyla taraflar arasında anlaşmaya varılan değer olarak yorumlanabilir. Firma birleşmelerinde piyasa değerinin baz olarak alınmasının sakıncalı yönleri vardır. Firmanın özellikle halka açık olmaması durumunda hisse senetlerinin piyasada işlem görmemesi nedeniyle firmanın hisse senetleri için oluşan değer firmanın gerçek değerini göstermeyebilir. Birleşme olasılığı piyasalarda daha önceden duyulabileceğinden firmaların birleşme beklentisi oluşabilecek ve firmanın hisse senetleri yükselebilecektir. Bu durum firmanın piyasa değerini fiktif olarak artırabilecektir. Ayrıca, sermaye piyasalarının etkin olmaması durumunda da pazar değeri firmanın gerçek değerini göstermeyebilir (Aydın vd., 2010: 535-536).

#### **1.6.4. İndirgenmiş Nakit Akışları Modeli**

İndirgenmiş nakit akışı yöntemi Irving Fisher tarafından 1930 yılında ortaya konulmuştur (Damodaran, 2016: 10). İndirgenmiş nakit akışı yöntemi, net bugünkü değeri belirlemek için gelecekteki tüm nakit akışlarını tahmin etmeye ve bir iskonto oranı ile nakit akışlarını bugüne indirgeme yöntemlerine dayanır. Bu yöntemle göre, firma varlıkları nakit yaratabildikleri sürece bir değer ifade etmektedir. Bu nedenle de, firma değeri gelecek dönemlere ait nakit akışları tahmin edilerek tespit edilmeye çalışılmaktadır (Beckhaus, 2013: 196; Bilir ve Kulalı, 2014: 41).

İndirgenmiş nakit akışı yöntemi, hem varlıkların hem de firmaların değerlemesinde kullanılmaktadır. İndirgenmiş nakit akışı firmanın gelecekteki nakit oluşturma performansı temeline göre oluşturulmuş paranın zaman değerini de dikkate alan dinamik bir yöntemdir ve gelecek yıllara ait nakit akışları bugünkü değere indirgenerek, net bugünkü değer hesaplanmaktadır. Net bugünkü değer (NBD) en çok kullanılan indirgenmiş nakit akışı yöntemi olarak öne çıkmaktadır. Söz konusu değer, hissedarların aynı sistematik riske sahip benzer menkullere yapacağı yatırımın beklenen nakit akışlarından oluşmaktadır. İndirgenmiş nakit akışı yöntemleri varlığın

değerinin, varlığın beklenen nakit akışlarının şimdiki değerine eşit olduğu varsayımı üzerine kuruludur. İndirgenmiş nakit akışı, belli bir iskonto oranına göre indirgenmiş nakit girişleri ile indirgenmiş nakit çıkışları arasındaki farktır. Bu yöntemde varlığın yaşamı boyunca elde etmesi beklenen nakit akışları üstlenilen riskin maliyetinden şimdiki zamana indirgenmektedir. Bu çerçevede indirgenmiş nakit akışı yönteminde firmanın değerini belirleyen değişkenler nakit akışları, nakit akışları tahmin süresi, iskonto oranı olarak sıralanabilir (Alkan ve Demireli, 2007: 29-30; Bilir ve Kulalı, 2014: 41; Ekici, 2013: 16; Fernandez, 2007: 12).

Nakit akışları, faaliyet nakit akışları ve diğer nakit akışları olmak üzere iki gruba ayrılabilirler. Faaliyet nakit akışları, firmanın normal faaliyetleri sonucunda elde edilen nakit akışlarıdır. Diğer nakit akışları ise, hisse senedi ihracından, borçlanmadan, sabit varlıkların satışından doğar (Yavuzarslan, 2007: 80).

İndirgenmiş nakit akışı yöntemlerinin en duyarlı olduğu ve aynı zamanda doğru bir biçimde ölçülmesi en zor değişkeni iskonto oranıdır. Iskonto oranı potansiyel kötüye kullanmalara açıktır. Ayrıca hesaplamalarında kullanılan yöntemler bakımından da bazı soru işaretleri bulunmaktadır. Iskonto oranı firmaya, sektöre, ülkeye ve daha pek çok şeye göre değişiklik göstermektedir. Bu yüzden doğru iskonto oranının belirlenmesi zordur. Bu yöntemde iskonto oranı olarak, genelde sermaye maliyeti kullanılmaktadır (Tekbaş vd., 2014: 48; Yılmaz, 2015: 10).

Nakit akışları iskonto edilirken doğru iskonto oranının kullanımı oldukça önemlidir. Bu nedenle özkaynağa ait nakit akışları özkaynak maliyetine göre, nominal nakit akışları nominal iskonto oranına göre, vergi sonrası nakit akışları vergi sonrası iskonto oranında ve vergi öncesi nakit akışları vergi öncesi iskonto oranı dikkate alınarak iskonto edilmelidir. Nakit akışlarının doğru iskonto oranları ile eşleştirilmemesi, firma değerlemede önemli ölçüde düşük veya aşırı değerlemeye yol açabilir (Damodaran, 2012: 724).

Nakit akışları ve ıskonto oranı belirlendikten sonra sıra nakit akışlarının bugünkü değerinin hesaplanmasına gelmektedir. Nakit akışlarının belirlenen ıskonto oranıyla bugüne indirgenmesiyle nakit akışlarının net bugünkü değerine ulaşılmaktadır. Net bugünkü değer, hissedarların servetine yapılacak katkıyı gösterir (Yıldız, 2006: 57):

İndirgenmiş nakit akışı, birleşmelerde firma değerini belirlemede önemli bir yarar sağlamaktadır. Ancak birleşmenin tüm finansal etkilerinin burada görülmesi mümkün değildir. Birleşmenin önemli bir etkisi de devrolan firmanın hisse başına gelirindeki değişmedir. Bu etkiyi gösterebilmek için vergiden sonraki net karın hesaplanarak, hisse senedi sayısına bölünmesi gerekir (Berk, 2000: 479).

## İKİNCİ BÖLÜM

### DAVRANIŞSAL FİNANS VE BİREYLERİN BİLİŞSEL VE DUYGUSAL EĞİLİMLERİ

#### 2.1. Etkin Piyasalar Hipotezi

Bachelier 1900'de yazdığı doktora tezinde geçmişteki, bugünkü ve gelecekteki olayların hisse senedi piyasa fiyatlarına yansıdığını, ancak çoğu zaman fiyat değişiklikleri ile ilgili belirgin bir ilişki göstermediğini ileri sürmüştür. Bachelier, emtia fiyatlarının rastgele dalgalandığını ifade ederken Working'in 1934'de ve Cowles ve Jones 1937'de yaptıkları çalışmalarda, Amerika Birleşik Devletleri (ABD) borsalarında yer alan hisse senedi fiyatlarının ve diğer ekonomik serilerin de bu özellikleri gösterdikleri belirtilmiştir. Fakat bu çalışmalar araştırmacılar tarafından 1950'lerin sonuna kadar dikkate alınmamış ve 1940'lara gelindiğinde piyasanın zayıf ve güçlü form verimliliği lehine bazı kanıtlar mevcutken, bu kanıtlar kullanılmamıştır (Bachelier 1900, Working 1934 ve Cowles ve Jones 1937'den akt. Dimson ve Mussavian, 1998: 92).

1905 yılında Karl tarafından bir sarhoşun tamamen öngörülemez ve rastgele bir biçimde ayakta durması beklenirse, başka bir noktada olmasından ziyade bırakıldığı yere yaklaşmasının muhtemel olduğu tartışılmıştır. Bu benzetme finans alanında, ardışık getirileri bağımsız olan serilere uygulanmıştır. 1950'lerin başında Kendall tarafından İngiliz hisse senedi ve emtia fiyat serisi incelendiğinde, oldukça yakın aralıklarla gözlemlenen fiyat serilerinde, bir dönemden bir sonraki döneme rastgele değişmelerin herhangi bir sistematik etki için büyük olmasının muhtemel olduğu ve verilerin neredeyse dolambaçlı seriler gibi davrandığı sonucuna varılmıştır. Fiyat

değişimlerindeki bu sığra yakın seri ilişkisi, ekonomistlerin görüşlerine aykırı görünen bir gözlem olmasına rağmen, bu ampirik gözlemler "rastgele yürüyüş modeli/teorisi" olarak adlandırılmıştır. Roberts ve Kendall'ın çalışmalarında rastgele sayı dizisinden üretilen bir zaman dizisinin ABD borsalarında yer alan firmalara ait hisse senedi fiyatlarının piyasa analistleri tarafından gelecek fiyat tahmininde kullanılmayacağı ifade edilmiştir. Hisse senedi fiyat değişikliklerindeki rastlantısallık üzerine ortaya çıkan kanıtlara rağmen, belirli serilerin öngörülebilir yollar izlediği durumlarda, anormal fiyat davranışlarıyla karşılaşmıştır (Karl 1905 ve Roberts 1959'dan akt. Dimson ve Mussavian, 1998: 93).

1960'lı yılların ortaları, hisse senedi fiyatlarında yaşanan rastgele dönüşler üzerine yapılan araştırmalarda bir dönüm noktası olmuştur. 1964'te Cootner bu konuyla ilgili çalışma yayımlarken, 1965 yılında Fama'nın doktora tezi yayımlanmıştır. Fama doktora tezinde, hisse senedi fiyat davranışıyla ilgili mevcut literatürü gözden geçirmiş, borsa getirilerinin seri bağımlılığını (serial dependence) inceleyerek rassal yürüyüş modeli lehine güçlü ve çok sayıda kanıt sunduğunu ifade etmiştir. Bu açıklamalar rekabetçi piyasaların fiyat oluşumunu daha iyi anlamamızı sağlayarak rassal yürüyüş modeli ve etkin piyasalar hipotezi ile tutarlı olabilecek gözlemler seti olarak görülmeye başlanmıştır. Fama 1970'de, piyasa etkinliği teorisi ve kanıtına dair kapsamlı bir inceleme hazırlayarak Etkin Piyasalar Hipotezi'nin ampirik temellerini atmıştır (Dimson ve Mussavian, 1998: 94).

1965 çalışmasında Fama, her bir menkul değerin gelecekteki piyasa değerlerini tahmin etmeye çalışan ve önemli tüm güncel bilgilerin neredeyse tüm katılımcılara serbestçe sunulduğu ve çok sayıda rasyonel yatırımcının var olduğu piyasaları etkin piyasa olarak tanımlamıştır. Piyasa Etkinliği Hipotezi'nde, hisse senedi fiyatlarının mevcut tüm bilgileri yansıttığı ifade edilmiştir. Hipotezin bu güçlü şekli için önkoşul, fiyatların bilgiyi yansıtması için bilgi ve alım/satım maliyetlerinin her zaman sıfır olmasıdır. Etkinlik hipotezinin daha zayıf ve ekonomik açıdan daha rasyonel bir şekli ise, fiyatların bilgileri aktarmadaki marjinal faydalarının marjinal maliyetleri aşmadığı noktayı yansıtmaktadır (Fama 1965'den akt. Fama, 1991: 1575).



Etkin Piyasalar Hipotezi (EPH) üç varsayım üzerine odaklanmaktadır (Gürünlü, 2011: 33; Karan, 2013: 278):

- Yatırımcılar rasyonel davranırlar. Buradaki rasyonelliğın iki anlamı vardır (Bostancı, 2003: 6):

- Ekonomik aktörler kendilerine yeni bir bilgi geldiğinde, beklentilerini yeni bilgiye göre Bayes Kanunu'nu kullanarak doğru bir şekilde güncellerler,
- Bu beklentilere göre beklenen fayda teorisinde öngöröldüğü gibi faydalarını maksimize edecek şekilde optimum kararlar alırlar.

- Hisse senedi fiyatları tüm bilgileri içerdüğinden herhangi bir yatırımcı herhangi bir bilgiyi kullanarak normal-üstü bir getiri sağlayamaz.

- Rasyonel olarak yapılan arbitraj piyasadaki rasyonel olmayan yatırımcıların fiyatlar üzerindeki etkisini yok eder.

Fama'ya göre etkin piyasanın zayıf, yarı güçlü ve güçlü piyasa olmak üzere üç tipi vardır. Zayıf formda etkin piyasa geçmiş fiyatlar ile ilgili tüm bilgiler piyasaya yansımıştır ve fiyat değişimleri tamamen rassaldır. Dolayısıyla, bir dönemdeki fiyat değişimleri istatistiki olarak diğer dönemdeki fiyat değişmelerinden bağımsızdır. Bu nedenle, geçmiş bilgiye dayanarak geliştirilen alım-satım kuralı ile hiçbir yatırımcının piyasanın üzerinde kar elde etmesi mümkün değildir. Yarı güçlü formda etkin piyasalarda hem menkul değer fiyatları rassal oluşmaktadır hem de kamuya açık tüm bilgiler menkul değerlerin fiyatına yansımıştır. Güçlü formda etkin piyasalar ise bireysel yatırımcıların veya grupların fiyat oluşumuyla ilgili herhangi bir bilgiye tekeli erişimin olup olmadığı ile ilgilidir. Güçlü formda etkin piyasa hiç kimse (büyük fonların yöneticileri, analistler) şirket içinden elde edilen özel bilgiler ile (insider trading) piyasanın üzerinde gelir (anormal kazanç) elde edemezler. Böyle bir piyasa, mevcut fiyat açıkça tüm mevcut bilgileri yansıtmaktadır (Berke, Özcan ve Dizdarlar, 2014: 623; Karan, 2013: 279; Fama, 1970: 383; Malkiel ve Fama, 1970: 414).

Etkin bir piyasada, fiyatlar her zaman tüm bilgileri yansıtacağından ve fiyatlar sadece yeni bilgilerle değişeceğinden fiyatlardaki değişiklikler rastgele oluşmaktadır. Fiyatlar rastgele oluşacağından piyasada yaşanan fiyat değişiklikleri tahmin edilemeyecektir. Diğer bir ifade ile fiyatlar öngörülen her türlü bilgiyi yansıttığından fiyat değişiklikleri sadece öngörülemeyen değişiklikleri yansıtmalıdır. Mükemmel etkin bir piyasada, fiyatlar her zaman gerçek değerlere eşit olacaktır. Bununla birlikte, piyasaların her zaman etkin olmadığı söylenebilir (Aguila, 2009: 53). Piyasaların her zaman neden etkin olmadığı ile ilgili açıklamalar davranışsal finanstan gelmektedir.

Etkin piyasalar hipotezi genel olarak rasyonel yatırımcı varsayımı üzerine kurulmuştur. Yatırımcı rasyonelliği ile ilgili varsayımlar, tüm yatırımcıların eşit ve tam olarak bilgilendirilmiş bilgi işlemcileri olduklarını ve bireysel zenginliklerini en üst düzeye çıkarabilecek en iyi kararları verdiklerini ileri sürmektedir. Yatırımcıların aldığı akılcı kararlar, duygu içermeden ve toplumsal bağlamda ahlakî sonuçlar düşünülmeden verilir (Gippel, 2013: 133). Rasyonel davranış varsayımı aynı zamanda, karar biriminin kararlarının sonucunu doğru tahmin ettiğini ve gelecekte oluşacak sonuçları da tam olarak bildiğini varsaymaktadır (Hatipoğlu, 2012: 5).

Etkin piyasalar hipotezindeki rasyonel yatırımcı varsayımı yerine davranışsal finans tarafından, bireylerin vermiş oldukları ekonomik kararları daha gerçekçi bir biçimde temsil edebilmek için standart beklenen fayda teorisinin varsayımlarını rahatlatan "sınırlı rasyonellik" önerilmiştir. Sınırlı rasyonellik, bireylerin seçimlerinin rasyonel olduğunu ancak rasyonel seçimlerin bireyin bilgisinin ve bilişsel kapasitesinin sınırlamalarına tabi olduğunu varsaymaktadır. Sınırlı rasyonellik, nihai kararların karar verme süreci tarafından şekillendirildiği yollarla ilgilidir (Pompian, 2006: 24). Bir karar verme problemi ile karşılaşan bir birey, daha önce tecrübe ettiği bir durumla karşılaşırsa geçmiş tecrübelerinden faydalanabilir. Fakat karar verme problemi ile karşılaşan birey, yeni ve beklenmeyen bir durum ile karşılaşırsa problemin çözümü için gerekli olan bilgileri toplamaya çalışabilir. Ancak,

birey var olan belirsizlikler nedeniyle, alternatifler ve bu alternatiflerin sonuçlarını tam olarak değerlendirebilecek bir bilgiye sahip olmadığından zihinsel kısa yolları kullanabilir (Sezer, 2013: 40).

Etkin piyasa hipotezinde rasyonellik varsayımına gelen eleştirilere arbitraj ile cevap verilmiştir (Bayrak, 2012: 9) ve etkin piyasalar hipotezine göre, arbitraj işlemleri risk içermemektedir. Fakat davranışsal finasta tarafından arbitrajın riskli olduğu ve bu yüzden sınırlı olduğunu ileri sürülmüştür (Tufan ve Sarıççek, 2013: 177). Davranışsal finasta yer alan sınırlı arbitraj teorisine göre, rasyonel olmayan yatırımcılar temel değerden sapmaya neden olduklarında, rasyonel yatırımcıların bunu düzeltmede çoğunlukla yetersiz kaldıkları savunulmuştur (Turguttopbaş, 2008: 110).

Davranışsal finans açısından arbitrajı sınırlandıran üç faktör bulunmaktadır. Bunlar, Temel Risk, Söylentiye Dayalı İşlem Yapan Yatırımcı Riski ve İşlem Maliyetleridir (Bayar, 2012: 47; Ede, 2007: 11; Elmas, 1997: 44-45).

- Temel risk arbitrajcının yanlış olma ihtimalinden kaynaklanır. Bu risk temel değerinden daha düşük bir değer taşıyan menkul kıymetin fiyatının daha da düşme ihtimalidir.

- Söylentiye dayalı işlem yapan yatırımcı riskinde ise, sermaye piyasalarında yatırımcılar bilgiden ziyade söylentiye dayalı işlem yapmaktadır. De Long vd. tarafından ileri sürüldüğü gibi, arbitrajcının yanlış fiyatlandığını düşündüğü ve arbitraj amaçlı pozisyon aldığı hisse senedinin fiyatı, irrasyonel yatırımcıların işlemleri nedeniyle arbitrajcı için daha da kötü bir hale gelebilir. Hisse senedinin fiyatı temel risk gerçekleşmemiş olsa dahi irrasyonel yatırımcıların satışlarına devam etmesi nedeniyle daha da düşebilir.

- Arbitrajı sınırlandıran son faktör ise işlem maliyetlerinden kaynaklanmaktadır. İşlem maliyeti olarak, yanlış fiyatları araştırıp bulma maliyeti, işlem maliyeti, açığa satış için ödünç alma işlemi varsa ödünç alma maliyetleri sayılabilir.

Etkin piyasa hipotezinin açıklamakta yetersiz kaldığı piyasaların etkin olmaması durumuna yönelik davranışsal finansın gelen cevaplar davranışsal finansa olan ilginin artmasına ve bu konuda yapılan araştırmalara ağırlık verilmesine neden olmuştur.

## 2.2. Davranışsal Finansın Temelleri

2010 Baker çalışmasına göre Davranışsal Finans, 1980'lerde finansal piyasalardaki anomalileri açıklayan temel ekonomik modellerin başarısızlıklarına yanıt olarak ortaya çıkmıştır. 2002 çalışmasında Shefrin psikolojideki gelişmelerin ekonomistlerin dikkatini çekmesi sonucunda davranışsal finansın geliştiğini ileri sürmüştür (Baker 2010 ve Shefrin 2002'den akt. Zindel, Zindel ve Quirino, 2014: 12). Davranışsal finans özünde, yatırımcıların finansal karar alma süreçlerini etkileyen sosyolojik ve psikolojik meseleleri ifade eder ve yatırımcıların Etkin Piyasalar Hipotezi'nde ifade edildiği gibi her zaman rasyonel olmadıkları önermesine dayanır (Bhattacharya, 2012: 148).

Davranışsal finans, psikolojinin finansal davranışa uygulanması, uygulayıcıların davranışdır (Aguila, 2009: 54). Fuller (1998: 1) göre,

- Davranışsal finans klasik iktisat ve finansın psikoloji ve karar verme bilimleriyle bütünleşmesidir.
- Davranışsal finans, finans literatüründe gözlemlenen ve rapor edilen bazı anomalilerin neye neden olduğunu açıklamaya yönelik bir girişimdir.
- Davranışsal finans, yatırımcıların sistematik olarak karar verme hatalarını veya zihinsel hataları nasıl yaptıkları üzerine bir araştırmadır.

Davranışsal finansın temel içerikleri Barberis ve Thaler (2003), Daniel vd. (2002), De Bondt (2002, 2005, 2008), Dreman (1995), Shefrin (2001,

2002) ve Thaler (1993) tarafından ortaya atılmıştır. Bu yazarlara ait çalışmalar göz önüne alındığında elde edilen bulgular üç sınıfta değerlendirilebilir (De Bondt, Muradoğlu, Shefrin ve Staikouras, 2008: 3):

- Bulgulardan elde edilen ilk sınıfta sezgisel kırılabilirlik ifade eden yargılama, aşırı isteklilik, erteleme, miyop vb. gibi aşırı öngörülebilir hatalardan oluşan önyargılar mevcuttur. Araştırmalar, insan zihninin nasıl çalıştığını aydınlatan psikolojik mekanizmaları inceler. Ayrıca, maddi yargının neden gerçeğe dönüştüğünü açıklamaktadır.

- Bulgulardan elde edilen ikinci sınıfta, küresel piyasalardaki varlık fiyatlarının spekülasyon dinamikleriyle ilgilidir. Burada ana fikir, söylenti tüccarlarının büyük bir risk oluşturmasına rağmen, söylenti ticareti yapanların sistematik hatalarının uzmanlar için kar olanakları yaratmasıdır. Yatırımcı duyguları önemlidir ve yaygın olarak karşılaşılan yanlış algılamalar geçici ve büyük fiyat şişkinliklerine neden olmaktadır. Elbette, rasyonel arbitraj da önemlidir, ancak çoğu insanın yatırım ufku kısa vadeli yatırıma dönük olduğundan, arbitraj verimsizlikleri ortadan kaldırılamaz.

- Bulguların üçüncü sınıfı, karar süreçlerinin karar çıktıları nasıl şekillendirdiği ile ilgilidir. Ayrıca yatırımcılar kritik olan karar süreci değişkenlerini yönlendirebildiklerinden başarısızlıkların incelenmesi bilgilendirici niteliktedir. Bu bulgunun uygulamasına yönelik organ bağıışı ile ilgili örnek verilmektedir. Organ bağıışında İngiltere'nin katılım oranı yaklaşık %15 iken, Belçika'da bu oran %95'in üzerindedir. İki ülke arasında gözlemlenen bu büyük fark neden kaynaklanmaktadır? Bu soruya cevap vermek için bireylerin karar sürecine ve statükoya sadık kalma eğiliminden yararlanabilir. İngiltere'deki kanunda ölümcül bir trafik kazası olması durumunda, organlarının bağıışlanamayacağı varsayılırken, Belçika'da varsayılan çözüm sürücülerin organlarının bağıışlayabileceği yönündedir. İki ülke arasında organ bağıışı konusunda yaşanan ciddi fark bu kanunlardan kaynaklanmaktadır.

Davranışsal finansın alt yapısı, ekonomide Nobel Ödülü sahibi olan Daniel Kahneman'ın ekonomik teoriyi psikolojik bilgilerle birleştirmesi sonucunda oluşmuştur (Bisen ve Pandey, 2013: 353). 1960'larda Kahneman

ve Tversky farklı araştırma alanlarına odaklanmışlar ve 1970'lerde bu alandaki kriterlerin yaratılması için bir araya gelmişlerdir. Bu çalışmalarda ilk adım, karar teorisinde psikolojik deneylerin gerçek dünya senaryolarına uyarlanması ve deneyler sonucu elde edilen bulgularla öznel cevaplardan gerçek hayata dair normatif çözüm bulmaya yöneliktir. Bu çalışmalar sonucunda Tversky'nin normatif teori üzerindeki matematiksel çalışması ve Kahneman'ın birçok kimseyi ilgilendiren nesnel uyarı ve öznel uyarı arasındaki farka psikofiziksel vurgusu, amacına hizmet etmek için mükemmel bir şekilde harmanlanmıştır. Bu harmanlama sonucu aşağıdaki bulgular elde edilmiştir (Subash, 2012: 11):

- Kahneman ve Tversky'nin birlikte yazdıkları ilk çalışma olan "Küçük Sayılar Yasası'na İnanç" 1971'de yayınlanmış ve bu çalışmada "İnsanların şans yasaları hakkında yanlış zihinsel kısa yollara sahip oldukları ve özellikle, bir popülasyondan rastgele çekilen bir örneğin popülasyonun iyi bir temsilcisi olarak görüldüğü belirtilmiştir.

- Kahneman ve Tversky'nin 1972'de yayınlanan "Öznel Olasılık: Temsiliyet Yargısı" adlı yayında, daha sonra açıklanacak olan temsiliyet kısa yolu incelenmiş ve bu yayını 1973'te yayınlanan "Tahmin Psikolojisi Üzerine" başlıklı bir yayın takip etmiştir. Bu çalışmalarda bireylerin zihinsel kısa yol tahminlerinde temsiliyetin oynadığı rol üzerinde durulmuştur.

- Tversky ve Kahneman'ın 1974'te "Belirsizlik Altındaki Karar: Zihinsel Kısa Yollar ve Yanlılıklar" adlı eserleri yayınlanmıştır. Bireylerin belirsizlik koşulları söz konusu olduğunda olasılıklara erişmek ve değerleri tahmin etmek için kullanılan Temsiliyet, Mevcudiyet ve Demirleme olmak üzere üç zihinsel kısa yol açıklanmıştır. Bu zihinsel kısa yolların ve bunlara önderlik eden önyargıların daha iyi anlaşılmasının, belirsizlik durumlarında yargı ve kararları geliştirebileceği ifade edilmiştir.

- Kahneman ve Tversky 1979'da, Econometrica'da yayınlanan "Beklenti Teorisi: Risk Altındaki Bir Karar Analizi" çalışmaları ikilinin en önemli çalışmalarıdır ve riskli durumlarda karar verme sürecinin açıklayıcı bir modeli olan Beklenen Fayda Teorisi'ne eleştiri sunulmuş ve Beklenti Teorisi adı verilen alternatif bir model geliştirmişlerdir. Geliştirilen alternatif

Beklenti Teorisi modeli Kahneman'a 2002'de Nobel Ekonomi Ödülü'nü getirmiştir.

- Tversky ve Kahneman 1981 tarihli çalışmalarında çerçeveleme olarak bilinen önyargıyı tanıtmışlardır. Aynı sorun farklı şekillerde şekillendirildiğinde, karar problemlerinin algılanmasına, olasılıkların ve sonuçların değerlendirilmesine yönelik psikolojik ilkeler, öngörülen tercih kaymalarını ortaya koymuştur.

Davranışsal finans, yatırımcı duyarlılığı, davranışsal tercihler ve sınırlı arbitraj olmak üzere üç temel yapı taşına dayanmaktadır. Yatırımcı duyarlılığı, yatırımcı hatası demektir ve insanların nasıl düşündüğünü ifade etmektedir. Bu tür bilinç düzeyinden kaynaklanan yatırımcı duyarlılığı kendini piyasada gerçekleşen işlemlerde gösterebilmektedir. Davranışsal tercihler, beklenen fayda kuramı ilkelerine uymayan risk ve getiri hakkındaki yatırımcı tutumlarını içermektedir. Neo-klasik finasta, rasyonel bilgi tüccarları irrasyonel söylenti tüccarlarının davranışsal tutarsızlıklarını kullanmakta ve böylece hisse senedi fiyatlarının verimli olmasını sağlamaktadırlar (Bisen ve Pandey, 2013: 353; De Bondt vd., 2008: 5). Davranışsal finansın diğer bir yapı taşı olan arbitraj sınırlamaları, rasyonel yatırımcıların rasyonel olmayan yatırımcıların yarattığı fırsatlardan yararlanamayacağını iddia ederken, rasyonellikten olası bazı sapmaları listelemektedir. Rasyonel olmayan yatırımcılar varlık fiyatlarındaki bozulmalara (temel değerlerden ayrılmalarına) neden oluyorsa, rasyonel yatırımcılar bu durumu arbitraj yardımıyla düzeltebilmelidir. Bununla birlikte, arbitraj, çeşitli kısıtlamalar nedeniyle çok masraflı, çok riskli veya imkânsız olabilir. Dolayısıyla verimsizlikler daha uzun süre devam edebilir (Lovric, 2011: 11).

İlke olarak, davranışsal finansa yönelik iki farklı yaklaşım vardır. Her iki yaklaşımın da amacı gözlemlenen fiyatları, piyasa işlem hacmini ve bireysel davranışı geleneksel finans modellerinden daha iyi açıklamaya çalışmaktır. İlk yaklaşımda, belirli ekonomik koşullar altında insan davranışını tanımlayan psikolojik sonuçlar yer almaktadır. Bu sonuçlar, piyasa gözlemlerini açıklamak ve yeni modeller oluşturmak için kullanılır.

İkinci yaklaşımda, geleneksel finans teorisine dayanan tahminlerden ampirik sapmalar gözlemlenmektedir. Ardından, bireysel davranışın psikolojik sonuçları, gözlenen piyasa fenomenisine bir açıklama bulmak için taranır (Glaser, Nöth ve Webera, 2003: 7).

Davranışsal finansın temel bir varsayımı, bilgi yapısının ve piyasa katılımcılarının özelliklerinin bireylerin yatırım kararlarını ve piyasa sonuçlarını sistematik bir şekilde etkiliyor olmasıdır. Bireylerde düşünme süreci bir bilgisayar gibi işe yaramaz. Bunun yerine, insan beyni kısa yollar ve duygusal filtreler kullanarak bilgileri sıklıkla işler. Bu süreçler finansal karar vericilerin, rutin olarak riskten kaçınma konusundaki geleneksel kavramları ihlal etmesine ve tahminlerinde öngörülebilir hatalar üretmesine neden olur. Bu tür sorunlara, yatırımcı kararlarında, finansal piyasalarda ve firma yönetim davranışlarında yaygın olarak karşılaşılmaktadır. Bu optimal olmayan mali kararların etkisi, sermaye piyasalarının etkinliği, kişisel zenginlikleri ve firmaların performansını etkilemektedir (Baker ve Nofsinger, 2010: 3). Bu nedenle bireylerin optimal olmayan mali kararlarının etkisi hakkında bilgi sahibi olabilmek için, ekonomide ve psikolojide karar verme sürecinin nasıl gerçekleştiği ve karar alma sürecinde etkili olan bireysel faktörlerin bilinmesi önem taşımaktadır.

### **2.3. Ekonomi ve Psikolojide Karar Verme**

Karar verme, bireylerin bir eylemin seçilmesinde bilgi, arzu, beklenti ve inançlarını birleştirme yoludur. Yargılama ve karar verme, bir bireyin seçenekleri değerlendirip birçok alternatif arasından en uygunu seçebileceği bilişsel süreçlerdir (cognitive processes). Karar verme süreci, bireylerin hayatlarında sürekli olarak karşılaşılan bir durumdur ve birey davranışının temel bir bileşenidir. Araştırmalar, kararların sınırlı veya eksik bilgilere dayanarak alındığını ve bireylerin bu kararları alırken sıklıkla hangi bilginin alakalı olduğunu anlamadıklarını gösterir. Bu durum bireyleri yanlış bir akıl yürütmeye yönlendirir (Luppe ve Favero, 2012: 120-121).



Davranışsal finans, karar sürecinin bilişsel yanılsamalar (cognitive illusions), zihinsel kısa yollar (heuristics) ve bilişsel önyargılar (cognitive biases) ile tetiklenebileceğini ve rasyonaliteye dayalı olmayan, yanıltıcı yatırım kararlarının verilmesine neden olduğunu ortaya koymaktadır. Genel olarak, bilişsel önyargıları ve karar verme sürecini öğrenmenin amacı, bu hataların kendilerini gösterebileceği durumları tanımaktır. Bu şekilde, yatırımcıların varlık tahsisi (asset allocation) sürecindeki hatalarını önlemelerine ve dolayısıyla gelecekteki performansı iyileştirmelerine yardımcı olunabilir. Ayrıca bilişsel önyargılar ve karar verme süreci öğrenilerek finansal piyasalardaki dinamikler daha iyi anlaşılabilir ve tarihte devam eden finansal krizlerin gösterdiği gibi öfkenin ve paniğin ciddi ekonomik sonuçlar doğurabileceği eylemlerden kaçınabilir (Zindel vd., 2014: 11).

Karar verme süreciyle karşılaşan bir bireyin, karar vermesini etkileyen bilişsel hataların varlığı ile ilgili yapılan çalışmalardan en önemlileri Kahneman ve Tversky tarafından yapılmıştır. Bu yazarlara ait çalışmalarda bireylerin beklenen fayda teorisinde ifade edildiği gibi bir karar almadıkları ve bireylerin beklenti teorisinde ifade edilen özellikleri dikkate alarak seçim yaptıkları belirtilmiştir.

### **2.3.1. Beklenen Fayda Teorisi ve Beklenen Fayda Teorisine Yapılan Eleştiriler**

Beklenen fayda kavramını ilk ortaya atan kişi olan Daniel Bernoulli'dir. Bernoulli'nin (1700-1782) bu kavramı geliştirmesini sağlayan olay ise, kuzeni Nicholas Bernoulli'nin (1687-1759) 1713'de Pierre Reymond de Montmort'a (1678-1719) yazdığı mektupta ortaya attığı Petersburg paradoksudur. Petersburg Paradoksu yazı tura ile oynanan oyuna katılmak için katılımcıların ne kadar katılım bedeli ödemesi gerektiğini sorgulayan bir problemdir. Bu oyunun kurallarına göre; ilk denemede yazı gelirse iki gümüş para, ilkinde gelmeyip ikincide gelirse dört gümüş para, ilk iki seferde

gelmeyip üçüncüde gelirse sekiz gümüş para kazanılır. Oyun ilk yazı gelene kadar devam eder. Sürekli tura gelmesi durumunda getirinin de sonsuza kadar artma olasılığı söz konusudur (Şener, 2015: 40). Fakat insanların böyle bir oyunu oynamak için çok yüksek giriş ücretleri ödemeyi kabul etmeleri gerekirken, Bernouilli insanların yalnızca küçük miktarlar ödediklerini gözlemlemiştir. Bu miktarlar, Bernouilli tarafından, bir birey için oyunun değerinin beklenen parasal değerine eşit olmadığını kanıtı olarak görülmüştür. Bernouilli, insanların beklenen parasal değer yerine beklenen faydalarını maksimize ettiklerini öne sürmüş ve bireyin servetten elde ettiği faydanın, servetteki her birim artış ile doğrusal olarak değil, azalan bir şekilde artmakta (azalan marjinal fayda kanunu) olduğunu ifade etmiştir. Ancak, bu teori büyük ölçüde tanımsaldır. Çünkü Bernouilli faydanın nasıl ölçüleceği, beklentinin neden rasyonel olacağı konularına değinmemiştir (Aksoy ve Şahin, 2009: 6; Taşdemir, 2007: 308).

Daniel Bernouilli'nin azalan marjinal fayda gözlemi, geleneksel finans kapsamında risk altında seçim davranışını tanımlamada temel model olarak kullanılan John Von Neumann ve Oskar Morgenstern'in beklenen fayda teorisinin dayanak noktasını oluşturmuştur. Daniel Bernouilli'nin çalışmasından yaklaşık 200 yıl sonra John Von Neumann ve Oskar Morgenstern, Bernouilli'nin versiyonu ile aynı matematiksel formda beklenen fayda teorisini aksiyomlaştırmışlardır (axiom)<sup>2</sup> (Bayar, 2012: 17).

Von Neumann ve Morgenstern, bireylerin mal veya hizmetlerin tüketiminden gelecekte elde edecekleri faydayı dikkate alarak satın alma kararı verdiklerini varsaymaktadır. Ayrıca, bu fayda sadece belirli olasılıklara göre öngörülebilir bir niteliğe sahiptir. Bu nedenle, Von Neumann ve Morgenstern, risk altında fayda fonksiyonunun tüketim kararlarını açıklamada yetersiz olduğunu savunmuşlar ve bu fonksiyonu, beklenen fayda fonksiyonu ile değiştirmişlerdir (Şener, 2015: 42).

---

<sup>2</sup> Başka bir önermeye götürülemeyen ve kanıtlanamayan, böyle bir geri götürme ve kanıtı da gerektirmeyip, kendiliğinden apaçık olan ve böyle olduğu için öteki önermelerin temeli ve ön dayanağı olan temel önerme, kanıtlanması gerekmeyen kabullerdir (wikipedia).

Van Neumann ve Morgenstern beklenen fayda teorisini destekleyen matematiksel aksiyomları aşağıdaki gibi özetlemiştir. Bu aksiyomlar şunları içerir (Sue, 2004: 5-6):

Tamamlama aksiyomunda A ve B'nin tüm eylemleri için A, B'ye tercih edilebilir veya B, A'ya tercih edilebilir veya A ve B eşit derecede arzu edilebilir.

Geçişlik aksiyomuna göre eğer A, B'ye tercih edilir ve B, C'ye tercih edilir ise, A, C'ye tercih edilmelidir.

Değiştirme aksiyomuna göre eğer A, B'ye tercih edilir ise, o zaman A veya C'yi elde etmek ve B veya C'yi elde etmek için eşit bir şans tercih edilir.

Hakimiyet aksiyomuna göre eğer her açıdan A görünüşü en azından B'nin bir görünüşünden iyi ise, A'nın B'ye göre tercih edilmesi gerekir.

Değişmezlik aksiyomunda A ve B arasındaki tercih A ve B'nin açıklandığı sıraya veya metoda bağlı olmamalıdır. Özellikle, seçim sorununun iki versiyonu ayrı olarak gösterildiğinde bile aynı tercihi ortaya koymalıdır.

Yansıtıcılık aksiyomunda ise herhangi bir olasılıkta A en azından kendisi kadar iyidir.

Bu yönergeler, riskli davranışları analiz etmek için kuralcı bir çerçeve sağlamış ve tüketici tercihi teorilerinin geçerliliğini deneysel olarak test etmek için çeşitli araştırmalara kapı açmıştır. Davranış, eğer, makul veya akılcı bir bireyin ihlal edemeyeceği varsayımları ifade ettiği düşünülen bu aksiyomlara uyarsa, davranış mantıklı addedilmiştir (Sue, 2004: 6).

Beklenen fayda teorisine göre ekonomik aktörler, karşılıklarına çıkan belirsiz durumlarda olayların gerçekleşme ihtimalini hesaplarırken istatistikteki Bayes kuralını kullanmaktadır. Bayesci mantık gelecekteki olayları tahmin etmede önceki olayların bilgisini kullanarak, olasılık ve istatistikten yararlanan bir karar alma yöntemidir. Bayesci mantığa göre, belirsiz bir sonuca sahip bir durumu ölçmenin tek yolu onun olasılık dağılımını hesaplamaktır. Olasılık dağılımları, bilinmeyen sayıda parametreye bağlıdır.

Fakat Bayes kuralının, süreçleri tarif açısından yetersiz kaldığı belirlenmiş ve beklenen fayda teorisi 1950'lerden sonra yapılan çeşitli deneysel çalışmalar tarafından ciddi eleştirilere maruz kalmıştır (Eser ve ToıgonBaeva, 2011: 304; Tufan, 2008: 15).

Beklenen fayda teorisine karşı yapılan itirazların temelinde gözlemlenen bireyin davranışının teoride varsayılandan farklı olması yer almaktadır (Bostancı, 2003: 5). 1950'li yıllardan itibaren yapılan ampirik çalışmalarda, gerçek hayatta karar vericilerin kararlarının söz konusu teorisinin aksiyomlarını ihlal ettiği çok sayıda duruma rastlanmıştır (Bayar, 2012: 24). Beklenen Fayda Teorisi'nde yer alan aksiyomların ihmal edilmesine yönelik yapılan çalışmalar Ellsberg ve Allais Paradokslarının ortaya çıkmasına neden olmuştur.

### **2.3.1.1. Ellsberg Paradoksu**

Bağımsızlık aksiyomuna göre, iki lotarya<sup>3</sup> üçüncü bir lotarya ile karıştırılırsa, bu iki lotaryanın tercih sıralaması üçüncüye bağlı değildir, ondan bağımsızdır (Bayar, 2012: 19). Bağımsızlık aksiyomunun (Independence Axiom) ihlal edilmesine yönelik bir çalışma Daniel Ellsberg tarafından yapılmış Ellsberg paradoksudur. Ellsberg, karar vericilerin ilave bilgiden etkilenebildiğini ve böylece ödülleri kazanma veya olasılıklarda bir değişme olmadan tercihlerini, garanti durumdan belirsizliğe değiştirebildiklerini göstermiştir (Bayar, 2012: 25). 1961 yılında Ellsberg tarafından yapılan çalışmada 1 ve 2 nolu iki torba mevcuttur. Birinci torbada deneklere torbadaki kırmızı ve mavi topların sayısı hakkında bilgi verilmeyen 100 top bulunmaktadır. İkinci torbada ise 50 mavi ve 50 kırmızı renkten oluşan 100 top vardır. Deneklerden, torbadan rastgele çekilen bir topun rengine bağlı olarak, 100 \$ kazanma imkanı sağlayan seçeneklerden birini seçmeleri istenmektedir.

---

<sup>3</sup> Ad ve numara çekilerek oynanan şans oyunlarının genel adı (tdk).

A1: Torba 1'den bir top çekildiğinde top kırmızı ise 100 \$, mavi ise 0\$,

A2: Torba 2'den bir top çekildiğinde, kırmızı ise 100 \$, mavi ise 0 \$.

Deneklerin daha sonra aşağıdaki iki seçenektan birini seçmeleri istenir:

B1: Torba 1'den bir top çekildiğinde mavi ise 100 \$, kırmızı ise 0 \$,

B2: Torba 2'den bir top çekildiğinde mavi ise 100 \$, kırmızı ise 0 \$

Denekler A2'yi A1 tercih ederken, B2 yerine B1 tercih etmişlerdir. Deneklerin yapmış oldukları tercihlerde A2'nin seçimi A1'deki topların %50'sinden azının kırmızı olması durumunda öznel bir olasılığı gösterir. İkinci seçimde deneklerin bağımsızlık aksiyomunda ifade edildiği gibi durumun değişmeyip aynı tercihin yapılarak B2'nin seçilmesini gerektirirken denekler tarafından B1'nin seçimi bağımsızlık aksiyomunun ihlal edilmesine neden olmuştur ve bu durum beklenen fayda teorisine uymamaktadır (Elsberg 1961'den akt. Barberies ve Thaler, 2003: 1072).

Ellsberg'in çalışması iki nedenden ötürü büyük ilgi uyandırmıştır. Birincisi, şans oyunu bağlamında beklenen fayda teorisine bir örnek sağlamaktadır. İkincisi, bireylerin belirsiz olaylara değil, en azından ılımlı ve yüksek ihtimallerle bahis oynamayı tercih ettiği genel bir hipotezi öne sürmüştür. Ellsberg, olasılık bakımından bireylerin netlik yerine belirsizliği tercih edebileceğini gözlemiştir. Bu gözlemler, beklenen fayda teorisi ve diğer riskli seçim modelleri için ciddi bir problem oluşturmaktadır. Çünkü şans oyunları hariç olmak üzere, gerçek dünyadaki kararların çoğu, olasılıkları kesin olarak değerlendirilemeyen belirsiz olaylara bağlıdır. Bireylerin tercihleri yalnızca belirsizlik derecesine değil, aynı zamanda değerlendirilme hassaslığına da bağlıysa, o zaman riskli seçimin standart modellere uygulanabilirliği ciddi ölçüde sınırlı olmaktadır (Heath ve Tversky, 1991: 6).

### 2.3.1.2. Allais Paradoksu

Beklenen Fayda Teorisi'ne yapılan eleştirilerden bir diğeri Fransız ekonomist Maurice Allais tarafından yapılmıştır. Allais tüketicilerin her zaman beklenen faydanın maksimizasyonunu gözeterek karar vermediklerini ifade etmiştir (Şener, 2015: 48). Allais paradoksuna göre, oyuncudan sırası ile aşağıdaki A, B, C ve D seçeneklerinden birisini seçmesi istenir (Aksoy ve Şahin, 2009: 7);

A: Kesin olarak 1 milyon dolar kazanç elde edilecektir,

B: %10 olasılıkla 5 milyon dolar, %89 olasılıkla 1 milyon dolar kazanç elde edilecektir, %1 olasılıkla hiçbir şey kazanılmayacaktır,

C: %11 olasılıkla 1 milyon dolar kazanç elde edilecektir, %89 olasılıkla bir şey kazanılmayacaktır,

D: %10 olasılıkla 5 milyon dolar kazanç elde edilecektir, %90 olasılıkla bir şey kazanılmayacaktır.

Allais, A ve B durumlarıyla karşı karşıya kalan bireylerin A'yı tercih etmesini beklemiş ve cevaplar da bu şekilde olmuştur. Bunun nedeni, A durumunda milyoner olmanın kesin olmasıdır. Oysaki beklenen değer formülasyonuna göre B durumunun tercih edilmesi gerekirdi. Bununla tutarlı olarak ikinci durumda C'nin D'ye tercih edilmesi gerekirdi. Fakat D, C'ye tercih edilmiştir. Yani %10 olasılıkla 5 milyon dolar kazanç, %11 olasılıkla 1 milyon dolar kazanca tercih edilmektedir (Aksoy ve Şahin, 2009: 7). "Allais Paradoksu" olarak bilinen bu ampirik sonuçlar bireylerin piyangoların beklenen sonuçlarını ve bu sonuçlara ilişkin olasılıkları ağırlıklandırdıklarını ortaya koymuştur. Bu sonuç Beklenen Fayda teorisinin bağımsızlık aksiyomunun ihlali anlamına gelmektedir (Taşdemir, 2007: 313).

Allais Paradoksundan yola çıkan Kahneman ve Tversky, bireylerin belirsizlik ve risk altında karar vermeleri üzerine yaptıkları birçok deney sonucunda elde ettikleri sonuçları değerlendirerek Beklenti Teorisini ileri sürmüşlerdir.

### **2.3.2. Belirsizlik ve Risk Altında Karar Verme – Beklenti Teorisi**

Risk terimi olası sonuçlarla ilgili olasılıkların bilindiği durumlarda, belirsizlik terimi ise bilinmeyen olasılıkları belirtmek için kullanılmaktadır. Risk ve belirsizlik arasındaki fark, riskin olasılık taşıması, belirsizliğin ise olasılığa sahip olmaması durumudur. Belirsizlik, gelecekte karşılaşılabilecek durumlar ve koşullar tanımlanabildiği ve olasılıkları hesaplanabildiği ölçüde riske dönüşmektedir. Bu açıdan değerlendirildiğinde, ekonomik anlamda “risk”, ölçülebilir bir belirsizliği ifade eder. Başka bir ifade ile risk, belirsizliğin objektif ölçüsüdür (Aktaş, 2012: 77; Ercan ve Ban, 2010: 178; Sue, 2004: 8; Tufan, 2008: 13).

Belirsizlikten kaçınma eğilimi, yalnızca bilinmeyen bilgilerin var olması durumunda seçim yapmadan kaçınma eğilimini akla getirmektedir ve seçeneklerin yorumlanmasında bir önyargı olarak görülmektedir (Schwartz, 2010: 65). Belirsizlikten kaçınma ile riskten kaçınma arasında önemli bir fark bulunmaktadır. Riskten kaçınmada yatırımcılar bir olayın sonucuna dair olasılıkları hesaplayabiliyorken, belirsizlikten kaçınmada olayların olası sonuçlarına ilişkin bir hesaplama söz konusu değildir. Dolayısıyla “belirsizlikten kaçınma” bireylerin muhtemel sonuçlarını bilemedikleri durumlardan kaçınma eğilimidir (Aydın ve Ağan, 2016: 99).

Belirsizlikten kaçınma, çok çeşitli durumlarda ortaya çıkabilmektedir. Örneğin, futbol ile ilgili bir bahis oynanacağına bireyler kendi görüşleri yerine belirsizlikten kaçınmak için makine ile bahiste bulunmayı tercih etmektedir (Barberies ve Thaler, 2003: 1073). Herhangi bir yatırımcının dünyanın herhangi bir yerinde hızlı bir şekilde alabileceği çok miktarda bilgi,

yatırımcının karar verme sürecinde bir faktördür. Ancak, bu tür aşırı miktarda bilgi, birçok bireysel yatırımcı için belirsizlik yaratmaktadır. Bilgiler, yatırımcının karışıklık ve güvensizlik durumuna katkıda bulunabilir. Çünkü birçok birey, karar vermelerine yardımcı olması için zihinsel kısa yollara güvenir (Brizek, 2014: 9).

### **2.3.3. Beklenti Teorisi ve Beklenti Teorisinin Temel Süreçleri**

Kahneman ve Tversky, kararlarla karşı karşıya olan bireylerin rasyonel seçim teorisine aykırı seçimler sergilediği üç genel alanı belirlemişlerdir. Birincisi, karar vericilerin bilgi işleme ve tutarlı algılamalar oluşturma konusunda sorun yaşıyor olduklarıdır. İkincisi, karar vericiler, tercihlerini en üst düzeye çıkarmak için başarısız olan zihinsel kısa yollar kullanırlar. Son olarak, Kahneman ve Tversky, karar vericilerin karar alma konusunda aşırı hassas olduklarını ve bu bağlamda rasyonel seçim aksiyomlarının ihlal edildiğini keşfetmişlerdir. Bu bulgular, psikolojik etkileri bütünleştiren "beklenti teorisi" olarak adlandırdıkları, risk altındaki bir tüketici seçimi alternatif teorisinin geliştirilmesine yol açmıştır (Sue, 2004: 17). Teori, özellikle kazanç elde etme ile ilişkili risklere karşı tutumumuzun, kayıplarla ilişkili risklere karşı tutumumuzdan oldukça farklı olabileceğine odaklanmaktadır (Curtis, 2004: 17).

Kahneman ve Tversky, belirsizlik altında karar verme durumunda bireylerin geçmişteki gözlem ve deneyimlerden yaralanarak kazanç kayıp durumlarını değerlendirebilmek için referans noktasından faydalandıklarını belirtmiştir (Aydın ve Ağan, 2016: 99). Referans noktası olarak genellikle mevcut durum alınmaktadır ve mevcut durumun teorik olarak değeri sıfırdır. Bunun yanı sıra mevcut durumdan farklı olarak kazanç ve kayıpların beklenen ve istenilen bir düzeye göre kodlandığı durumlarda söz konusu olmaktadır (Kahneman ve Tversky, 1979: 287). Emlakçıların müşterilerine ev gösterirken en pahalı olanından başlayarak tanıtıp göstermesinin sebebi de budur. En pahalı evden başlanarak yapılan tanıtım müşterilerde bu fiyatın



referans noktası olmasına neden olarak sonraki gösterilen evlerin ucuz olduğunu düşünülmesinde etkili olmaktadır (Aydın ve Ağan, 2016: 99).

Yapılan çalışmalar bireylerin referans noktası konusunda duyarlı olduğunu ortaya koymaktadır. Örneğin hisse senetlerine yapılan yatırımlar söz konusu olduğunda, doğal referans noktası hisse senedi alım fiyatıdır. Nitekim, beklenti teorisine dayanan ampirik çalışmaların çoğu, hisse senedi alım fiyatının bir yatırımcı tarafından kullanılan referans noktalarından biri olduğunu göstermektedir (Subash, 2012: 13).

Beklenti teorisi, düzeltme, değer fonksiyonu ve ağırlıklı olasılık fonksiyonu olmak üzere üç temel süreçten oluşur.

### **2.3.3.1. Düzeltme Süreci**

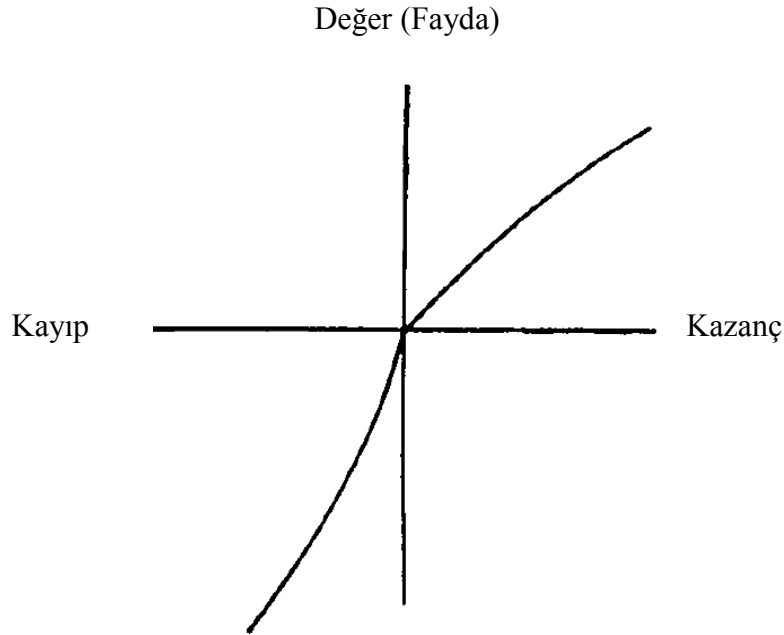
Düzeltme süreci (editing process) düzeltme ve değerlendirme olmak üzere iki aşamadan oluşmaktadır. Düzeltme aşamasında değerlendirmesi yapılan seçeneklerin ön analizi yapılarak seçenekler organize edilmektedir. Değerlendirme aşamasında ise, düzeltilmiş alternatifler değerlendirilerek en yüksek değere sahip alternatiflerin seçilmesi sağlanır (Kahneman ve Tversky, 1979: 274).

Düzeltme aşaması Kodlama, Birleştirme, Ayırma ve İptal Etme zihinsel faaliyetlerini içerir. Bireyler deneyimlerinin sonuçları olan zenginlik veya refahı nötr referans noktasına göre kazanç veya kayıp olarak tanımlarlar. Referans noktası, genellikle kazanç ve kayıpların gerçek tutarları ile örtüşen mevcut varlık pozisyonuna karşılık gelmektedir. Bununla birlikte, referans noktasının yeri ve sonuçların kazanç veya kayıp olarak kodlanması, önerilen seçeneklerin formülasyonundan ve karar vericinin beklentilerinden etkilenir. Bu durum düzeltme aşamasında kodlama olarak ifade edilmektedir. Birleştirme ise, beklentilerle ilgili aynı sonuç olasılıkların basitleştirilmesi

için birleştirilmesidir. Bazı olasılıklar riskli ve risksiz unsurları bir arada barındırdığından ayırma aşamasında riskli ve risksiz unsurlar birbirinden ayrılmaktadır. Kodlama, birleştirme ve ayırma işlemi her bir beklentiye ayrı ayrı uygulanır. İptal etme aşaması ise, ortak bileşenlere sahip seçeneklerin değerlendirme sürecinden çıkarılmasıdır. Diğer bir ifadeyle, iki aşamalı bir oyunda her iki seçeneğinde ortak olduğu ilk aşamayı göz ardı edip beklentilerini ikinci aşamadaki sonuçlara göre değerlendirmeleridir (Kahneman ve Tversky, 1979: 274).

### 2.3.3.2. Değer Fonksiyonu

Değer fonksiyonu (value function), değer hizmet sağlayıcılarının son zenginlik durumu açısından değil, belirli ve kişisel bir referans noktasına göre, kazanç ve kayıp olduğu inancını yansıtmaktadır. Bu değer, tüketicilerin mutlak değerlerden ziyade değişimlere karşı daha hassas olduğunu göstermektedir (Sue, 2004: 20). Aşağıdaki şekilde değer fonksiyonu gösterilmektedir.



Şekil 1. Değer Fonksiyonu

Değer fonksiyonu, beklenen fayda seviyelerinden ziyade, insanların kendi çevrelerine adapte olma ve yalnızca algılanan değişime tepki verme konusunda güçlü eğilimleri olduğunda maddi refah, yatay ekseninde değişikliklere neden olur. Dikey eksen, bu değişikliklerden kaynaklanan mutluluğu göstermektedir. S-şekli, hem kazanç hem de kayıplara karşı azalan marjinal duyarlılığı göstermektedir. Sonuç olarak, kayıptan kaçınma olarak bilinen özellikten dolayı kaybetme fonksiyonu, kazanç fonksiyonundan daha diktir. Bireyin kendisini iyi hissetmesini sağlayan kazançlar bireye iki kat daha fazla zarar vermektedir (Thaler, 2000: 137). Örneğin, bir yatırımcının, yüksek bir beklenen getirisi olacağını düşündüğü bir hisse senedi aldığını varsayalım. Yatırımcı hisse senedi alımından sonra hisse senedi satın alma fiyatını referans noktası olarak kullanmaya devam ederse, hisse senedi fiyatı yatırımcının değer işlevinin bir parçası olacaktır ve yatırımcı daha fazla risk almaktan kaçınacağından içbükey bir görüntü verecektir. Ancak, yatırımcı satın aldığı hisse senedine ait getiri beklentisini düşürürse, hisse senetlerini satması muhtemel olacaktır. Ardından fiyat, konveks bir görüntü alacaktır. Çünkü yatırımcı risk alma arzusundadır ve bu durum değer işlevinin bir parçasıdır (Barber ve Odean, 2005: 544).

Burada yatırımcı, satın alma fiyatında haklı olduğunu düşündüğünden hisse senedinin beklenen getirisi daha fazla düşse bile, hisse senedini elinde tutmaya devam edecektir. Dolayısıyla, yatırımcının beklenen getiri hakkındaki inancı, hisse senedinin beklenen getirisi azalsa dahi, hisse senedinin satışını gerçekleştirmek için daha da düşmesinin beklenmesine neden olacaktır. Benzer şekilde, iki hisse senedini elinde tutan bir yatırımcı düşünelim. Hisselerden biri yükselirken diğeri düşmekte olsun. Eğer yatırımcı bir likidite talebi ile karşı karşıya kalırsa ve hisse senedi hakkında yeni bir bilgi bulunmuyorsa, yükselen hisse senedini satma ihtimali düşen hisse senedini satma ihtimalinden daha yüksek olacaktır (Barber ve Odean, 2005: 544).

### 2.3.3.3. Ağırlıklı Olasılık Fonksiyonu

Beklenti teorisinin diğeri bir süreci ağırlıklı olasılık fonksiyonudur (probability weighting function). Beklenti teorisinde insanlar, olası çıktılarının ağırlığını, karar ağırlıkları tarafından ağırlıklandırmaktadır. Her bir sonucun ağırlığı bir karar ağırlığı ile çarpılır. Karar ağırlıkları, bir yatırımın istenmesi halinde olayların etkisini ölçer. Formülasyonda verilen ağırlıklar gerçek olasılıkların bir fonksiyonu olup, 0 ile 1 arasında değişmektedir. Bu durum, bireylerin aşırı derecede uç olasılıkları anlama ve değerlendirme kabiliyetlerinin kısıtlı olmasından kaynaklanmaktadır. Bu değerler arasındaki ağırlıklandırma fonksiyonunun eğimi 1'den küçüktür. Yüksek olasılık ile kesinlik arasındaki fark ya yok sayılmakta veya abartılmaktadır. İnsanlar düşük olasılıklara fazla ağırlık verme ve yüksek olasılıklara ise daha az ağırlık verme eğiliminde olmaktadır. Bu anlamda bireyler, yüksek kazanç olasılığı ve düşük kaybetme olasılığına rağmen riskten kaçınmayı tercih ederken; düşük kazanç olasılığı ve yüksek kaybetme olasılığına rağmen riske açık olmaktadır (Akin; 2009: 90; Aktaş, 2012: 98; Eser ve ToıgonBaeva, 2011: 304; Subash, 2012: 14; Turguttopbaş, 2008: 111).

### 2.4. Bireylerin Bilişsel ve Duygusal Eğilimleri

Davranışsal finans alanında yapılan çalışmaların çerçevesi bilişsel ve duygusal eğilimlerin etrafında şekillenmektedir. Yatırımcılardaki duygusal eğilimler temel olarak kayıptan ve pişmanlıktan kaçma istekleri dolayısıyla ortaya çıkarken bilişsel eğilimler, bir karar alma durumuyla karşı karşıya kalan yatırımcıların karar verme sürecinde kısa yol yaratma arayışı sonucunda oluşabilir (Sefil ve Çilingir, 2011: 254).

Davranışsal finans alanında yapılan çalışmalar bireylerin yatırım kararlarında rasyonel olarak riskten kaçınmak, tercihlerini optimize etmek ve portföylerini çeşitlendirmek istemekle birlikte bunu uygulamada

gerçekleştiremediklerini ortaya koymaktadır. Bu durumun gerekçesi olarak psikolojik önyargılar, bilişsel önyargılar ve duygusal faktörler gösterilmektedir (Döm, 2003:43).

#### **2.4.1. Psikolojik Önyargılar**

Bireyler mükemmel bilgiyi ve optimal eylemleri elde etmek için hesaplama kapasitesine sahip değildir. Bunun yerine, bireyler olasılıkları değerlendiren veya değerleri basit yargılama operasyonları olarak öngören karmaşık görevleri azaltacak kısa yollar kullanır (Manzan ve Westerhoff, 2005: 680). Kısa yollar, büyük bir bilgi bütünü içinde, analiz süresini kısaltan bununla beraber sizi doğru sonuç yerine yakın sonuca erdiren bir yöntemler bütünüdür (Ede, 2007: 40). Örneğin, bir bilardo oyuncusu, bir topa vururken diğer topu hedefe ulaştırmak için hangi açı ve hızın belirlemesi gerektiğini trigonometrik ve diferansiyel denklemleri çözerek bulmamaktadır. Daha ziyade bir bilardo oyuncusu, matematiğini anlayamasa da oyunu oynamasına izin veren başparmak kurallarını ve zihinsel kısa yolları kullanmaktadır (Fuller, 1998: 10).

Bilardo oyununda olduğu gibi bireyler belirsizlik ve zaman kısıtlamaları ile karşı karşıya kaldıklarında, genellikle başparmak kurallarını kullanırlar (Forster ve Sarasvathy, 2007: 2). Genel inanişaya göre eski İngiltere’de marangozlar ölçüm yaparlarken başparmaklarının en üst eklemine yaklaşık 1 inç kabul edip, buna göre bir hesaplama yapmışlardır. İşte bu durum, her durum için bir kesinlik arz etmese de, genel bir çerçevede yaklaşık hesaplamalarla sonuca ulaşmanın yolu olarak açıklanmış ve başparmak kuralı olarak anılmıştır (Otluoğlu, 2009: 28). Başta başparmak kuralları olarak adlandırılan zihinsel kısa yollar, bir probleme bir çözüm bulmak için gerekli aramayı azaltmanın araçlarıdır. Bunlar, normalde karar vermek için gerekli olan olasılıkları ve değerleri değerlendiren, karmaşık yöntemleri basitleştiren kısa yollardır ve kapsamlı hesaplama ihtiyacını ortadan kaldırır (Schwartz, 2010: 57).

Zihinsel kısa yolları değerlendirebilmek için öncelikle zihinsel kısa yolların nasıl çalıştığını anlamak gerekir. Zihinsel kısa yollar çoğunlukla açıkça anlatılamayan bilgiler olarak tanımlanır. Hayatımız boyunca beynimiz, bilinçli olarak erişebileceğimizden çok daha fazla bilgiye, diğer bilgi ve duygulara olan bağlantıları kullanarak ulaşmaktadır. Beyin sürekli olarak yeni durumları depolanmış deneyimler ve duygusal değerlendirmelerle ilişkilendirir. Bu nedenle, örneğin, belirli bir şeyle uğraşırken, bilinçsizce mevcut deneyimlere dayanan bir bilgi ortaya çıkabilir (Eller, Lerner, Streicher, Sachs ve Re, 2013: 1).

Bireyler bir bilginin olasılığı veya sıklığını değerlendirerek bir karar alma durumuyla karşı karşıya kaldıklarında bu kararı verebilmek ve kararı basit düzeye indirmek için zihinsel kısa yollar kullanırlar (Tversky ve Kahneman, 1973: 207). Ancak bireylerin karar alma durumuyla karşı karşıya kaldıklarında belirli hatalar yapması olasıdır. Çünkü kullandıkları zihinsel kısa yollar mükemmel olmayabilir ve sahip oldukları önyargılar onları yanıltma eğiliminde olabilir (Sümer ve Aybar, 2016: 80).

Beynin zihinsel kısa yolları kullanmasının birçok nedeni vardır. Bu nedenler aşağıdaki gibi sıralanabilir (Schwartz, 2010: 58-59):

- Karar alıcılar, bir problemin ideal bir çözümü olduğunda dahi bu çözüm yolundan habersiz olabilirler. Dahası, karar alıcıların çözüm yolu kaynaklarına ulaşmaları maliyetli olabilir.
- Karar alıcılar, iyi bir çözüm için gerekli olan tüm bilgileri elde edemeyebilir veya karar alınması gereken zamana kadar tüm bilgiler elde edilse de optimizasyon hesaplamalarını zamanında tamamlayamayabilir.
- Optimizasyon teknikleri uygulanabilir olsa da, optimizasyon teknikleri bazı sorun türleri için henüz oluşturulmamış olabilir.
- Birden fazla hedef söz konusu olduğunda, en uygun çözüm mümkün olmayabilir.

- Karar alıcıların hızlı bir şekilde uygulayabilecekleri başpamak kurallarının kullanılması, bilinçli karara varılana kadar bazı hususları gizli tutmalarını sağlayabilir.
- Sorun, bilginin elde edilmesinde değil, doğru bilginin algılanmasında ve gerçekte konunun bir varyantı olan şeyle uğraşmaktan kaçınmak şeklinde olabilir.
- Çok sayıda bilgi, karar alıcıyı etkileyebilir. Karar alıcının veriyi işleme koymak için gerekli bilgiye yeterince aşına olmaması, karar alıcının duygusal karakteri ve söz konusu karar verme döneminde alıcıların farkındalığı ve/veya sorunun özel çerçevesi bilginin doğru olarak işlenmesini engelleyebilir.
- Bazı piyasa katılımcılarının yanlış kazanç hesaplamaları hem yetersiz hem de ek risk ve belirsizlik içermesine rağmen, kazanç için gerekli hesaplamaları yapan karar alıcılarının yanlış kazanç hesaplaması yapan piyasa katılımcıları gibi davranmasına neden olabilir.
- Hesaplanan öğelerin uygulanmasında büyük sorunların ortaya çıkması söz konusu ise zihinsel kısa yolların kullanılması önerilebilir.
- Kayda değer belirsizliklerin olduğu durumlarda, zihinsel kısa yolların kullanımı tek makul yaklaşım olabilir.

Tversky ve Kahneman, bireylerin karar alma sürecinde kullandıkları temsiliyet, mevcudiyet ve demir atma ve düzeltme olmak üzere üç genel zihinsel kısa yol yaygınlığından bahsetmektedir.

#### **2.4.1.1. Mevcudiyet Kısa Yolu**

Kararların karmaşıklığı ve önemi karar vermeyi günlük hayatın ayrılmaz bir parçası haline getirmektedir. Birey karar verme durumuyla karşı karşıya kaldığında geçmiş ve bugünün tecrübelerinden faydalanmaktadır. Dahası, çeşitli dış etkenlere maruz kalan birey davranışlarını duygularına göre de değiştirebilir. Bu durum kararlarımızın dolayısıyla da eylemlerimizin

akılcılıktan uzaklaşmasına neden olur. Akılcılıktan uzaklaşmaya neden olan ve karar verme sürecini etkileyen kısa yollardan biri mevcudiyet (availability) kısa yoludur (Kliger ve Kudryavtsev 2010: 51). Mevcudiyet kısa yolu, bir bilginin olasılık veya sıklığı yerine bilgiye verilen ağırlığı yansıtan bir yöntemdir. Bu ağırlıklandırma, bilgiyi geri çağırma kolaylığına ve bilginin geri çağırılan içeriğine atfedilebilir (Schwartz, 2010: 63).

Birey bir olayın olasılığını olayın temsil gücü vasıtasıyla değerlendirirken, olayın temel özelliklerini, o olaydan kaynaklanan yapı ile karşılaştırmaktadır. Bu karşılaştırma sonucunda birey, olayın yaşanmış ya da edinilmiş bilgiler içerisindeki benzerlik veya farklılıklarını değerlendirerek olasılıkları hesaplamaktadır. Birey bu hesaplamaya alternatif olarak bilginin kullanılabilirliği veya ilişkisel uzaklığını değerlendirerek de olasılık hesaplayabilir. Yaşam içerisinde elde edilen tecrübeler, büyük sınıf örneklerinin daha az sıklıkta karşılaşılan sınıflardan daha iyi ve daha hızlı hatırlatılabileceğini, muhtemel durumların olası durumlardan daha kolay hayal edilebileceğini ve iki etkinliğin sıklıkla bir araya geldiğinde ilişkisel bağlantıların güçlendiğini göstermektedir. Bu nedenle, bir kişi, bilginin zihinsel olarak yürütülmesinin kolaylığını değerlendirerek bir olay olasılığını veya birlikte bulunma sıklığını tahmin edebilir. Örneğin, çevresinde birçok boşanmaya tanık olan birine bulunduğu ortamdaki boşanma oranı ile ilgili bir bilgi sorulduğunda bu oranı yüksek tahmin etmesi yakın çevresinde tanık olduğu boşanma davalarının bir sonucudur. Böyle bu durumda, boşanma olayının frekansı veya olasılığının tahmini, mevcudiyet kısa yolunun değerlendirilmesi neticesinde elde edilmektedir (Tversky ve Kahneman, 1973: 208).

Mevcudiyet kısa yolunda, sık karşılaşılan ve hatırlanması kolay olan olaylar frekansın değerlendirilmesi için geçerli bir ipucudur. Fakat mevcudiyet kısa yolunun gerçek frekansla ilgisi olmayan algılanan sınıfların frekansını ve olayların subjektif olasılığını etkileyecek çeşitli faktörlerden etkilenerek sistematik önyargılara yol açabileceği unutulmamalıdır (Tversky ve Kahneman, 1973: 209). Örneğin bir grup bireye  $8 \times 7 \times 6 \times 5 \times 4 \times 3 \times 2 \times 1$  çarpım sonucunun bir grup bireye ise  $1 \times 2 \times 3 \times 4 \times 5 \times 6 \times 7 \times 8$  çarpım



sonucunun sorulduğu bir deney yapılmıştır. Deney sonucunda azalan çarpım sonucunun medyanı 2.250 iken artan çarpan sonucunun medyanı 512 olarak bulunmuştur. İki tahmin arasındaki fark oldukça büyük ve önemli olmakla birlikte gerçek sonuç 40.320 olan sonucun çok altında kalmaktadır. Bu durum çarpmanın ilk birkaç basamağının (soldan sağa gerçekleştirilen) sonuçlarının, artan dizide azalan diziden daha büyük olması nedeniyle, önceki ifadenin daha büyük değerlendirildiğini göstermektedir. Hem doğru değer küçümsenmesi hem de iki tahmin arasındaki fark, bize mevcudiyet kısa yolunun denekler tarafından kullanıldığını destekler niteliktedir (Tversky ve Kahneman, 1973: 216).

Kliger ve Kudryavtsev (2010) yaptıkları çalışmada borsa endeks getirilerinin olumlu olduğu günlerde analist tavsiyelerinin hisse senedi fiyatlarının yükselmesine olan etkisinin, borsa endeks getirilerinin negatif olduğu günlerdeki analist tavsiyelerinin hisse senedi fiyatlarını negatif yönde etkilemesinin daha güçlü olduğunu bularak bu durumu mevcudiyet kısa yolu ile açıklamışlardır.

Frieder (2004) çalışmasında yatırımcıların psikolojik önyargılarının firma kazanç açıklamalarından kaynaklanan alım/satım kararlarına nasıl yansıdığı araştırılmıştır. Yapılan çalışma sonucunda büyük bir kazanç sürprizinin yatırımcılar için unutulmaz olduğu varsayıldığında küçük yatırımcıların mevcudiyet kısa yolu ile tutarlı bir şekilde alım/satım yaptıkları görülmüştür.

#### **2.4.1.2. Temsiliyet Kısa yolu**

Temsiliyet (representativeness) kısa yolu, koşullu olasılıkların belirlenmesiyle ilgilidir. Zihinsel kısa yollar kullanarak, bir nesnenin veya olayın A'nın bir sınıf veya sürecine ait olma olasılığı belirlenir (Subash, 2012: 17). Tversky ve Kahneman'ın (1974) çalışmasında "A nesnesinin B sınıfına ait olma ihtimali nedir? Olayın B aşamasından kaynaklanma ihtimali nedir?"

Süreç B'nin olay A'yı oluşturması ihtimali nedir? gibi sorulara cevap verirken bireylerin, A'nın B'yi temsil derecesine göre, yani A'nın B'ye ne derece benzediğine göre değerlendirici zihinsel kısa yollar kullandığı ifade edilmiştir. Örneğin, A, B'yi oldukça iyi temsil ediyorsa, A'nın B'den kaynaklanma ihtimali yüksek olarak değerlendirilir. Öte yandan A, B'ye benzemezse, A'nın B'den kaynaklanma ihtimali düşük olarak değerlendirilir (Tversky ve Kahneman, 1974: 1124).

Tversky ve Kahneman tarafından ayrıntılı olarak tartışılan temsiliyet kısa yolunun önemli bir belirtisi, bireylerin gerçekten rastgele dizilerde kalıplar gördüklerini düşünmeleridir (Barberies, Shleifer ve Vishny, 2005: 431). Tecrübe ettikleri kadarını genele yaymaya eğilimli yatırımcılar, oluşturdukları peşin yargılara göre karar verirler (Bayrak, 2012: 10). Temsiliyet kısa yolunun bir sonucu bireylerin değer taşısa da taşımasa da özel detaylara çok değer vermeleri ve temel bilgiyi gözden kaçırmalarıdır (Turguttopbaş, 2008: 124). Yatırımcılar, aslında rastgele olan bir bilgiyi algılamak için hızlı düşünüyor olabilirler. Ayrıca gelecekte bir performansın göstergesi olarak bir varlığın geçmiş performansını da yanlış algılayabilirler. Bu şekilde oluşan bir önyargı, yatırımcıların uzun vadeli yatırımlarında yatırım ortalamalarının düşmesine neden olmaktadır (Bhattacharya, 2012: 151). Grether tarafından 1980 yılında yapılan deneyler, bireylerin yeni eklenen bilgilere önceki bilgilerden daha fazla ağırlık verdiklerini ortaya koymaktadır. Dolayısıyla, temsiliyet kısa yolunun kullanımı, sistematik hatalara neden olabilir. Çünkü bireyler, belirli bir olay türünün sistematik nedenlere sahip olabileceğine inanmaya hazırdır (Grether 1980'den akt. Manzan ve Westerhoff, 2005: 680).

Temsiliyet kısa yolunun bir başka sonucu bireylerin, Kahneman ve Tversky tarafından küçük sayılar yasası (law of small numbers) veya örneklem büyüklüğü ihmali (sample size neglect) olarak adlandırılan yasaya inanmalarıdır. İstatistikteki Büyük Sayılar Kanununa göre, bir örneklemin içinden çıktığı ana kütle hakkında bilgi verebilmesi için, örneklemin yeterince büyük olması gerekir. Diğer taraftan, psikolojideki Küçük Sayılar Kanunu'na göre ise, büyük popülasyonlar içerisinde çıkarılan küçük örneklem büyük

örneklemin bütün özelliklerini aynen temsil etmektedir. Örneğin sekiz kişinin kamyon şoförü iki kişinin muhasebeci olduğu on kişilik bir gruptan rastgele seçilen bir kişinin mesleğini tahmin etmeleri istenmektedir. İlk durumda, on kişide aynı şekilde giyinmiş ve aralarından seçilen kişinin kamyon şoförü mü yoksa muhasebeci mi olduğunun tahmin edilmesi istenmiştir. Ancak ikinci durumda, belirsizlik unsuru eklenerek, on kişiye de farklı kıyafetler giydirilmiş ve bir takım elbise giyen bir bardak ve bir evrak çantası taşıyan bir kişi içlerinden seçilmiştir. Bu durumda, katılımcıların çoğunluğu bu kişinin bir muhasebeci olduğuna karar vermiş olsa da, bu kişinin bir kamyon şoförü olma olasılığı daha fazladır. Fakat bu deneye katılan katılımcılar giyilen takım elbise, bardak ve evrak çantası olan bireyi muhasebeciye daha fazla benzettiklerinden kamyon şoförü olma ihtimaline çok fazla ağırlık vermemişlerdir (Aguiar ve Sales, 2010: 326; Aktaş, 2012: 109; Bayar, 2012: 69; Kahyaoğlu ve Ülkü, 2012: 55).

Temsiliyet kısa yolunun diğer bir sonucu örneklem boyutunun ihmalidir. Örneklem boyutunu ihmal etmek, insanların başlangıç veri sürecini bilmediği durumlarda, çok az veri ile çok hızlı çıkarımda bulunarak karar alacakları anlamına gelir. Bu durum “sıcak el” fenomeniyle açıklanır. Sıcak el fenomenine göre, spor tutkunlarının birkaç maçtır üst üste sayı kazanan bir basketbolcunun diğer maçlarda da puan kazanacağına ikna olmalarına neden olacaktır. Örneğin, yatırımcılar tarafında dört iyi hisse senedi seçen bir finansal analistin vasat bir analist olmayacağı düşüncesiyle yetenekli olduğuna inanılması sıcak el fenomeni ile açıklanmaktadır (Barberis ve Thaler, 2003: 1065).

2007 çalışmasında Shefrin, temsiliyet kısa yolunu yazı tura örneği ile açıklamıştır. Buna göre, bir madeni para 5 defa havaya atılmış ve her defasında yazı gelmiştir. Madeni paranın, 6. defa havaya atıldığında yazı veya tura gelme ihtimali nedir? diye sorulduğunda, olasılık %50 olmasına karşın, bazı bireylerin tura gelme olasılığını daha yüksek olasılıkta tercih ettiği saptanmıştır. Bu yanılsama, davranışsal finansta “kumarcı yanılgısı” olarak adlandırılmakta ve temsiliyet kısa yolunun bir ürünü olarak kabul edilmektedir (Shefrin 2007’den akt. Sezer, 2013: 74).

Ayrıca temsiliyet kısa yolunun etkisi altındaki bireyler, eski kaybedenlerin gelecekte kazananlar olma eğiliminde olduğunu düşünerek aşırı tepki verme eğilimindedir. Diğer bir ifade ile hisse senedi piyasasındaki aşırı tepki, belirli bir hisse senedinin, hisse senedi ile ilişkili son zamanlarda ortaya çıkan iyi (kötü) haberlerin bir sonucu olarak, hisse senedi fiyatının aşırı artmasını (azalması) önermektedir. Böylece, bir hisse senedinin içsel değeri hakkında emin olunmadığında yatırımcılar, firmanın değeri hakkında çok iyimser ve/veya çok kötümser olacaktır (Aguiar ve Sales, 2010: 327). Bu durum da firmanın hisse senedi fiyatının olması gereken değerinin üstünde/altında fiyatlanmasına neden olan aşırı tepkiye yol açacaktır. Piyasadaki yatırımcılar belli bir süre sonra aşırı tepkiyi fark edecek ve düzeltme hareketi yaparak piyasadaki hisse senetlerinin olması gereken değerine geri dönmesini sağlayacaktır.

Chang, Jiang ve Kim (2009) 1989–2005 tarihleri arasında sevilen Süper Bowl reklamlarından yola çıkarak temsiliyet kısa yolunun ticari reklam yayınlayan firmalarda daha yüksek getiriye neden olup olmadığını araştırmışlardır. Sonuçlar, sevilen reklamlara sahip firmaların, Super Bowl'un izlendiği günlerde daha yüksek getiri elde ettiğini göstermiştir ve bu durum temsiliyet kısa yolu etkisiyle uyumlu bir bulgudur.

Kahyaoğlu ve Ülkü (2012) çalışmasında temsiliyet kısa yolunun bireysel hisse senedi yatırımcılarının risk alma eğilimleri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Yapılan analiz sonucunda bireysel hisse senedi yatırımcılarının yatırım kararlarının hisse senetlerinin geçmiş performanslarına duyarlı olduğu ve bu duyarlılığın en fazla son bir günlük getirilerde görüldüğü tespit edilmiştir. Elde edilen bu sonuç temsiliyet kısa yolunun bireysel yatırımcıların risk algıları üzerinde etkili olduğunu şeklinde ifade edilmiştir.

### 2.4.1.3. Demir Atma Ve Düzeltme Kısa Yolu

Demir atmada (anchoring) bir başlangıç noktasına göre ayarlanan inanç ve önyargı, nihai inancın bu demir atmaya doğru taraflı olmasıdır. Bu davranış, mantıksal bir açıklama olmaksızın yatırımcılarda bir referans noktası oluşumuna neden olmaktadır. Pek çok durumda, insanlar, son cevabı verecek şekilde ayarlanan başlangıç değerinden başlayarak tahmin yapmaktadır. Başlangıç değeri veya başlangıç noktası, sorunun formülasyonu tarafından önerilebilir veya kısmi bir hesaplamanın sonucu olabilir. Her iki durumda da, düzenlemeler genellikle yetersizdir. Yani, farklı başlangıç noktaları başlangıç değerlerine doğru önyargılı olan farklı tahminler üretmektedir. Yaşanan bu duruma demir atma denmektedir (Baker ve Wrugler, 2013: 359; Bhattacharya, 2012: 151; Farahmand ve Spafford, 2009: 28; Subash, 2012: 19).

Yapılan çalışmalarda katılımcılardan önce tahmin edilecek hedef değer, demirleme değeri olarak bilinen keyfi başlangıç değerinden daha büyük veya daha düşük olup olmadığı sorulur. Ardından verilen miktarın mutlak bir tahminini yapmaları istenir. Bu iki aşamalı modelin tipik sonucu, mutlak tahminin ilk demir atma değerine doğru eğilimli olmasıdır (Luppe ve Favero 2012: 122). Örneğin, 2001 çalışmasında Galinsky ve Mussweiler, bir müzakeredeki ilk teklifin bir demir atma görevi gördüğünü ve dolayısıyla bundan sonraki miktarların bu miktardan önemli ölçüde etkilediğini tespit etmiştir (Galinsky ve Mussweiler 2001'den akt. Janiszewsk ve Uy, 2008: 126).

Kahneman ve Tversky (1974) bireylerin tahminlerini oluştururken, genellikle başlangıçtaki rastgele bir değerle başlayıp, ondan uzaklaşmamaya çalıştıklarını yaptıkları uygulamayla göstermişlerdir. Çalışmada yapılan uygulamada deneklere, Birleşmiş Milletler Teşkilatı'nda yer alan Afrikalıların yüzdesi sorulmuştur. Bu soruya cevap vermeden önce deneklere 0-100 arası değerlerin yer aldığı bir çarkıfelek çevirtilmiş. Daha sonra deneklere, çarkıfeleğin döndürülmesi sonucu elde edilen sayının Afrikalıların

yüzdesi tahminlerinden yüksek ya da düşük olup olmadığı sorulmuştur. Ardından deneklere çarkıfelekte isabet eden sayıdan aşağı ve yukarı olacak şekilde düzeltme yapma şansı verilmiş ve sonrasında tekrar tahminde bulunmaları istenmiştir. Çarkıfelek sonuçlarının ortalaması 10 olan grup Birleşmiş Milletlerdeki Afrikalıların oranını ortalama %25 olarak tahmin etmiştir. Çarkıfelek sonuçlarının ortalaması 65 olan grubun tahmini ise %45 olmuştur. Bu deneyde denekler çarkıfelek çevrilmesi sonucu elde edilen sayıları referans noktası olarak kullanmışlar ve bu referans noktası deneklerde verilen cevabı etkileyerek demir atmaya neden olmuştur.

Alevy, Landery ve List (2008) çalışmalarında bir pazarda demir atmanın tüketici deneyimleri üzerindeki etkisini araştırmıştır. Çalışma sonucunda deneyimli olmayan tüketicilerin deneyimli tüketicilerden daha fazla demir atma kısa yolunu kullandıkları bulunmuştur.

Demir atma kısa yolu ilgili sorun, düzeltmenin sıklıkla yetersiz olmasıdır. Düzeltmedeki yetersizlik son değer başlangıç değerine büyük oranda bağlı olacağı anlamına gelir. Demir atmada yaşanan bağlanma etkisine, öznel olasılık dağılımlarının değerlendirilmesinde karşılaşılmakta ve sonuç olarak bu bağlanma etkisi dolayısıyla aşırı güven aralıkları daralmaktadır. Belirlenen değere aşırı derecede bağlanma aşırı güven olasılıklarının hafife alınmasına neden olmaktadır. Güven aralıklarını aşırı derecede daraltmak, insanların beklentileri ile gerçekleşen sonuçlar arasında farklılığın büyük olmasına neden olabilmektedir. Finansal piyasalarda karşılaşılan demir atma davranışı, arkadaş veya uzmanların görüş veya tutumlarına dayanabilir. Başlangıçta kullanılan veriler gerçekçi görünmeyen veriler veya tahminler dahi olsa bir demir atma etkisi yaratabilir (Lovric, 2011: 12). Örneğin bir hisse senedi almayı düşünen yatırımcı satın alma fiyatını başlangıç değeri olarak kullanmaya başlarsa, bundan sonraki analizlerinde hisse senedi ile ilgili bilgileri referans noktasına göre yukarı veya aşağı doğru ayarlar. Ancak çalışmalar, bu ayarlamaların yetersiz olduğunu ve önyargılı sonuçlar üretilmesine neden olduğunu göstermiştir. Bu önyargıyı sergileyen yatırımcılar, bu hisse senedini almak ya da satmak için iyi bir zaman mı? ya da “hisse senedi yeterince fiyatlandırılmış mı? gibi temel

soruları cevaplarırken, bu demir atma tarafından etkilenebilirler. Dolayısıyla demir atma, yatırımcıların yatırım kararı verirken düşüncelerini mantıksal olarak alakasız bir referans noktasına "tutturma" eğiliminde olacaklardır (Subash, 2012: 19).

Bisen ve Pandey (2013) Hintli yatırımcılar ve özellikle Lucknow şehrinin yatırımcıları üzerinde yaptıkları çalışmada hisse senedi piyasa endeksi, üst üste beş gün arttığında veya azaldığında, bu durumun yatırımcı algısında bir farklılık yaratıp yaratmadığını araştırmışlardır. Araştırma sonucu yatırımcıların beş günlük geçmiş piyasa trendini baz alarak kararlarını ayarladıklarını ve demir atma kısa yolunun Hintli yatırımcılar tarafından kullanıldığını göstermiştir.

Demir atma kısa yolu, muhafazakâr karar verme davranışı ile de ilişkilendirilerek, bireylerin yeni bilgilerin varlığı halinde inançlarındaki hızlı değişikliklere direnmesine neden olmaktadır. Demir atma temsiliyet kısa yolundan farklı olarak, karar vermede aşırı derecede ılımlılığa neden olur ve böylece geçmişte kazanan hisse senetlerinin gelecekte de kazanma eğiliminde olduğu ve daha önce kaybeden hisse senetlerinin gelecekte de kaybetme eğiliminde olacağı görüşüne neden olarak piyasalarda aşırı tepkiye yol açabilir (Aguiar ve Sales, 2010: 327).

#### **2.4.2. Bilişsel Önyargılar**

Piyasada işlem yapan yatırımcılar işlem yaparken bazen bilgi yerine söylentileri dikkate alabilirler ve bazen de piyasaya yansıyan bilgilere az ya da fazla tepki gösterebilirler. Yatırımcıların işlem yaparken söylentileri dikkate alması ya da piyasaya yansıyan bilgilere az ya da fazla tepki göstermesi yatırımcı hislerinden kaynaklanır ve bu hisler yatırım kararını etkileyen bilişsel önyargılardan oluşmaktadır (Tufan ve Sarıçipek, 2013: 168).

Bilişsel Önyargılar;

- Muhafazakârlık (İnançta Israrcılık) ve Doğrulayıcı Önyargı,
- İyimserlik (Optimizm) Önyargısı,
- Aşırı Güven,
- Öncelik Etkisi, Sonralık Etkisi ve Sulandırma Etkisi,
- Sonradan Anlama Yanılsaması (Geri Görüş Önyargısı),
- Kayıptan Kaçınma,
- Geri Dönüş Etkisi,
- Aşına Olma Önyargısı

olmak üzere sekiz grupta incelenecektir.

#### **2.4.2.1. Muhafazakarlık ve Doğrulayıcı Önyargı**

Muhafazakarlık yanlılığı, insanların yeni bilgileri kabul etmek yerine önceden oluşan görüş ya da tahminlere sadık kaldıkları zihinsel bir süreçtir (Pompian, 2006: 119). Muhafazakarlık davranışında yatırımcıların, var olan inançlarına sıkı sıkıya bağlı oldukları ve piyasaya yansıyan haberlerde kendi inançları ile tutarlı olan haberlere ağırlık verdikleri önerilmektedir. Diğer bir ifade ile yatırımcılar iyi kazanç haberlerine ulaştıklarında, bu iyi haber sonucu oluşan fiyat hareketlerinin önümüzdeki günlerde tersine döneceğine inanmamaktadır (Barberies ve Thaler, 2003: 1091). Bununla birlikte muhafazakarlık önyargısı taşıyan yatırımcılar yavaş da olsa yeni bilgiye tepki verebilir. Fakat yatırımcılar elde edilen bu yeni bilgiyi işlemede sıkıntılar yaşayabilirler. Yeni bilgiyi işlemede güçlük yaşayan muhafazakar yatırımcılar yaşanan bilgiyi işleme kaynaklı zihinsel stres nedeniyle önceki bilgiye bağlı kalabilirler (Bayar, 2012: 88).

Muhafazakar yatırımcıların özellikleri aşağıdaki gibi sıralanabilir (Faikoğlu, 2012: 112);

- Genellikle yaşlı ve emekli kişilerden oluşmaktadır.
- Paraları konusunda çok titizlerdir.



- Kazanç sağlayabilecekleri kısa bir döneme sahip olduklarını düşünerek, varlıklarını korumaya çalışırlar.
- Servetlerini muhafazaya çalışırlar, risk ve heyecanı sevmezler, yatırım danışmanlarını seçmekte çok dikkatli olurlar, itimat ettikleri kişi ile yıllarca çalışabilirler, devletin ihraç ettiği menkul değerlere yatırım yapmayı severler.

Doğrulama yanlılığı, inançlarımızı doğrulayan fikirleri vurgulayan, inancımızla çelişen fikirleri göz ardı etmeye neden olan seçici bir algılama şeklidir. Örneğin, evinizin civarındaki kırmızı otomobillerin yılın diğer aylarına nazaran yaz aylarında daha fazla kullanıldığına inanma doğrulama önyargısına bağlı olabilir ve bu durum diğer aylara kıyasla yaz ayları boyunca daha fazla kırmızı otomobil fark etmenize neden olur. Bu eğilim, zamanla, kırmızı otomobillerin yaz aylarında yoğunlaşmasına ilişkin inancınızı güçlendirir. Diğer bir ifade ile doğrulama yanlılığı, inanmak istediğimiz şeylere kendimizi ikna etmenin doğal gücünü ifade ederken, arzuladığımız sonuçları destekleyen olaylara aşırı vurgu yapmamız ve aksine kanıtlar ortaya çıkarsa bunları önemsemememizdir (Pompian, 2006: 187).

Doğrulama yanlılığı saygınlığı koruma endişesiyle kendi saygınlığını azaltan bilgiyi ret etme ya da en azından düşük ağırlık verme eğilimi ile ilişkilendirilmektedir. Örneğin; kaybeden hisse senedine sahip yatırımcılar hata yaptığını kabul etme anlamı taşıyan ve yatırımcıda güven kaybına neden olan kaybeden hisse senetlerini satmaya karşı isteksiz olabilirler. Hata yaptığını düşünen ve güven kaybı yaşayan yatırımcılar bu duyguları elimine etmek adına önceki yatırım kararını destekleyen bilgileri dikkate alırken, desteklemeyen bilgileri değerlendirmeye almayarak destekleyen bilgi arayışında olabilirler (Döm, 2003: 76-77).

#### 2.4.2.2. İyimserlik Önyargısı

2002 çalışmasında Montier iyimserliği (optimizm), geleceğe yönelik olumlu bir bakış açısı ile ilişkili bir tutum olarak ifade etmiştir. 2003 çalışmasında Lovallo ve Kahneman göre iyimserlik, gerçekçilikten daha fazla heyecan yaratarak yatırımcıların gerçekliğini doğru bir şekilde değerlendirmesini zorlaştırır (Montier 2002 ve Lovallo ve Kahneman 2003'den akt. Zindel, Zindel ve Quirino, 2014: 15). İyimserlik önyargısı bireylerin aksi verilere direnç göstermelerine neden olmaktadır (Turguttopbaş, 2008: 138). Doğası gereği yapabilecekleri konusunda iyimser olan yatırımcılar kendilerine ait portföy getirilerinin endeks ortalamasından daha fazla getiriye sahip olacağına inanarak kendi belirlediği hisse senetlerini almayı tercih edecektir (Sansar, 2016: 141).

Aşırı derecede iyimser olan birçok yatırımcı, kendilerinin kötü yatırım ile karşılaşmayacaklarını ve sadece diğer yatırımcıların zarara uğrayabileceğini düşünmektedir. Böyle bir düşünce yapısı yatırımcıların portföylerine zarar verebilir. Çünkü yatırımcılar, yaptıkları yatırım kararlarındaki olumsuz sonuçları kabul etmede başarısız olmaktadır (Pompian, 2006: 163).

#### 2.4.2.3. Aşırı Güven

Aşırı güven, bireylerin kendilerini iyi hissetmelerine neden olarak normalde yapmayacakları şeyleri yapmalarına yol açmaktadır. Aşırı güven, bazen kontrol yanılmasına (Pompian, 2006: 112) ve ortalama olarak kabul edilemeyecek kadar iyi olan kapasiteden ve performanstan beklenen şeylerin abartılmasına neden olabilir. Örneğin, çoğu birey ortalamadan daha iyi sürücü ya da vatandaş olduğuna inanmaktadır ve çocuklarının birçok açıdan ortalamanın üzerinde olduğunu ileri sürmektedirler (Schwartz, 2010: 63). Psikologlar, aşırı güveninin, bireylerin var olan bilgilerini aşırı tahmin

etmelerine, riskleri hafife almalarına ve olayları kontrol etme yeteneklerini abartmaya neden olduğunu belirlemiştir (Subash, 2012: 16). Bu önyargı ile ilgili ayrıntılı bilgi üçüncü bölümde verileceğinden burada bu kadar bilgiye yer verilmiştir.

#### **2.4.2.4. Öncelik Etkisi, Sonralık Etkisi ve Sulandırma Etkisi**

Bilginin geliş sırası kişilerin karar sürecini etkilemektedir. Öncelik etkisi (recency bias) diğer şartlar aynı iken ilk alınan bilginin birey üzerinde daha etkili olması eğilimi olarak tanımlanmaktadır (Kıyılar ve Akkaya, 2016: 283). Sonralık etkisi (recency effect) ise, insanların yakın ve uzak geçmişte meydana gelen olaylardan daha yeni olayları ve gözlemleri daha belirgin bir şekilde hatırlamasına ve vurgulamasına neden olan bilişsel bir yatkınlıktır (Pompian, 2006: 216). Kısa süreli hafıza, sınırlı miktarda bilgiyi sınırlı bir süre boyunca saklar. Bu nedenle, öncelik etkisi, bir listede birincil öğelere uyan uzun süreli hafızadan kaynaklanırken, sonralık etkisi, bireyin konuyla ilgili en son duyduğu öğelerin, önceki hafızadan daha kısa sürede kalması olasılığından kaynaklanmaktadır (Pompian, 2006: 217).

Sulandırma etkisi (dilution effect), nötr yada ilişkili olmayan bilginin yargılamayı veya düşünceyi zayıflatması eğilimidir. Yatırımcının yatırım aracı ile ilgili olmayan bilgilere sahip olması yatırımcının yanlış yönleneşine neden olurken, aşırı bilgiye sahip olunması durumu yatırım aracının gerekli olmayan yönlerine yatırımcı dikkatini çekerek yatırım aracı ile ilgili yanlış algı ve değerlendirmelere neden olmaktadır (Barak, 2006: 110).

#### 2.4.2.5. Kayıptan Kaçınma

Kayıptan kaçınma (loss aversion), verilen bir kayıptaki zihinsel cezanın, aynı ölçüde verilen bir kazançtaki zihinsel ödülünden daha büyük olacağı fikrine dayanır (Korkmaz ve Ceylan, 2010: 616). Kayıptan kaçınma ilk olarak kazanımların veya kayıpların dahil edilip edilmeyeceğine bağlı olarak değişen riske yönelik tutumların ortaya çıkmasında bir anomali olarak görülmüştür. Bireylerin iflas gibi olumsuz sonuçların olasılıklarını yansıtan sonuçlara beklenenden fazla değer verme eğilimine işaret etmektedir (Schwartz, 2010: 65). Davranışsal finans, yatırımcıların riske ve getiriden ziyade kayıplara karşı daha hassas olduğunu göstermiştir. Bazı tahminlere göre, insanların potansiyel kayıpları potansiyel kazançlardan iki kat fazla ağırlığa sahiptir (Byrne ve Utkus, 2013: 8). Örneğin bir yatırımcının £1,000 aldığı bir hisse senedini hızla yükselerek £1,500 bulacağını düşündüğü için satın alındığını varsayalım. Yatırımcının almış olduğu bu hisse senedi £1.500 bulunduğunda bu hisse senedi yatırımcı için satmaya cazip hale gelecektir. Buna karşılık eğer hisse senedi £ 500 düşer ise, bu durumda yatırımcı kayıptan kaçınmak için hisse senedini elinde tutacaktır. Bireylere kaybetme fikri o kadar acı vermektedir ki bireyler sahip oldukları hisse senetlerini bu acıyı yaşamamak için satışı geciktirme eğiliminde olmaktadır. Eğer yatırımcılar, kazanç durumunda satışı gerçekleştirme kayıp durumunda fiyatın yükseleceği beklentisi ile hisse senedini elinde tutarak daha fazla riske toleranslı olma veya risk arama davranışı gösterdiğinde yüksek riskten kaçınma davranışı gösteriyor demektir (Byrne ve Utkus, 2013: 9).

Bisen ve Pandey (2013) Hintli Yatırımcılar ve özellikle Lucknow şehrinde yaşayan yatırımcılar üzerinde yapmış oldukları çalışmada yatırımcılar, hisse senedi fiyat artışı neticesinde oluşan kazanç durumunda hisse senetlerini ellerinden çıkardıkları, fakat kayıp durumu söz konusu olduğunda yatırımcıların hisse senetlerini ellerinde tutarak kayıptan kaçındıkları sonucuna ulaşmışlardır.

#### **2.4.2.6. Geri Görüş Önyargısı**

Geri Görüş Önyargısı, kişilerin önceden kendilerine bilgi verilmeden hatalı tahminleri ya da sonuçları doğru bir şekilde bildiklerini abartma eğilimidir. Fischhoff tarafından “ben zaten biliyordum” etkisi olarak da tanımlanan bu etkide, kişiler olaylar gerçekleştiikten sonra “böyle olacağını zaten biliyorduk” veya “belliydi zaten” gibi düşünme eğilimi göstermektedir (Kıyılar ve Akkaya, 2016: 279).

Geri görüş önyargısının bireyler üzerinde bazı olumsuz etkileri vardır. Geri dönüş önyargısı bireyleri dünyanın olduğundan daha tahmin edilebilir olduğu yanılsamasını teşvik ederek aşırı güveni artırma eğilimindedir. Çoğu zaman yatırımcıların zihninde makul bir bahisten anlamsız hatalara dönüşmekte ve finansal danışmanların üzücü bir şekilde öğrendiği tecrübeler olmaktadır (Hayta, 2014: 337).

#### **2.4.2.7. Aşına Olma Önyargısı**

Yatırımcıların genellikle aşına oldukları menkul kıymetlere, yani yerel ve yerli firmalara ait hisse senetlerine yatırım yaptıkları görülmektedir. Yatırımcılarda karşılaşılan aşına olma önyargısı bilinmeyen belirsizliklere karşı yaşadıkları korkudan ileri gelmektedir. İnsanlar iki riskli seçişle karşı karşıya kaldıklarında ve birisi hakkında daha fazla bilgiye sahipseler ise daha aşına oldukları seçeneği tercih ederler (Bayar, 2011: 141; Bhattacharya, 2012: 151). Yatırımcılarda hatta profesyonel yatırımcılarda aşına olunana yatırım yapma eğilimi aşına olunan hisse senetlerine daha fazla yatırım yapılmasına ve yatırımcı portföylerinde çeşitlendirmenin göz ardı edilmesine yol açar (Ede, 2007: 36).

### 2.4.3. Duygusal Faktörler

Duygu, bir şey hakkında inançların tetiklediği uyarılma olarak tanımlanabilir. Duygunun bilişsel ve fizyolojik özelliklere sahip olması nedeniyle tanımlaması oldukça karmaşıktır. Birçok birey için, bir duygunun özü hissetmektir. Bir duygunun hiçbir şekilde bilişsel bir dayanağı olmayabilir. Örneğin, gül iyi kokuyordur, çünkü kokusu iyidir. Her bir kişi, bir nesnenin iyi veya kötü olup olmadığı konusunda kişisel bir değerlendirmeye sahiptir (Ackert, Church ve Deaves, 2003: 29).

Psikologlar tarafından bir karar vermek için duygunun gerekli tetikleyici olduğu bilinmektedir. Başka bir ifade ile duygular bir takım hedeflerin elde edilmesine yönelik eylemlerin uygulanmasından sorumludur. Duygular ilk önce gelir ve "duygular" olarak adlandırdığımız duyumlara yol açar. Bazen duygular bilinçli farkındalığımız dışındaki uyaranlarla tetiklenebilir. Bu "arka plan" duyguları belirsiz olabilir ve bilinçli karar sürecimizi bilmediğimiz şekillerde etkiler. Duyguların sözelleştirilmesi çoğu zaman zordur. Duygu kavramı halen yaygın olarak yanlış anlaşılmaktadır ve genellikle bilişin veya rasyonel düşüncenin antitezi olarak görülmektedir. Bununla birlikte böyle bir durum söz konusu değildir ve aslında biliş ve düşünce dediğimiz şeylerin çoğu değiştirilip düzenlenmiş bir duygudur (Olsen, 2008: 61-62).

Duygusal tepkiler tipik olarak mantıksız olarak nitelendirilse de son araştırmalar duygunun ve akılcı karar vermenin tamamlayıcı olduğunu ileri sürmektedir. Nörobijolojik çalışmalar, duyguların karar vermeyi iki açıdan etkilediğini göstermektedir. Birincisi, duygu, karar vermeyi gerektiren durumlarda karar vermeleri için bireyleri yönlendirmektedir. Hayatta bazı durumlarda bireyin karar verme sürecine aşırı zaman ayırdığı pek çok seçenek vardır. Bir birey, birden fazla imkanla karşı karşıya kalabilir. Böyle bir durumda duygu, var olan imkanlarla başa çıkma mekanizması sağlar ve bireylerin ayrıntılara kapılmadan odaklanmalarını sağlar. İkincisi, duygu en iyi kararların alınmasına yardımcı olabilir. Geniş bir psikolojik literatür,

duygusal durumun karar vermeyi önemli ölçüde etkileyebileceğini göstermektedir. Güçlü duygusal tepkiler çoğunlukla zayıf kararlarla (özellikle finansal nitelikte olanlar) ilişkiliyken, psikolojideki son araştırmalar, duyguların yokluğunun aynı zamanda optimal olmayan kararlara yol açabileceğini göstermektedir. Olumlu duygular beyindeki bilgilere erişmeyi, yaratıcılığı teşvik eder, problem çözmeyi geliştirir, müzakereyi geliştirir ve etkin ve eksiksiz bir karar vermeyi kolaylaştırabilir. Duygular bir kişiye birkaç hareket tarzı verildiğinde optimal seçim davranışını kolaylaştırır. 2001 çalışmasında Lo ve Repin, duyguların bir yatırımcının finansal piyasalarda hayatta kalma kabiliyetinin önemli bir belirleyicisi olduğu sonucuna varmışlardır. Özellikle, anormal finansal davranışlar sıklıkla duyguya atfedilir. Birçok çalışmada, pozitif havanın bireylerin bilgiye daha iyi organize olmalarını ve yaratıcı problem çözmeyi kolaylaştırdıklarını destekler (Lo ve Repin 2001'den akt. Ackert vd., 2003: 30).

Bireylerin duygusal durumlarından risk algısı etkilenmektedir (Baddeley, 2011: 14). Sinirlilik ya da öfke gibi duygusal faktörler toplam talebin sadece ekonomik analizle açıklanamayacak bir biçimde kaymasına neden olabilir. Açgözlülük, umut ve korku muhtemelen finansal karar alma sürecindeki portföy seçiminde en çok kullanılan duygular olabilir. Diğer duygular ekonomik kararları daha geniş bir şekilde etkileyebilir. Örneğin yükselen piyasalarda görülen irrasyonel coşku, umut ile açgözlülüğün etkileşimini yansıtır. Bireysel panikler "sosyal panikler" yarattığında, risk, kaygı ve korku arasındaki karşılıklı etkileşimi yansıtabilir (Baddeley, 2010: 284). Yapılan araştırmalar, daha mutlu insanların daha iyimser olduklarını ve olumlu olaylara daha yüksek olasılıklar atadıklarını göstermektedir. Bu nedenle, olumlu ve olumsuz duygusal durumların, risk tercihlerini nasıl etkilediği ve sonuç olarak piyasa fiyatlandırmasına dönüştüğü açık değildir (Ackert vd., 2003: 31).

Bireylerin karar alma sürecinde etkili olan duygusal faktörleri bilişsel çelişki, pişman olma, zihinsel muhasebe ve sürü davranışı olarak sıralamak mümkündür.

### 2.4.3.1. Bilişsel Çelişki

Psikoloji bilim dalının araştırma konularından biri olarak kabul edilen bilişsel çelişki (cognitive dissonance) kavramı, “çelişen tutum, davranış ve inancı içeren durum” olarak tanımlanmaktadır. Kavram ilk defa 1950’li yıllarda ABD’li sosyal psikolog Leon Festinger tarafından literatüre sunulmuştur (Çalışkan, Yavuz ve Akca, 2017: 138). Festinger’in bu kuramına göre, insan davranışlarındaki temel kavram “biliştir”. Biliş, bilme eylemi, farkında olma ve yargı yetisi gibi kavramlarla açıklanabilir. Bireyin, sosyal yaşam konusundaki şeyleri algılayabilmesi ve onlar hakkında yargıda bulunabilmesi anlamına gelir. Bilişsel çelişki kuramına göre, inanç ve tutumlarla açık davranışlar arasında tutarsızlıklar olmaktadır. Bu kurama göre karar verme durumunda, tercih edilen seçeneğin olumlu, ret edilen seçeneğin ise olumsuz yönleri sahip olabileceği ileri sürülmektedir. Bir kişi iki seçenektan birine karar verdiğinde, tercih edilen seçeneğin olumlu yönleri ile reddedilen seçeneğin olumsuz yönleri kararda tutarlıdır. Ancak tercih edilen seçeneğin bazı kötü özellikleri, reddedilen seçeneğin ise bazı iyi özellikleri olabilir. Bunlarda kararlar çelişen bilişleri temsil etmektedir. Böylece, tutumlara ters düşen davranışlarda bulunma bilişsel çelişki ile sonuçlanmaktadır (Dürüst, 2017: 6; Köklü, 1995: 86).

Kurama göre, bireyler veya toplumlar inandıkları şeylere karşı gelen konulara saldırma eğilimindedir. Bunu yaparken farklı tutumlar deneyebilir; karşı görüşün varlığını tamamen reddederek birey çelişki ile yüzleşmeyi inkâr edebilir, ne olursa olsun değerlerini savunabilir ya da karşıt görüşü çürütmek, yok saymak isteyebilir (Dürüst, 2017: 7). Örneğin, bir tüketicinin en iyi çim biçme makinası olduğuna inandığı bir makinayı satın aldığını düşünelim. Fakat bir süre sonra bu makinadan daha iyi bir çim biçme makinası olduğunu öğrendiğinde tüketici, doğru çim biçme makinasını almadığına dair rahatsızlık yaşayacaktır. Tüketici, satın aldığı çim biçme makinesinin alımıyla ilgili yaşadığı zihinsel rahatsızlıktan kaçınmak için, yeni öğrendiği bilgiden ziyade kendinin sahip olduğu bilginin daha iyi olduğuna kendini ikna etmek için elinden geleni yapacaktır (Pompian, 2006: 83).



Yatırımcıların geçmişte verdikleri kararları haklı çıkarma ihtiyacı da bilişsel çelişki ile açıklanmaktadır. Buna göre insanlar bir seçim yapıp da seçimlerine dair olumsuz bir geribildirim aldıklarında, seçimleri ve aldıkları tepkiler uyumsuz hale gelir ve uyumsuzluğu gidermek için durumun düzeleceği umuduyla seçimlerine daha fazla tutunur. Örneğin, bir yatırıma ilişkin kayıp söz konusu olduğunda yatırımcılar, kendilerini haklı çıkarma duygusu içine girmekte ve bu yatırımın yeniden değer kazanacağı ya da olumsuz durumun geçici olduğu şeklinde yeni bilişler oluşturmaktadırlar. Bu türden bilişler de yatırımın geleceği konusunda önyargılı tahminlere neden olmaktadır (Barak, 2006: 116).

#### **2.4.3.2. Pişman Olma**

Pişmanlık, diğer seçeneğin daha iyi bir sonucu olduğunu ve bunu değiştirmek için geç kaldığımızı anladığımızda hissettiğimiz acıdır (Bostancı, 2003: 19). Pişman olma (regret aversion) duygusu, insanların doğru kararlar almadıklarında hissedilen bir duygudur. Pişmanlık, insanların yaptıkları kararları kolayca etkiler. Yoğun pişmanlık hisseden, çeşitlilik konusunda güçlü bir tercihi olmayan ve ileride yaşanabilecek pişmanlığı en aza indirmek isteyen birey çalışmalarında her gün aynı rotayı izleyebilir (Zindel vd., 2014: 15).

Belirsizlik altındaki pişmanlık teorisi, 1982 yılında Graham Loomes ve Robert Sugden tarafından ileri sürülmüştür. Yatırımcı davranışına uygulandığında, bu teori, hatalı kararlardan kaynaklanan kayıplarda, kaybın geleneksel bir karardan ziyade alışılmadık bir karardan dolayı daha fazla pişman olunduğunu öne sürer. 1979 Kahneman ve Tversky çalışmasına göre, bireylerin pişmanlık duygusundan kaçmak için güçlü arzuları vardır. Kahneman ve Tversky, bireylerin bir kaybı tanınması ve bu nedenle riskten kaçınma eğilimlerini değiştirmeleri durumunda bireylerin pişmanlık duygusundan kaçınmak istediğini savunmaktadırlar. Shefrin ve Statman'a

göre, yatırımcılar kayıplardan daha fazla kazanç elde etmeye yatkındırlar. Pişmanlık korkusu yatırımcıları kayıpları ertelemeye yöneltirken, simetrik olarak gurur arzusu kazançların gerçekleşmesine neden olmaktadır. Bu yazarlara göre yatırımcılar, kazançla pozisyonlarını kapatarak bir kar sağladıklarından gurur ve sevinç duymaktadırlar. Kayıpla karşılaşan yatırımcılar ise, duydukları pişmanlıktan dolayı pozisyonlarını hemen kapatmamaktadırlar (Kahneman ve Teversky 1976'dan akt. Ackert vd., 2003: 32; Bhattacharya, 2012: 152; Graham Loomes ve Robert Sugden 1982'den ve Shefrin ve Satatman'dan akt. Zindel, Zindel ve Quirino, 2014: 15).

### **2.4.3.3. Zihinsel Muhasebe**

Yatımcı davranışlarını açıklayabilecek bir diğer davranışsal yanlılık 1980 çalışmasında Thaler tarafından ortaya atılan zihinsel muhasebedir (Thaler 1980'den akt. Beber ve Fabbri, 2012: 5). Zihinsel muhasebe, bireylerin herhangi bir sayıdaki varlıklarını değıştirilemez (non interchangeable) akılcı hesaplar halinde gruplayarak ekonomik sonuçları kodlama, kategorize etme ve değerlendirme eğilimi olarak tanımlanır (Pompian, 2006: 171). Zihinsel muhasebe, bireysel tüketicilerin ve hanehalklarının finansal faaliyetlerini firmalarda kullanılan muhasebe hesaplarına benzer şekilde izlemesini sağlar. Bu nedenle, tüketiciler ve hanehalkları finansal olayları belirli hesaplara tahsis eder, harcamalara ve kaynaklara göre sınıflandırır. Bununla birlikte, farklı bireyler belirli finansal olayları farklı şekilde kategorize edebilir (Liu ve Chiu, 2015: 201).

Muhasebe, iş ve finansal işlemlerin kaydedilmesi, özetlenmesi, sonuçların analiz edilmesi, doğrulanması ve raporlanması sistemi olarak ifade edilmektedir. Tabii ki bireylerde işlemlerin sonuçlarını ve diğer finansal olayları kaydetmek, özetlemek, analiz etmek ve raporlamak durumundadır. Bireylerin bu işlemleri yapma nedenleri, paralarının nereye gittiğini izlemek ve harcamaları kontrol altında tutmaktan kaynaklanır. Zihinsel muhasebe, bireylerin bu tür şeyleri yapma biçimlerinin bir açıklamasıdır. İnsanların

zihinsel muhasebe işlemleri muhasebedeki gibi yıllar içinde oluşan kodlardan ve kurallardan oluşmaz, bu yüzden bireylerdeki zihinsel muhasebeyi anlamak için bireylerin davranışları gözlenerek kurallar çıkarılır (Thaler, 1999: 184).

Bir muhasebe sisteminde hesapların ne zaman açık bırakılacağı ve ne zaman kapatılması gerektiği bilinirken, bireyler için bir hesabın kapatılma ve açılmasında kullanılan zihinsel muhasebeleştirme muhasebedeki kadar kolay olmamaktadır ve zamana bağlıdır. Örneğin bir yatırımcının 10 dolardan 100 adet hisse senedi aldığını varsayalım. Bu yatırımcının başlangıçta 1000 doları vardır, fakat bu değer zaman içinde hisse senedinin fiyatında yaşanan aşağı/yukarı yönlü hareketler sonucunda kazanç ya da kayba neden olmaktadır. Yatırımcılar için elde edilecek bu kayıp ve kazançların zihinsel olarak muhasebeleştirilmesi zordur. Ancak hisse senedi fiyatında yaşanan düşüş sonucu oluşan kayıp bir hisse senedinin elden çıkarılması durumunda yaşanacak kayıbdan daha acı vericidir. Bir hesabı zararla kapatmak acı verici olduğu için, zihinsel muhasebeye göre, yatırımcılar değeri düşen hisse senetlerini satmak konusunda isteksiz olacaklardır. Özellikle, bir yatırımcının bir miktar nakde ihtiyacı olduğu bir durumda fiyatı artan ve fiyatı azalan iki hisse senedine sahip ise zihinsel muhasebeye göre, yatırımcı fiyatı yükselen hisse senedini satmaya yatkındır. Oysaki yatırımcı için fiyatı düşen hisse senedi satmak daha mantıklı bir karardır (Thaler, 1999: 189).

Bir bireyin bir hesabı ne zaman açması ve kapatması gerektiğine karar vermesi gereken bir başka durum da tüketimden önce bir alım satım gerçekleştiğinde söz konusudur. Örneğin, Kahneman ve Tversky (1984) çalışmasında deneklerden bir tiyatro bileti için 10 \$ ödediklerini ve salona girerken bileti kaybettiklerini hayal etmelerini istenmiştir. Bu durumda yeni bilet için 10 \$ verir miydiniz? sorusu sorulmuştur. Diğer öncülde ise, bilet ücreti 10 \$ olan bir tiyatroya gitmeye karar verdiniz. Tiyatroya girerken 10 \$ kaybettiğinizi farkederseniz bilet için hala 10 \$ verir misiniz? Deneklerden birçoğu bileti kaybettikten sonra 10 \$ vermek istemediklerini fakat bir miktar para kaybettikten sonra 10 \$ ödemeye razı olduklarını belirtmiştir (Kahneman ve Tversky, 1984: 347-348).

Kahneman ve Tversky deneklerin bir bilet kaybını ve yeni bir biletin satın alma fiyatını aynı zihinsel hesapta değerlendirme eğiliminde olduklarını, bir bileti kaybetmek ve yenisini satın almak durumu ile karşı karşıya kalan bireylerin bu durumu aynı varlık kümesinde borçlandırıp art arda gerçekleşen iki zarar olarak gördüklerini ifade etmiştir. Ancak, gerçek nakit kaybı ve bir bilet alımı ayrı ayrı değerlendirilen borçlardır. Bu nedenle, aynı toplam zarar, iki farklı hesaba dağıtıldığında daha az acı vericidir (Pompian, 2006: 173).

Geleneksel finans teorilerine göre, insanlar fayda maliyet analizi yaparlar, bunu yaparken geleceği düşünürler ve geçmişteki maliyetler ile ilgilenmezler. Ancak her ne kadar rasyonel olmasa da insanlar karar alırken tarihi ve geri dönülemez maliyetleri de göz önüne almaları “batık maliyet etkisi” olarak tanımlanmaktadır (Ede, 2007: 50). Kahneman ve Tversky (1984) çalışmasında incelenen tiyatro bileti örneği batık maliyetlerle ilgilidir.

Batık maliyetlere ilişkin verilebilecek bir diğer örnek spor kulübü aidatlarına dairdir. Spor kulübü aidatlarında bireyler aylık aidatları fazla bulduklarında genellikle senelik ödemenin daha uygun olduğunu düşündükleri için senelik ödemeyi tercih etmektedirler ve bu ödeme onlar için batık bir maliyettir. Fakat senelik ödeme yapan çoğu birey ilk başlarda daha sık spor salonuna uğrarken zaman geçtikçe uğrama sıklıkları azalmakta ve bitmektedir. Başta bireye rahatsızlık veren bu batık maliyet bir müddet sonra birey tarafından görmezden gelinmektedir (Thaler, 1999: 190).

Yatırımcılar genellikle farklı kaynaklardan elde edilen ve amaçlanan kullanıma dayalı olarak paralara mantıksız farklı değerler atarlar. (Bhattacharya, 2012: 150). Örneğin bir yatırımcının borsadan elde ettiği 3000 TL ve çalışması karşılığında aldığı 3000 TL aynı değere sahiptir. Fakat yatırımcılar çalışarak elde ettikleri 3000 TL’yi borsadan elde edilen 3000 TL’den daha değerli görmektedir. Yatırımcılar borsadan elde ettikleri 3000 TL’yi daha değersiz gördükleri için daha riskli yatırımlarda değerlendirebilirken, çalışması karşılığında elde ettiği kazancı daha değerli gördüğü için daha az riskli yatırımlara yönlendirmektedir. Rasyonel olarak bakıldığında iki kazancın değeri aynı olduğundan alınan risk oranının da aynı

olması beklenmektedir. Fakat yatırımcılar kazancın elde edilmiş şekline veya kaynağına göre kazanca bir değer yüklemektedir (Sansar, 2016: 142).

Bireylerin alacağı finansal kararlarda zihinsel muhasebe, bireysel menkul kıymetlerin riskini yanlış algılamasına neden olur. Bu durum kötü çeşitlendirilmiş portföylerin oluşmasına yol açar. Sonuç olarak, elde ettiğiniz beklenen getiri seviyesi için çok fazla risk alırsınız. Diğer bir ifade ile aldığınız risk seviyesi için daha yüksek getiri elde edebilirsiniz (Nofsinger, 2001: 92).

#### **2.4.3.4. Sürü Davranışı**

Günlük hayatta yemeğin nerede yeneceği, izlenen televizyon programları, seçimlerde oylama, çocuk sahibi olma, iş değiştirme veya firmaların nasıl yatırım yapmaları gerektiğinde dair vermemiz gereken birçok kararlarla karşılaşırız ve bu kararları alırken başkalarının tercihlerinden etkilenmemiz söz konusu olabilir. Çoğu zaman bireyler sadece başkalarının seçimleri etkisinde kalarak tercih yapmaktadırlar (Svarc ve Svarcova, 2008: 1). Örneğin birbirlerine bitişik olan A ve B olarak bilinen iki restoran olsun ve restoran A'nın yüzde 51, restoran B'nin yüzde 49 daha iyi olduğu bilinsin. Bireyler kendinden öncekiler tarafından yapılan tercihleri gözlemleyerek, restoranlardan birine karar verirler. İlk sıradaki bireyin A restoranını seçmesi ikinci bireye bu restoranın daha iyi olduğu sinyali verebilir (elbette sinyal yanlış olabilir). Ancak ikinci birey A'yı seçmeyip B'yi seçtiğinde üçüncü bireyin aldığı karar arkadaki bireyler için yeni bir sinyal niteliği taşımaktadır ve bundan sonraki bireylerin seçtiği restoranta ait sinyaller bireyin kendi bilgisini görmezden gelmesine neden olarak sürü davranışına neden olabilirdi. Birey, kendi bilgisini kullanmış olsaydı, kararında nüfusun geri kalanına bilgi verirdi ve bu durumda bireyi kendi bilgisini kullanmaya teşvik edebilirdi (Banerjee, 1992: 798-799).

Sürü davranışı, bireylerin sahip oldukları özel bilgiler yerine bir sürü veya grubun kararlarının etkisiyle kendi kararı yerine grubun kararına uyma durumudur. Birçok ekonomik ve finansal kararda grup etkisinin kanıtı, sınırlı rasyonalite ile tutarlı olabilir. Belirsizlik söz konusu olduğunda kendi kararımız yerine, başkalarının daha iyi bilgilendirildiğini varsaymak ve onları izlemek mantıklı olabilir (Baddeley, Burke, Schultz ve Tobler, 2012: 1).

Finansal piyasalarda sürü davranışı, karşılıklı taklit olarak tanımlanabilir. Bu taklit durumu, eylemlerin birbirine yaklaşmasına neden olabilir. Bu durum, yatırımcıların çoğunluk tarafından alınan yatırım kararlarını takip etme eğiliminde olmasına neden olur ve en yaygın karşılaşılan hatadır. Finansal piyasalarda karşılaşılan sürü davranışının bir nedeni, grubun kararına uymanın kendi kararını uygulamaktan daha iyi olduğunun düşünülmesidir. Bir diğer nedeni ise, yatırımcıların büyük bir grubun yanlış yapabileceği ihtimalinin düşük olduğunu düşünme eğiliminde olmasıdır (Subash, 2012: 18). Ben McClure 2002 çalışmasında, genellikle yatırım tecrübesi az olan yatırımcıların piyasadaki fiyat hareketleri düzensizleştiğinde, diğer yatırımcıların kendilerinden daha fazla bilgiye sahip olduklarına dair bir korkuya kapıldıklarını ve bu korkunun tecrübesi az olan yatırımcıların diğer yatırımcıların davranışını taklit etme eğilimine yönlendirdiği gözlemlenmiştir (Ben McClure 2002'den akt. Bhattacharya, 2012: 150). Yatırımcıların edindikleri bilgiler ışığında işlem yaptıkları ve bu bilgilerin fiyatlara yansıdığı ileri sürülmüştür. Ancak yatırımcıların kendi bilgileri yerine başkalarının işlemlerine göre davranmaları durumunda bu etkinlik ortadan kalkabilmektedir. Sürü davranışı olarak adlandırılan bu yatırımcı davranışı tipi, yatırımcıları piyasaya ilişkin bilgi edinmek yerine birbirlerini taklit etmeye zorlayabilir (Ede, 2007: 90).

Piyasalarda yaşanan her aynı yönlü alım/satım kararı sürü davranışı olarak nitelendirilemez. Örneğin faiz oranlarının aniden yükselmesi ve hisse senedi alım/satımının daha az cazip yatırımlar haline gelmesi sonucunda değişen koşullar altında yatırımcıların, portföylerinde daha az hisse senedi tutmak istemeleri sürü davranışına bir kanıt oluşturmaz. Çünkü bu durumda yatırımcılar başkalarını gözledikten sonra kararlarını değiştirmemiş

olabilirler. Bunun yerine, yatırımcılar yaygın olarak bilinen faiz oranlarının yükselmesi kaynaklı kamusal bilgiye tepki gösteriyor olabilir. Bu durum sahte sürü davranışı olarak ifade edilmektedir. Gerçek sürü davranışını incelemek için, aktif olarak işlem yapan ve benzer şekilde davranan bir grup katılımcının bulunması gerekir. Böyle bir grup, yeterince homojense (her üye benzer bir karar problemiyle karşı karşıya kalırsa) sürü davranışı olasılığı daha yüksek olabilir ve her üye grubun diğer üyelerinin davranışını gözlemleyebilir ve piyasada ki diğer yatırımcıların davranışlarıyla aynı yönde hareket edebilir (Bikhchandani ve Sharma, 2000: 281-282).

Sürü davranışı rasyonel ve irrasyonel sürü davranışı olarak ikiye ayrılmaktadır.

Yatırımcıların, potansiyel yatırım araçları ile ilgili olarak yeterli bilgiye sahip olmamaları ya da sahip oldukları bilgilerin doğruluğuna ilişkin güvenlerinin düşük olması durumunda, kişisel yargılarını bir kenara bırakarak diğer yatırımcıları taklit etmeleri rasyonel bir davranış olarak değerlendirilebilmektedir. Teoride üç tür rasyonel sürü davranışından söz edilmektedir. Bunlar, bilgiye dayalı sürü davranışı, ücrete dayalı sürü davranışı ve itibara dayalı sürü davranışı olarak sayılabilir (Altay, 2008: 30).

Bilgiye dayalı sürü davranışında yatırımcılar düşüncelerini kendinden öncekilerin kararları üzerine temellendirmekte ve karar alırken bilgi ve analiz maliyetlerine katlanmaktansa daha önceki davranışları taklit etmektedirler. Böylece ilk başlatanın kararının doğru ya da yanlış olduğuna bakılmaksızın sürüye katılan her yatırımcı diğer yatırımcıları takip etmeye başlamakta ve bilgisel şelale başlatılmış olunmaktadır. Burada şelaleyi ilk başlatan bilgi optimal olarak algılanmaktadır. Bilgi Şelalesinin başlatılması için yatırımcının diğer yatırımcılardan etkilenmesi ve bu etkinin kendi kişisel bilgisinden daha baskın olması gerekmektedir (Atik, Köse ve Yılmaz, 2015: 195-196).

1990 Scharfstein ve Stein çalışmasında fon yöneticilerinin veya analistlerin saygınlık endişelerine dayanan sürü davranışı anlatılmaktadır.

Yazarlara göre, belirli bir yöneticinin yeteneği veya becerisiyle ilgili bir belirsizlik söz konusu ise, bu yönetici itibar endişesi veya daha geniş anlamda kariyer endişeleri taşımaktadır. Scharfstein ve Stein'de ki temel fikir, bir yatırım yöneticisi veya analist, doğru hisse senetlerini seçme kabiliyetinden emin değilse, diğer yatırım yapan yöneticilerin tercihleri doğrultusunda portföyünü yönetmesi beklenmektedir. Bu durum yöneticiye saygınlığını koruma faydası sağlarken piyasada saygınlığa dayalı bir sürü davranışının oluşmasına neden olacaktır (Scharfstein ve Stein 1990'dan akt. Bikhchandani ve Sharma, 2000: 290).

Ücrete dayalı sürü davranışına göre, fon yöneticilerinin karar alma sürecinde hesaba katacakları verilerden biri, performanslarının kıyaslanacağı diğer fon yöneticilerinin almış olduğu yatırım kararıdır. Bu nedenle fon yöneticileri birbirlerinin kararlarını taklit ederek performanslarının, dolayısıyla da ücret düzeylerinin birbirlerinden daha düşük olması riskini ortadan kaldıracak davranış biçimi sergileyebilecekler buda sürü davranışına neden olacaktır (Doğukanlı ve Ergün, 2011: 231).

Yatırımcıların bilgisel nedenlerden kaynaklanmayan, sosyal baskı, moda ve sosyal fikir birliği şeklinde ortaya çıkan davranışsal özellikleri nedeniyle bireysel kararlarını göz ardı ederek diğer yatırımcıların yatırım davranışlarını taklit etmeleri irrasyonel sürü davranışı olarak adlandırılmaktadır. Diğer yatırımcıların davranışlarından etkilenerek psikolojik önyargıların oluşması ve yatırım analizi yöntemlerini uygulayarak yatırım kararı vermek yerine sürü davranışının sergilenmesi, piyasa fiyatlarının olması gereken düzeyden daha farklı oluşmasına yol açabilmektedir (Döm, 2003: 148).



## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### BİRLEŞME VE SATIN ALMA GERÇEKLEŞTİREN FİRMA YÖNETİCİLERİNDE AŞIRI GÜVEN DAVRANIŞI VE FİRMA DEĞERİ ÜZERİNE ETKİSİNİN ARAŞTIRILMASI

#### 3.1. Yöneticilerde Aşırı Güven ve Aşırı Güveni Arttıran Davranışlar

Psikologlar ve araştırmacılar tarafından yapılan deneysel araştırmalardan elde edilen en önemli bulgulardan biri, insanların kendi yargılarına gerçeklerden daha fazla güvenmeleridir (Griffin ve Tversky, 1992: 411). Aşırı güven olarak adlandırılan bu durum, 1960'lardan bu yana psikolojide yaygın olarak kullanılan bir terimdir (Han, Lai ve Hoc, 2015: 6). Özünde bu durum, kişilerin kendi yeteneklerinin abartılmış bir görünümüne sahip olması demektir (Byrne ve Utkus, 2013: 5).

Ekonomistler, 1970'li yıllardan itibaren psikolojik bulguları ekonomik modellere uygulamaya başlarken, bu trendin en hızlı gelişimi 1990'lı yıllarda yaşanmıştır. O zamandan beri aşırı güven, ekonomistler için, özellikle de finansal piyasalar üzerindeki davranışlara etkisi açısından, bir ilgi alanı haline gelmiştir. Ekonomistler tarafından aşırı güven, genellikle bireyin özel bilgilerinin hassasiyetini veya bireyin hassasiyetini aşırı tahmin etmesi ya da yorumlanması olarak tanımlanmıştır. Alternatif olarak bir tanım yapılmak istenirse, sinyallerin varyansının ya da varlık değerlerinin oynaklığının küçümsenmesi olarak da düşünülebilir (Proeger, 2014: 6; Skala, 2008: 41). Pallier ve diğerlerine göre aşırı güven, "Bireylerin, entelektüel veya algı sorunları ile ilgili sorulara verdikleri cevapların doğruluğunu değerlendirirken, sistematik olarak yargılama hatasında bulunmasıdır" şeklinde ifade edilmiştir (Pallier vd. 2002'den akt. Stein, 2013: 5).

Aşırı güven, yersiz ve yüksek bir güven düzeyini ifade etmekte ve merkezinde, bir bilginin, öngörünün ve sonuçların ölçülmesinden sonra olaylara geriye dönük olarak bakıldığında, kişinin olayı olduğundan daha aşırı olarak değerlendirdiğine karar verilmesi söz konusudur. Bu, özellikle bireylerin kararlı oldukları ve sonuçların kontrol altına alındığına dair yanılsama hissettikleri zaman doğrudur. Çevrenin karmaşıklığı ve dinamizmi arttıkça aşırı güvenin artması beklenmektedir. Ayrıca aşırı güven bireyin kişisel özelliklerin bir fonksiyonu olabilir (Forster ve Sarasvathy, 2007: 7). Andreou, Doukas ve Louca (2011: 7) göre aşırı güvene sahip bireyler, zayıf yönlerini tanımakta zorlanırlar ve kusurlarını giderme veya başkalarının tavsiyelerini dikkate alma olasılıkları oldukça zayıftır. Rekabet avantajlarını aşırı tahmin ederek başarısızlık ihtimali yüksek riskli girişimlerde bulunurlar (Anderson ve Brion, 2010: 4). Pek çok çalışmada aşırı güvenin yaygın bir bilişsel önyargı olduğu ve bireyler arasında değişen bir şey olmadığı ifade edilmektedir. Bununla birlikte, araştırmalar bazı bireylerin diğer bireylerden daha fazla aşırı güvenli davranış sergilediğini göstermiştir (Forbes, 2005: 626).

Ortalamanın üstünde olma hedefi, bireyin doğasında vardır ve birçok farklı alanda gözlemlenebilir. Psikoloji araştırmaları, bireylerin temsili bir ortalamayla kendilerini karşılaştırmak için yeterli araca sahip olmamasına rağmen, çeşitli görevlerde ortalamanın üstünde performans sergileyebileceklerine dair bir yanılsama eğiliminde olduklarını göstermiştir (Gort, 2009: 70). Yapılan birçok çalışmada firma yöneticileri, doktorlar, avukatlar, müzakereciler, mühendisler ve öğrencilerin gelecek ile ilgili kararlarında tahminlerinin doğruluğunun gerçek değerlerden oldukça yüksek tahmin edildiği bulunmuştur (Byrne ve Utkus, 2013: 5; Griffin ve Tversky, 1992: 411). Örneğin, davalarda avukatların %70'i kendi müvekkillerinin haklı olduğuna inanmakta, doktorlar belirli hastalıkları tespit etme konusunda kendilerini oldukça yetenekli görmekte, anne-babalar çocuklarının diğer çocuklardan daha akıllı olduklarını düşünmektedir (Caliendo ve Huang, 2007: 3). Anderson ve Brion (2010) çalışmasında aşırı güvenin bireylere güç kazandıracığı ve akranlarının gözünde yetkin görünmelerini sağladığı dile

getirilmiştir. Bu nedenle, aşırı güvenin fayda veya maliyet getirip getirmediği bireye, içeriğe ve dikkate alınan sonuca bağlı olabilmektedir.

Bireyleri aşırı güvenli olarak tanımlamak için kullanılan yollardan biri, bireylerin olaylara ortalamanın üzerinde bir tepki gösterdiklerinde ortaya çıkmaktadır. Bu durum bireylerin ortalamanın üzerinde olmadıkları zaman bile kendilerini ortalamanın üzerinde görmeleri durumunda söz konusudur. Ortalamanın üzerinde olduğunu düşünen bireyler sadece kendilerinin ortalama bir insandan daha iyi olduğunu düşünmekle kalmaz, aynı zamanda başarılarını ve başarısızlıklarını olumlu bir ışık tutacak şekilde çerçeveledirirler. Svenson tarafından yapılan bir çalışmada, bireylerin büyük çoğunluğunun sürüş becerilerini "ortalamanın üzerinde" olarak değerlendirdiği belirtilmiştir. Svenson'un bulguları, farklı dönemler, farklı yetenekler ve IQ'lar üzerinde de araştırılarak aynı sonuca ulaşılmıştır. Bazerman ve Moore 2012 yılında yaptıkları çalışmada ise, çoğu insanın kendi yeteneklerini tahmin etmede kendilerine fazla güvendiklerini ve gerçek belirsizliği doğru bir şekilde değerlendirmediklerini bulmuşlardır (Eichholtz ve Yonder 2011: 4; Bazerman ve Moore 2012'den akt. Lee, Hwang ve Chen, 2015: 6; Lui, Taffler ve John 2009: 6; Stein, 2013: 5).

Bireylerde aşırı güvene yol açan önyargılar, yanlış değerlendirmeler (miscalibration), iyimserlik önyargısı, kendine atfetme önyargısı, kontrol yanılması ve olumlu yanılmalardır (Baker, Dutta, Saadi ve Zhu, 2012: 12; Ben-David Graham ve Harvey, 2013: 1549; Byrne ve Utkus, 2013: 7; Everts, 2007: 9-10; Forrester, 2014: 26; Han vd., 2015: 6; Ifcher ve Zarghamee, 2011; Nofsinger, 2001: 18-19; Stein, 2013: 5-6; Vitanova, 2014: 7).

- Yanlış değerlendirmeler bireyin sahip olduğu bilginin doğruluğunu fazla tahmin etme eğilimi ya da doğru bilginin elde edilmesine ilişkin aşırı güven olarak tanımlanmaktadır. Rasyonel olmayan bireyler, kendi tahminlerinin kesinliğini fazla tahmin edebilirler veya riskli süreçlerin varyansını hafife alabilirler. Diğer bir ifade ile bireylerin öznel olasılık dağılımlarının çok dar olması durumudur. Psikolojiden elde edilen deneysel

kanıtlar, yanlış değerlendirme gösteren deneklerin, genellikle güven aralıkları için çok dar olasılık dağılımlarına sahip olduğunu göstermektedir.

- Aşırı güven ile ilgili olan diğer bir önyargı iyimserlik önyargısıdır. 2000 yılında Kahneman ve Tversky tarafından yapılan çalışmaya göre, aşırı iyimser bireylerin gelecekle ilgili beklentileri olumlu iken, kendilerini etkileyen tehlikeleri olduğundan daha az tahmin edebilirler. Heaton, iyimser bireylerin iyi sonuçlarının olma ihtimalini yüksek değerlendirdiklerini ve kötü sonuçlara yol açma ihtimalinin çok düşük olduğunu bulmuştur. İyimserlik önyargısında bir birey mutlaka aşırı güvenli olmamakla birlikte, en azından bazı senaryoların veya planlanan eylemlerin olumlu sonuçlarına inanmaktadır. İyimserliği bireyin kendi becerisine olan inanişe bağlamak aşırı güvenin ortaya çıkmasına neden olabilir.

- Aşırı güven ile yakından ilgili olan önyargılardan bir diğer ise kendine atfetme önyargısıdır. Kendine atfetme özünde, bir karar sonrasında olumlu bir sonuçla karşılaşan bireylerin, sonucu yetenek ve becerilerinin bir yansıması olarak göreceği anlamına gelir. Bununla birlikte, olumsuz bir sonuçla karşı karşıya kalındığında, bu kötü şans ya da talihsizliğe atfedilir. Bireyler kendine atfetme önyargısı dolayısıyla başarılarını vurgular ve başarısızlıklarını reddederler. Genellikle, bilgi, bir eylemin başarı ile sonuçlanması gibi yorumlanır ve kendine atfetme bireyin kendine güvenini güçlendirerek aşırı güvene neden olabilir.

- Aşırı güvenin başka bir örneği de kontrol yanılsamasıdır. Kontrol yanılsaması, bireylerin sınırlı etkisi olan olayları kontrol etme yeteneklerini aşırı tahmin etme eğilimine işaret eder. Kontrol yanılsamasında, bireyin sonuçları kontrol edebileceği veya etkileyebileceği algısı, bireylerin değerli olmayan eylemlerde bulunmalarına neden olabilir. Bireyde kontrol yanılsamasını besleyen temel özellikler, seçim, sonuç sırası, görev aşinalığı, bilgi ve aktif katılımıdır.

Seçim: Seçimin kontrol yanılmasına olan etkisine örnek olarak piyango numaralarının seçimi verilebilir. Bir piyangoda numaraların kendisi tarafından seçilmesi durumunda birey, rastgele seçilen numaralar yerine kendi

seçtiği numaraların daha çok kazanma şansına sahip olduğunu düşünmektedir. Bu durum bireyde kontrol yanılması neden olmaktadır. Bireyler karar almada ne kadar aktif olursa, kontrol yanılması o kadar yüksek olmaktadır.

**Sonuç Sırası:** Bir sonucun ortaya çıkma şekli, kontrol yanılmasını etkiler. Erken meydana gelen olumlu sonuçlar, bireyde erken negatif sonuçlardan daha büyük bir kontrol yanılması neden olmaktadır. Bir madeni para ile yapılan ilk iki atıştan sonra bireyler bir sonraki atışın sonucunu tahmin etme yeteneğine sahip oldukları hissini kapılmaları bu duruma örnek olarak verilebilir.

**Görev Aşinalığı:** Bir birey aşına olduğu bir görevle karşılaştığında görevin kendi kontrolünde olduğunu düşünmektedir.

**Bilgi:** Elde edilen bilgi miktarı ne kadar büyük olursa, kontrol yanılması da o kadar büyük olmaktadır. Yeni bilgi öğrenirken, insanlar öğrenilen bilginin ne kadar önemli olduğuna çok fazla vurgu yaparlar. Bilginin geçerliliğine veya doğruluğuna çok az önem verirler. Fakat alınan bilgilerin çoğu gerçekten önemli olmayabilir.

**Aktif Katılım:** Bireyin aktif olarak bir göreve katılması bireyde kontrol yanılmasına neden olmaktadır.

- Olumlu yanılmalar, gerçekçi olmayan iyimserlik, ortalamanın üzerinde etki ve kontrolü yanılması gibi üç davranışsal yanlılığı içerir. Santa Clara Üniversitesi'nde toplam 107 lisans öğrencisi üzerinde olumlu yanılmaların aşırı güven üzerine etkisini belirlemek için, deneklerin olumlu ya da olumsuz bir duygusal şok yaşadıkdan sonra bir quiz üzerindeki performansları değerlendirilmiştir. Bu araştırma sonucunda olumlu yanılmaların, aşırı güvenin artmasına ve dolayısıyla yanlış inanç oluşumuna neden olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Taylor ve Brown göre, çoğu birey:

- kendileri için gerçekçi olmayan görüşlere sahip olduklarında,

- çevresel olaylar üzerinde gerçekte olduğundan daha güçlü bir denetime sahip olduklarını düşündüklerinde,
- gelecekteki sonuçlar için aşırı iyimser olduklarında olumlu yanılısma sergilemektedir.

Davranışsal finansçılar aşırı güven önyargısının yatırımcı davranışı üzerindeki etkilerinin işlem hacmi, işlem sıklığı ve portföy çeşitlendirme seviyesi üzerinde görüldüğünü ileri sürmektedir (Kahyaoğlu, 2012: 74). Finansal piyasalarla ilgili olarak, yatırımcılar aşırı güvenli davrandıklarında, güven bantlarını oldukça dar oluşturarak, yüksek tahminlerini çok düşük ve düşük tahminleri çok yüksek bulurlar. Yatırımcı aşırı güveninin iki ana sonucu vardır. Aşırı güvenli yatırımcıların dezavantajlı olduklarını anlamamaları nedeniyle kötü yatırımlar yapmaları ve ihtiyatlı davranma yerine çok fazla alım/satım yaparak aşırı işlem hacmine neden olmalarıdır (Aguila, 2009: 59). Finasta, portföy riskinin azaltılması için çeşitlendirme tavsiye edilirken, aşırı güvenli yatırımcılar kazanan hisse senetlerini belirlerken yeteneklerini fazla tahmin ettikleri ve bu tahminlerinden emin oldukları için çeşitlendirmeyi gereksiz bulmaktadır (Byrne ve Utkus, 2013: 6). Buna göre aşırı güvene sahip yatırımcıların işlem hacmi ve işlem sıklığı artabilir, portföy çeşitlendirme seviyesi ise düşebilir. Bu durum yatırımcıların gereğinden fazla komisyon ödemesi yapmalarına ve aşırı riskler üstlenmelerine neden olabilir (Kahyaoğlu, 2012: 74).

Piyasada yatırım yapan yatırımcılar dışında diğer bireylerde aşırı güven davranışının olumlu ve olumsuz etkilerine maruz kalmaktadır. Aşırı güvenin etkilediği bireyler arasında yöneticilerde yer almaktadır. Yöneticilerin almış oldukları kararlar firmaların performansını, karlılığını ve değerini etkilediğinden yönetici aşırı güveninin etkileri üzerinde durmak önemli görülmektedir.

Yönetici, firmanın en önemli faktörlerinden biridir ve üretimin gizli ve fiziksel olmayan kaynaklarının etkin kullanımında doğrudan önemli bir rol oynamaktadır. Yöneticilerin kişisel arzuları, zevkleri ve duyguları

organizasyonun seçim politikalarını ve prosedürlerini etkileyebilir. Yöneticiler genellikle aldıkları yatırım kararlarında bu yatırım kararlarının finansmanında ve diğer stratejik kararlarda kendi görüşlerine göre karar alabilir ve bu şekilde alınan kararlar yöneticilerin kişisel markalarının firmalara yansması olabilir. Yöneticilerin aldıkları kararların yöneticinin firmada karar verme üzerindeki etkisinin derecesine bağlı olarak firmanın performansı ve kârlılığı üzerinde büyük bir etkisi olabilir. Özellikle, bu yönetimsel etkiler, satın alma veya çeşitlendirme kararlarında olduğu kadar, temettü politikası ve maliyet azaltma politikaları açısından da önemli olabilir. Firmalardaki karar alma süreçleri yöneticilerin davranışlarına göre değişeceğinden firma performans sonuçları da bu değişiklikler neticesinde farklılık gösterebilir (Beber ve Fabbri, 2012: 1; Berlo, 2014: 5; Bertrand ve Schoar 2003: 1; Kilian ve Schindler, 2014: 6; Kasiani, Namazian, Zeydabadi ve Taghinejad, 2015: 2176).

Yönetimsel önyargı literatüründeki araştırmaların çoğu iyimserlik, narsistlik ve aşırı güven yanılgılarına odaklanmıştır (Baker ve Wurgler, 2012: 52).

### **3.1.1.Yönetici İyimserliği**

1990 yılında Weinstein çalışmasında ortaya atılan iyimserlik önyargısı, uygulamaya konmadan önce bir karar ile ilgili yapılan incelemelerde, kararın uygulanması durumunda elde edilecek faydanın, gerçekte kararın uygulanmaya konması durumunda elde edilecek faydadan daha yüksek tahmin edilmesi olarak tanımlanmıştır (Weinstein 1990'dan akt. Baccar, Mohamed ve Buori, 2013: 287).

Aşırı iyimserliğin temel sebepleri, seçim yanlılığının yanı sıra yöneticilerin rutin olarak yaptıkları işlerde kullanılan bilginin üretiminde yaşanan bir takım bilişsel hatalardır. Önemli hatalar, bireylerin yeteneklerini abartma eğilimini (örn., Kendi yetenek ve becerilerini ortalamanın üstünde

görmek) ve olumsuz sonuçları dış olaylara atfederken yaptıkları şeylere pozitif çıktılar koyma eğilimini içerir. Yöneticilerin başkalarının başarısız olduğu durumlarda bile her şeyi yapabileceklerine inanmaları yöneticileri aşırı güvenli yapmaktadır (Fulton ve Larson, 2009: 178). Yöneticiler, iyi bir performans olasılığını aşırı tahmin ederek ve kötü firma performans olasılığını hafife alarak iyimserlik davranışı sergilemektedir. Bu konu ile ilgili literatür<sup>4</sup>, iyimserliği kurumsal finans araştırmacıları için ilginç bir konu haline getiren iki kapsamlı bulguyu sunmaktadır.

- Sunulan bulgulardan ilkinde göre, insanlar kontrol edebileceklerine inandıkları sonuçlarla ilgili olarak daha iyimser davranırlar. Bu ilk deneysel bulgu ile uyumlu olarak anket çalışmaları, yöneticilerin firma performansının kendi kontrolleri dahilinde olduğuna inanmaları neticesinde firmada yaşanabilecek belirsizlik kaynaklı sorunları hafife aldıklarını göstermiştir.

- İkinci bulguya göre ise, insanlar son derece kararlı oldukları sonuçlar konusunda daha iyimser olurlar. İkinci deneysel bulgu ile tutarlı olarak, yöneticilerin firmadaki başarıları genelde yöneticilerin muhtemelen servetleri, mesleki itibarları ve istihdam edilebilirliklerini etkilediği için, yöneticiler firma hakkında aldıkları kararların sonuçları konusunda iyimser bir davranış sergilerler (Heaton, 2002: 33; Heaton, 2005: 667).

Heaton (2002) çalışmasında iyimser yöneticilerin "iyi bir firma performansı olasılığını sistematik olarak aşırı tahmin edeceğini ve kötü firma performansı olasılığını hafife alacaklarını" ileri sürmektedir. Yöneticilerde görülen iyimserliğin, sermaye piyasaları verimli olduğunda firmanın sahip olduğu riskli kıymetleri düşük seviyede tuttuğuna inanmaya yönlendirdiğini ifade etmektedir. Yöneticilerin riskli kıymetleri düşük seviyede tuttuğunu düşünmesi yöneticilerin yatırımları iç fonlarla karşılanmasına neden olabilir. Bunun yanı sıra, dış finansmana bağımlı iyimser yöneticiler bazen dış finansman maliyetinin çok yüksek olduğuna inanarak pozitif net bugünkü değerli projelerini öteleyebilir. Bu durum firma açısından serbest nakit

---

<sup>4</sup> Heaton (2002)'nin çalışmasında adı geçen çalışmalar: Weinstein'in 1980 yılında, March ve Shapira'nın 1987 yılında, Gilson'ın 1989 yılında yaptığı çalışmalardır.



akışlarını daha değerli bir hale getirmektedir. Öte yandan, yönetsel iyimserlik, sistematik olarak yukarı yönlü önyargılı nakit akış tahminlerine ve yöneticilerin firmanın yatırım fırsatlarını aşırı derecede değerlendirmesine neden olur. Serbest nakit akışı olmayan yöneticiler, pozitif net bugünkü değere sahip bir projeyi dış finansman maliyetini çok yüksek gördüklerinden negatif net bugünkü değerli proje gibi görerek projeyi reddedebilirler. Bu durumda, serbest nakit akışı firmanın dış finansman ihtiyacını ortadan kaldıracak, yanlışlıkla negatif değere sahip projenin pozitif net bugünkü değere sahip olduğu şeklinde algılanmasına neden olacaktır. Bu durum projenin uygulanmasını kolaylaştırarak firmada var olan serbest nakit akışını firma için zararlı bir hale getirecektir. Böylece, yönetsel iyimserlik, serbest nakit akışının fayda ve maliyetlerini, yönetsel iyimserliğin seviyesi ve firma için mevcut olan yatırım fırsatları arasındaki iki değişkene bağlamaktadır. İyimser yöneticiler daha fazla proje üstlenmek isteyeceklerdir. Yönetici ne kadar iyimser olursa, bu projeleri harici olarak finanse etme olasılığı o kadar düşük olacaktır.

Landier ve diğerleri 2009 çalışmasında Fransız yöneticiler araştırılmış ve %56'sının hayatta kalabileceğini düşündükleri ve sadece %6'sının gelecekleri hakkında olumsuz düşüncelere sahip olduğu bulunmuştur. 3 yıl sonra yapılan araştırma ile gelecekleri hakkında olumsuz düşüncelere sahip yöneticilerin %38'e çıktığı, ancak hayatta kalamayan yöneticilerin sonucun %17'ye düştüğü sonucu elde edilmiştir. Merrow ve diğerleri 1981 çalışmasında, ABD'nin enerji endüstrisindeki ekipman yatırımını araştırmıştır. Yöneticilerin, ekipman yatırımı maliyetleri konusunda çok iyimser oldukları ve bu nedenle gerçek maliyet değeri iki kattan fazla iken yöneticilerin tahmin ettikleri maliyetlerin düşük kaldığı sonucuna ulaşılmıştır. Statman ve diğerlerinin 2006 çalışmalarında ise incelenen yöneticilerin hepsinin maliyet ve satış tahmini konusunda aşırı güvenli olduğunu bulmuştur (Landier v. 2009, Merrow 1981 ve Statman 2006'dan akt. Park ve Kim, 2009: 115).

Lin, Hu ve Chen (2005) çalışmasında Tayvan borsasında işlem gören firmaların bir örneğini analiz ederek yönetsel iyimserlik ile kurumsal

yatırım kararları arasındaki ilişkiyi incelenmiş ve finansman kısıtlamasının daha fazla olduğu firmalarda iyimser yöneticilerin, iyimser olmayan yöneticilere göre daha yüksek yatırım-nakit akış duyarlılığı sergilediği bulunmuştur.

Lin, Hu ve Chen (2008) iyimser yöneticilerin, iyimser olmayan yöneticilerle karşılaştırıldığında, yönetici iyimserliğinin finansman açığıyla daha güçlü bir ilişki sergilediğini ve yönetici iyimserliğinin yöneticileri yapacakları yatırımın finansmanında finansman hiyerarşisine yönlendirdiğini bulmuşlardır.

Langabeer ve DelliFarine (2011) çalışmasında yöneticilerin ortalamadan daha iyimser oldukları ve iyimserliğin, rasyonel olmayan stratejik karar verme süreçleriyle ilişkili olduğu bulunmuştur.

Felleg, Moers ve Renders (2012) çalışmasının bulguları aşırı iyimser yöneticilerin yüksek kazanç yönetimi teşviklerine olumsuz tepki verdiklerini ve algılanan kazanç yönetimine tepki göstermediklerini göstermiştir.

Inoue, Kato ve Yamasaki (2012) Japon yöneticilerin, ABD'li meslektaşlarından daha iyimser olduklarını bulmuştur. Ayrıca Japon yöneticilerin firmalarında firma yatırımlarının, ABD'nin aksine iyimserlik ya da yanlış hesaplama ile artmadığını tespit etmişlerdir.

Graham, Harvey ve Puri (2013) çalışmalarında yöneticilerin kendi yaş grubundaki kişilerden daha fazla risk toleransına sahip oldukları ve yöneticilerin mali işler yöneticilerinden (Chief Financial Officer –CFO) daha iyimser olduğu, firma politikalarının anlamlı bir şekilde kişinin kişilik özellikleri ile ilgili olduğu bulunmuştur.

Bulut ve Er (2018) çalışmasında 2011-2016 döneminde BIST'te faaliyet gösteren 8 turizm firmasının verilerini kullanarak turizm sektörü kurumsal yatırım kararların da yönetici iyimserliğinin etkisini araştırmışlardır. Çalışmada elde edilen bulgular, yönetici iyimserliğinin

yatırım kararlarını etkileyen önemli bir faktör olduğunu göstermiştir. Bunun yanında, büyüme fırsatlarının yatırım kararlarını pozitif yönde, önceki dönem yatırımlarının mevcut yıldaki yatırım kararlarını ise negatif yönde etkilediği sonuçlarına ulaşılmıştır.

### 3.1.2. Yönetici Narsisizmi

Temelde narsisizm, bireyin kendi kendisine olan sevgisidir. Psikoloji ve yönetim literatürüne göre, "bir kişinin üstün özelliklerine inanması" narsist bir kişiliğin parçası olarak değerlendirilir. Kişilerde benlik saygısına dayanan ve bu sayede günlük hayatta kalınmasını sağlayan narsisizm gereklidir (Brennan ve Conroy, 2013: 177; Hiller ve Hamrick, 2005: 302). Narsist bir kişiliğe sahip bir birey, sık sık "doyumsuz bir ihtiyaca" hayranlık duymaktadır. Böylece "büyüleyici, ilham verici ve baştan çıkarıcı olmaya çalışır". Bireyler, kendilerini becerileri için yetiştirirler ve başkalarını manipüle etmek için bu becerileri kullanırlar. Kendilerini başkaları tarafından doğal olarak takip edilmesi gereken liderler olarak görürler. Ayrıca narsistler, eleştirilere aşırı hassas davranırlar, kimseyi dinlemezler, söylediklerini abartma eğilimi vardır ve saldırılarda öfkeye kapılırlar (Barnard, 2008: 410). Bireylerin yanı sıra yöneticilerin de narsist bir özellik taşıdığı bilinmektedir.

Narsist bir yönetici, örgütü kendi özgüvenini sağlayan bir kaynak olarak görür ve kendi amacını örgütsel amaç ile özdeşleştirir (Ertekin ve Yurtsever, 2001: 40). Kendilerine ve dünyaya olan inançları yıkıcı seçimler yapmasına neden olur ve herhangi bir başarısızlıkla karşılaştıklarında bu durumu yavaş yavaş kabul ederler (Barnard, 2008: 420). Narsist yöneticilerin en yaygın özelliği, merkezi olma duygusu ve yöneticinin işi için vazgeçilmez olduğu düşüncesidir. Başarılı yöneticiler genellikle iş hayatlarında narsistik kişilik özellikleri sergilerler. Bu nedenle, yöneticilerin çoğunun narsist özelliklere sahip olmaları sürpriz olmamalıdır. Michael Maccoby, üst düzey bir yönetici için narsisizmin "artı" bir özellik olabileceğini savunmuştur. Bununla birlikte, narsist yöneticiler ne kadar güçlü olursa olsunlar,

başkalarından kolayca öğrenemediklerinden ve kişisel eleştirilere duyarsızlıklarından onlarla çalışmak inanılmaz derecede zordur (Barnard, 2008: 410). Kets de Vries ve Chatterjee ve Hambrick göre, narsist kişilik özelliği kişilerde aşırı güvene yol açmaktadır (Kets de Vries 1990 ve Chatterjee ve Hambrick 2007'den akt. Brennan ve Conroy, 2013: 6). Kroll ve diğerleri, aşırı güvenin narsisizme eğilimli bir kişilikten kaynaklandığını ileri sürmüştür. Bu eğilimler, narsisizmi besleyen başarılarla güçlendirilebilir (Kroll vd. 2000'den akt. Brennan ve Conroy, 2013: 8).

Brennan ve Conroy (2013) on yıldan daha fazla bir süredir bir bankada yöneticilik görevinde bulunan bir yöneticinin bankanın hissedarlarına gönderdiği yönetici mektuplarını (i) Narsisizm (kibir katkısı) , (ii) Kibir, (iii) Aşırı Güven ve (iv) Kendine Atfetme açısından incelemiştir. Elde edilen bulgular banka yöneticisinin kişiliğinde narsisizm ve kibir kanıtı olduğunu ve analiz edilen cümlelerin yarısından fazlasının narsistik konuşma içerdiğini göstermiştir.

### **3.1.3. Yönetici Aşırı Güveni**

Mark Twain "Bu yaşantıda tek ihtiyacımız olan cehalet ve güvendir; O zaman başarı mutlaktır" sözünü başarı hakkındaki görüşlerini ve öncelikle başarıya ulaşma biçimini ortaya koymak için kullanmıştır. Amerikalı yazara göre, güven, başarı üzerinde büyük bir etkiye sahiptir. Bu nedenle, pek çok yöneticinin kendinden emin veya iyimser olduğunu bulmak şaşırtıcı olmamalıdır (Everts, 2007: 17). Üst düzey yöneticilerin, aşırı güven önyargısına karşı özellikle savunmasız oldukları bilinmektedir. Çünkü aşırı yetenekli bireyler arasında aşırı güven daha az yetenekli bireylerden daha güçlü olmaktadır. Goel ve Thakor 2008 çalışmasında aşırı güven duyan bireylerin firma içi yarışmalarda sağ kalma ve üst düzey yönetime katılma olasılıklarının daha yüksek olduğunu savunmaktadır (Goel ve Thakor 2008'den akt. Lee, Hwang ve Chen, 2015: 6). Cooper, Woo ve Dunkelberg (1988) firma yöneticileri hakkında yapmış olduğu bir anket yardımıyla

yöneticilerin genellikle diğer firmaların başarı olasılığının %59 olduğunu düşündüklerini, ancak bu olasılığın kendi firmalarında %81'e yükseldiği sonucuna ulaşmıştır. Ancak devam eden ankette, firmalarının %81 başarılı olduğunu savunan yöneticilerin firmalarının %66'sının kötü performans sergilediği görülmüştür.

Yöneticilerde aşırı güven yanlılığının varlığı, verilmesi gereken kararlarda kendi kararlarının ön plana çıkmasına ve oldukça karmaşık işlemlere yönlenmesine neden olur. Aşırı güvenli yöneticiler, eksojen (dış nedenlerle oluşan) söylenti sinyallerinin hassasiyetini, tahmin problemlerini ve sorun çözme yeteneklerini hafife alma eğilimindedirler. Yöneticiler özellikle üç nedenden ötürü aşırı güven duygusu gösterebilirler (Adam, Fernando ve Golubeva, 2012: 5; Chen ve Chen, 2012: 2; Chena, Hoa ve Ho 2010: 2; Kasiani vd., 2015: 2177; Malmendier ve Tate, 2005: 5).

- Birincisi aşırı güvenin en yaygın türü olan, çoğu zaman, kişilerin kendi bilgilerinin doğruluğunu olduğundan daha fazla tahmin etme olasılığı ve varsayımlardaki riskleri olduğundan daha az tahmin etmeleridir. Yöneticilere kazanç tahminleri, kar payı duyuları ve net kar gibi farklı durumlar hakkında bilgileri sorulduğunda yaptıkları tahminlerin doğruluğuna ait sapmaları çok düşük tutarak dar güven aralıkları oluşturmaktadırlar. Örneğin, bir hisse senedinin değerini tahmin ederken, hisse senedinden beklenen getiri aralığına kıyasla hisse senedi değeri tahminlerine ait olasılıkların hisse senedi değerinden sapma olasılığının çok düşük olduğunu inanırlar. Bu şekilde ortaya çıkan aşırı güven gerçekçi olmayan olumlu benlik değerlendirmesi ile insanların yeteneklerinin olduğundan daha fazla tahmin edilmesine neden olmaktadır. Bu durum bir yatırım projesi seçen yöneticinin, sonuç üzerinde kontrol yanılması hissederek kötü sonuç ortaya çıkma olasılığını küçümsemesini mümkün kılmaktadır.
- İkinci olarak, bireyler özellikle son derece kararlı oldukları sonuçlar için daha fazla güvenli davranış sergilemektedir. Bir yöneticinin

tazminat sözleşmesi, kişisel serveti firmanın hisse senedi fiyatına ve dolayısıyla kurumsal yatırım kararlarının sonuçlarına bağlıdır. Yöneticinin kişisel servetinde bir artış yaşaması alınan kurumsal yatırım kararlarından etkilendiği için yöneticinin itibar sermayesi artmaktadır.

- Üçüncü olarak ise, anlaşılması zor bir durum ile karşılaşan bir yöneticinin daha aşırı güvenli olduğu varsayılmaktadır. Örneğin sermaye piyasasından kaynak bularak bir proje portföyüne yatırım yapmayı düşünen bir yönetici diğer proje yöneticilerine ait projeler hakkında kesin bir bilgiye ulaşamayacağı için piyasadaki ortalama bir proje portföyünü dikkate alarak bir değerlendirme yapacaktır. Ortalama bir proje portföyünü dikkate almak yöneticinin doğru bilgiyi elde etmesi ihtimalinin çok düşük olmasına neden olarak yöneticinin daha güvenli davranış sergilemesine yol açabilecektir.

Yöneticilerde gözlemlenen iyimserlik ve aşırı güven davranışları iç içe geçmiş durumdadır ve ayırımının yapılmasında bazı sorunlar yaşanabilmektedir. Fakat bazı çalışmalar<sup>5</sup> yönetici iyimserliği ve aşırı güveni arasında bir ayırım yapmaktadır. Bu çalışmalara göre, iyimserlik genellikle gelecekteki olumlu gelişme olasılıklarının aşırı değerlendirilmesi olarak tanımlanırken, aşırı güven - inançların veya tahminlerin yanlış hesaplanması - kişinin gelecekteki olayları öngörme yeteneğinin diğer kişilerin yetenekleriyle karşılaştırıldığında özel sinyallere aşırı ağırlık verme veya gelecekteki rastgele olayların varyansını veya oynaklığını hafife alıp, dar güven aralıklarının tahmin edilmesiyle ortaya çıkmaktadır. Aşırı güven, bir yöneticiyi daha fazla çaba harcamaya motive eder, ancak iyimserlik çabayı azaltır (Fairchild, 2005: 4; Felleg vd., 2012: 5; Gervais, 2009: 7; Gervais, Heaton ve Odean, 2003; Lui vd., 2009: 6).

---

<sup>5</sup> Fairchild (2005)'in çalışmasında adı geçen çalışmalar: DeLong, Shleifer, Summers ve Waldman'ın 1991 yılında, Goel ve Thakor'un 2000 yılında yaptığı çalışmalardır.

Kahneman ve Riepe'ye göre, aşırı güven ve iyimserliğe sahip kişilerin, riskleri hafife alma ve olayları kontrol etme yeteneklerini abartmaları muhtemeldir. Bununla birlikte, Taylor ve Brown aşırı güven veya aşırı iyimserliğin daha yaratıcı çalışmalara neden olabileceği veya bir kişiyi daha zorlu görevlerde bulunmaya teşvik edebileceğini dile getirmiştir (Kahneman ve Riepe 1998 ve Taylor ve Brown 1988, 1994'den akt. Baker, Dutta, Saadi ve Zhu, 2012: 12).

Gervais, Healton ve Odean (2002) çalışmalarında yönetimsel aşırı güven ve iyimserliğin firmanın değerini artırabileceği sonucuna varılmıştır. Aşırı güvenli yöneticiler projelerin potansiyel riskini olduğundan daha az tahmin edeceklerinden üstlenecekleri kararı erteleme olasılıkları daha düşük olabilir. İyimser yöneticiler de projeleri hızla üstlenmek isteyebilir. Dolayısıyla, aşırı derecede aşırı güvenli veya iyimser yöneticiler, hissedarların çıkarlarına uygun olarak rasyonel yöneticilerden daha iyi karar verirler. Aşırı güven ve iyimserlikten elde edilen kazançlar, hissedarlar tarafından daha yetenekli, akılcı bir yönetici yerine daha az yetenek sahibi, aşırı güvenli, iyimser bir yöneticinin tercih edilmesine neden olabilir. Yazarlar aşırı güvenin ve iyimserliğin yöneticilerin muhafazakarlığını azalttığını ve bu nedenle daha değerli olabilecek riskli projeleri üstlenme isteklerinin arttığını belirtmiştir. Gervais ve diğerlerine göre hisse senedi sahiplerinin yöneticilerden yapmasını istediği şey de budur. Bu nedenle aşırı güven ve iyimserlik, çıkarların uyumlaştırılması yoluyla temsil sorunlarını azaltabilir. Bununla birlikte, aşırı güven ve iyimserlik, yöneticiyi daha riskli projeler üstlenmeyi daha istekli yapar ve böylece yöneticilerin kararlarını sahiplerin çıkarlarıyla uyumlu hale getirebilir. Aşırı güven ve iyimserlik yöneticilerin kararlarını hisse senedi sahiplerinin çıkarlarıyla uyumlu hale getirmenin yanı sıra, aşırı güvenli yöneticileri daha fazla gayret sarf etmeye yönlendirebilir ve negatif bugünkü değere sahip projeleri üstlenme isteyenini artırabilir. Aşırı güven, yöneticilerin bilgi toplamaya daha fazla çaba göstermelerini sağlar. Nihayetinde bu davranışın, firma değeri üzerinde olumlu bir etkisi olabilir. Aşırı güvenin aksine iyimserlik, değeri düşük projelere yatırım yapmaya neden olabilir; çünkü iyimser yöneticiler tüm projeleri iyi projeler olarak görürler.

Bunun yanı sıra yöneticilerde aşırı güven duygusu firma değerinin düşmesine neden olabilmektedir. Firma değerinde yaşanan kaybın sebeplerinden ilki, yöneticilerin aşırı güven duygusu ve kendine atfetme özelliklerine sahip olmaları nedeniyle, yöneticilerin aldıkları kararların mutlaka rasyonel olması mümkün değildir. İkinci olarak, yöneticilerin yatırımcılardan daha fazla aşırı iyimser ve aşırı güvenli olması muhtemeldir. Üçüncüsü ise, güncel veya tarihsel iyi performansın yöneticiler arasında aşırı güven yaratmasının muhtemel olmasıdır. Böylece, aşırı güvenli yöneticiler, zayıf bir hedef edinmek ve böylece hissedar değerini yok etmek gibi yanlış kararlar verebilir (Baker vd., 2012: 4). Buehler, Griffin ve Ross'un çalışmalarında belirtildiği gibi, bireyler bir görevin tamamlanma zamanını tahmin ettiklerinde sistematik bir aşağı doğru önyargı gösterirler. Yöneticiler için, bu planlama hatası gerçekleştirilen projeyi ve firma değerini iki nedenden dolayı azaltmaktadır. Birincisi, bu maliyetlerin bir kısmı tamamlanma süresine doğrudan doğruya orantılı olduğu için proje maliyetleri daha yüksektir. İkincisi, gecikmeli tamamlanma, projenin operasyonlarından gelen olumlu nakit akışlarının da geciktirilmesi ve dolayısıyla bunların ıskonto edilmiş değerinin başlangıçta yöneticinin beklediğinden az olması anlamına gelmektedir (Buehler, Griffin ve Ross 1994, 2002 'den akt. Gervais, 2009: 18).

Andreou, Cooper, Lopez ve Louca (2018) 1992'den 2009'a kadar olan dönemde hisse senedi geri alımlarında yönetici aşırı güvenini araştırmışlardır. Yapılan araştırma sonucunda, aşırı güvenli yöneticilere sahip firmaların, aşırı güvenli olmayan yöneticilere sahip firmalardan çok daha düşük duyuru sonrası anormal getiri elde ettiği sonucuna ulaşılmıştır. Bu bulgu, geri alım duyurusu zamanında, aşırı güvenli yöneticileri olan firma hisse senetlerinin aşırı güvenli olmayan yöneticileri olan firma hisse senetlerinden daha az fiyatlandırılmış olduğunu göstermektedir. Bununla birlikte, aşırı güvenli yöneticiler kendi firma hisse senetleri düşük fiyatlandığından hisse senetlerini geri alıma yönelmişlerdir.



Aşırı Güven Hipotezi, aşırı güvenli yöneticilerin bir iş kararına veya bir projenin başarısının olasılığına ilişkin beklenen getiriye olması gereken getiriden daha fazla tahmin ettiklerini ileri sürmektedir. Aynı zamanda aşırı güvenli yöneticiler, firmalarının değer düşüklüğünü algılamama ve geri dönüş üretme kapasitelerini aşırı tahmin etmeye eğilimli olabilirler. Bu önyargılı yönetsel inançlar, kurumsal yatırım politikalarında belirgin bozulmalara neden olur (Boles, Davydov ve Volkman-Wise, 2014: 9).

Aşırı güvenin, özellikle de yönetici aşırı güveninin araştırılması firmada alınacak kararlarda yönetici davranışlarının etkili olması ve firma değerinin bu kararlardan etkilenmesi nedeni ile önemlidir. Firma yöneticisinin aşırı güvenli olup olmadığını belirlemek ve bu davranışı engellemek için önlemler alması adına yönetici aşırı güveninin farkında olunması önemli olabilir. Ayrıca, yöneticilerin almış oldukları kararlar firma değeri üzerinde etkili olduğundan aşırı güvenli bir yöneticinin firma hissedarlarına ne tür bir sinyal verdiğini anlamak da önemlidir (Stein, 2013: 3). Mart ve Simon 1958 çalışmasında yöneticilerin, özellikle de üst düzey yöneticilerin ne kadar rasyonel davranışlarının firma kararlarında etkili olduğunu ileri sürmüştür. Katona'ya göre, yöneticilerin sahip oldukları özellikler ve tercihler firma adına yapılan yatırım kararlarını doğrudan etkilemektedir (Mart ve Simon 1958 ve Katona 1946'dan akt. Gervais, 2009: 3). Stein (2003) yönetici aşırı güveninin, firmaların yatırım kararlarını incelemek için önemli olduğundan bahsetmektedir. Yazara göre, psikolojiden elde edilen kanıtlar, bireylerin olasılık tahminlerinde önyargılı olma eğiliminde olduğunu ve bu önyargıların ekonomik kararları etkilediğini göstermektedir. Aşırı güven, doğrudan karar vermeyi etkilediğinden, aşırı güvenli yöneticilerin firma politikaları ve firma değeri üzerindeki etkilerini araştırmak (Gervais, Heaton ve Odean, 2011: 1735) ve dolayısıyla hissedar refahını nasıl etkilediğini anlamak önemlidir (Hackbarth; 2008: 843).

Malmendier ve Zheng, (2012) yönetici aşırı güveni ve mali işler yöneticisi aşırı güveninin çeşitli kurumsal kararları etkileyip etkilemediğini araştırmışlardır. Yapılan çalışma sonucunda mali işler yönetici davranış özelliklerinin sermaye yapısı kararlarında çok önemli olduğu, yöneticilerin

davranış özelliklerinin yatırım, inovasyon ve satın alma politikalarının yanı sıra kısmen mali politikalar üzerinde etkili olduğu vurgulanmıştır.

Firma yöneticilerinde gözlemlenen aşırı güven yanılığının firma kararları üzerine etkisi birçok araştırmada temettü politikası, sermaye yapısı kararları vb. gibi farklı boyutlarda incelenmiştir. Yapılan bu incelemelerin sonucunda yönetici aşırı güveninin firma kararlarını olumlu ve olumsuz olmak üzere iki farklı şekilde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Bu çalışmada birleşme ve satın alma kararları ile yönetici aşırı güveni arasındaki ilişkiyi anlamak için yapılmış çalışmalar incelenmiştir.

### **3.2. Temsil Teorisi ve Yönetici Aşırı Güveni**

Temsil ilişkisi bir veya daha fazla kişinin kendi adına karar verme yetkisini başka bir kişiye devrettiği sözleşmelerdir (Jensen ve Smith, 1985: 2). Jensen ve Meckling 1976 çalışmasında bu durumu temsil ilişkisi olarak açıklamıştır. Temsil teorisine göre firma sahipleri firmanın asıl sahipleri iken firma yöneticileri firma sahiplerini temsil eden vekildirler. Firma sahiplerinin (asılların) vekillerden beklentileri hissedarların servetini maksimum kılacak davranışlarda bulunmalarıdır. Bunun yanı sıra vekil konumunda olan yöneticilerinde bir takım beklentileri vardır. Zaman zaman firma içinde asıl ve vekiller arasında çıkar çatışmaları meydana gelebilir (Aygün ve İç, 2010: 194).

Hissedarlar ile yöneticiler arasında yaşanan çıkar çatışması sonucunda ortaya çıkan temsil maliyetleri öz sermayenin temsil maliyeti ve borcun temsil maliyeti olarak iki kısımdan oluşur. Yöneticiler kendi pozisyonlarını güçlendirmek adına firma değerini artıracak sorumlulukların bir bölümünden kaçınabilir ve özellikle firmada serbest nakit akışları olduğunda, hissedarlara kar payı ödemesi yapmak yerine firmanın finansman ihtiyacını firma içinde üretilen serbest nakit akışlarından karşılamaya yönelebilir. Firma yöneticilerine göre, firmanın finansman ihtiyacının ne kadar çok kısmı firmanın içsel kaynakları ile

karşılırsa, yöneticilerin firmadaki söz hakları o kadar artmakta ve borç veren yatırımcıların denetiminden kurtulmaktadır. Yöneticilerin firmadaki söz haklarını artırma eğilimlerini engellemek için alınan önlemler ve tüm bu önlemlere rağmen firmanın piyasa değerindeki düşüşler firmada maliyetler oluşmasına neden olmaktadır. Bu maliyetlere özsermayenin temsil maliyeti denmektedir. Firmada oluşan özsermayenin temsil maliyetini azaltmanın yolu firmada kullanılan borç oranını artırmaktır (Ceylan ve Korkmaz, 2008: 260-261). Borcun temsil maliyetine göre ise, firmalara fon kaynağı olarak borç verenler, firmalara sağladıkları fonların riskli ve/veya karlı yatırımlarda kullanılıp kullanılmadığından endişe ettiklerinde firmalara sağladıkları borç için yüksek faiz talep edeceklerdir. Böyle bir endişeye sahip borç verenlerin talep ettikleri yüksek faiz borcun temsil maliyetini oluşturacaktır (Kula, 2001:19).

Yöneticiler, yetki verenlerin faydalarını maksimize etmek için yine yetki verenlerce görevlendirilmiş kişiler olduğundan yeterince iyi vekiller olmayabilir. Örneğin yöneticiler diğer çıkar gruplarını bilgilendirmek adına hazırladıkları finansal raporlarda firma durumunun iyi veya kötü gösterilmesi amacıyla bazı bilgileri piyasadan saklayabilir. Firmanın durumunu iyi göstermek kariyerlerini ve işlerini kaybetme kaygısından kaynaklı olabilir. Yöneticilerin firmanın durumunu kötü göstermelerinin nedeni ise, kendi yararına olacak firma ele geçirmelerinde, ele geçirme maliyetini düşük tutma isteğinden kaynaklı olabilir. Ayrıca yöneticiler sahip oldukları ayrıcalıkların devamlılığını sağlayabilmek için firmada üretilen serbest nakit akışlarına ihtiyaç duyarlar. Bir firmada serbest nakit akışları ne kadar çoksa, yöneticiler serbest nakit akışlarını azaltacak yatırım harcamalarına sıcak bakmayacaklarından karlı yatırım fırsatlarını kaçırabilirler. Bu durum da hissedarlar ve yöneticiler arasındaki çıkar çatışması neden olarak öz sermayenin temsil maliyetlerini yükseltebilir (Turaboğlu, 2004: 113).

Firma yöneticisinin aşırı güvenli olmasıda hissedarlar ile yöneticiler arasında çıkar çatışmasına neden olarak öz sermayenin temsil maliyetini artırabilir. Aşırı güvenli bir yönetici tarafından yönetilen bir firmada var olan serbest nakit akışları yöneticinin yeni yatırım fırsatlarına yönelmesini tetikleyebilir. Şöyle ki firmadaki içsel kaynakları kar payı olarak dağıtmak

istemeyen bir yönetici yatırım fırsatlarını değerlendirerek itibarını artırmayı tercih edebilir. Bu da alınmaması gereken bir yatırım kararının alınarak hissedar servetinde bir azalışa neden olabilir.

### **3.3. Yönetici Aşırı Güveni ve Birleşme ve Satın Alma Kararlarına Olan Etkisi**

Birleşme ve satın almalar günümüz iş dünyasında büyük önemi olan yaygın bir olgudur. Bununla birlikte, çoğu satın alma sonucunda arzulanan hedeflere ulaşılamamaktadır. Satın alan firmalar tarafından arzulanan hedefe ulaşamama, diğer kararlara nazaran karar verme mekanizmalarının karmaşıklığı, belirsizlik ve satın alma işlemlerinin firmaya yarattığı zaman baskısından dolayı satın alma kararını veren bireylerin davranışsal önyargılara karşı savunmasızlığından kaynaklanıyor olabilir. Böyle bir durumda maruz kalınan önyargılar çoğu kez bireyin hatalı irrasyonel davranışa yönelmesine yol açarak önemli yanlış kararlar alınmasına neden olmaktadır (Beckhaus, 2013: 183).

Satın alma kararı verecek olan bir yöneticinin irrasyonel davranışa yönelmesine yol açarak yanlış kararlar alınmasına neden olan davranışsal önyargılardan biri aşırı güvendir. Bu nedenle satın alma kararları, yönetici aşırı güveni etkilerini test etmek için ideal bir ortamdır. Satın almaların yönetici aşırı güvenini test etmek için ideal bir ortam olmasının nedenleri aşağıdaki gibi sıralanabilir (Malmendier ve Tate, 2004: 3);

1. Satın almalar en önemli kurumsal kararlar arasındadır ve yöneticinin doğrudan gözetimini gerektirir.

2. Satın alma kararının tamamında aşırı güven etkisi söz konusu olmasa da psikologlar için satın alma kararlarının aşırı güvenle bağlantılı olduğu ifade edilmektedir. Diğer bir ifade ile bireylerin kontrolü altında olduklarına inandıkları sonuçlar ve son derece kararlı oldukları sonuçlarda

aşırı derecede güvenin varlığı iddia edilmektedir. Söz konusu olan senaryolarda satın alma kararları yöneticiler tarafından uygulanmaktadır.

3. Satın almayı yürüten bir yönetici, görünüşte hedef firmanın mevcut yönetimini ele geçirerek yönetimi devralmaktadır. Dolayısıyla, yöneticinin sonuç üzerindeki kontrol yanılması hissetmesi ve nihai başarısızlık olasılığını hafife alması mümkündür. Bunun yanı sıra, başarılı bir satın alma, yöneticinin mesleki statüsünü ve gelecekteki istihdam beklentilerini arttırmaktadır.

4. Bir yöneticinin tazminat sözleşmesindeki kişisel serveti firmanın hisse senedi fiyatına ve dolayısıyla satın alma kararlarının sonuçlarına bağlıdır.

5. Aşırı güvenin, firmaların pazar değerlerini ve satın alma bağlamındaki diğer piyasa katılımcılarının servetini, örneğin bireysel yatırımcılar tarafından hisse senedi alım satım kararlarını etkilemesi muhtemeldir. Aşırı güven duyan bir yöneticiyle yapılan tahkimde (Anlaşmazlıkların hakem yoluyla çözülmesi yöntemi), yönetici görevinin son bulmasının muhtemelen zor ve masraflı olduğu belirtilmiştir.

Satın alma görüşmelerinde yöneticinin rolü çok önemlidir, çünkü satın alma işlemleri, hem teklif veren taraflar için hem de satın alma sonucunda elde edilmesi beklenen sinerjiler açısından önemli kayıplara neden olabilir (El-Khatip, Fogel ve Jandik, 2012: 4). Satın almayı motive eden temel faktörün sinerji etkisi yoluyla firma açısından değer yaratması gerekirken, bazı durumlarda başka nedenlerle de satın almaya gidildiği gözlenmiştir. Bunlardan bir tanesi Richard Roll tarafından ileri sürülen kibir (Hubris) hipotezidir (Gürsoy, 2007: 757).

Roll 1986 çalışmasında, birleşme ve satın alma bağlamında kibrin etkisini ilk kez araştıran kişi olmuştur. Bireysel yatırımcılar arasındaki aşırı güven aşırı işlem hacmine neden olur iken, yöneticiler arasında aşırı güven aşırı satın almaya yol açabilir. Roll'ün kibir hipotezinde, finansal piyasaların etkin olduğu ve tüm bilgilerin finansal piyasalara yansıdığı varsayılmaktadır. Roll yöneticilerde aşırı güvenin satın almalarda hedef firma değeri için yüksek değer verilmesine ve teklif verme hatalarına neden olarak satın alma

faaliyetinin çoğunun satın alma için genel bir kazanç sağlamadığını, ancak aşırı güvenli yöneticilerin satın alma faaliyetinde bulduklarını savunmuştur. Yöneticiler, kendi becerilerini meslektaşlarının becerilerinden daha fazla olduğuna inandıkları ya da satın alma sonucu üzerindeki kontrol yanılması dolayısıyla satın almanın olumsuzluklarını hafife alarak potansiyel bir satın almanın firmaya sağlayacağı sinerji kazanımlarını olduğundan fazla gösterebilirler. Satın alma tecrübesine sahip olan firma yöneticileri, satın almalar yoluyla değer yaratabileceğine inanabilirler. Satın almanın firma için değer yaratabileceğini düşünen aşırı güvenli yöneticiler firma değerini azaltan olumsuz alımlar gerçekleştirebilir. Dolayısıyla, aşırı güvenli yöneticilerin satın alma gerçekleştirmeleri durumunda beklenenden daha düşük getiri elde etmeleri beklenebilir. Roll yöneticilerin bir firma satın almayı düşündüklerinde, satın alma sonrasında oluşacak sinerjileri hesaba katarak bir değerlendirme analizi yapabileceklerini ileri sürmüştür. Roll'e göre yöneticiler, analizlerinin doğruluğuna aşırı güvenirlerse, değerlendirme işlemi sonucu belirlenen değer hedefin pazar fiyatını aştığında teklif için çok hızlı davranabilirler. Özellikle kibir hipotezinde, birleşme veya satın alma ilan edildiğinde ihale yapan firmanın pay sahipleri bir kayba uğrarken, genelde hedef firmanın hissedarları servet artışı yaşayabilirler. Edinen firma hissedarlarının servet artışı yaşamalarının başlıca nedeni, satın alma gerçekleştirecek firma hedefe firmaya teklif sunduğunda, hedef firma hissedarları satın alma için teklif edilecek yüksek prim karşılığında hisselerini satmaya gönüllü olacağından hedef firmanın hisse fiyatının artmasıdır. Öte yandan, Roll'e göre aşırı güvenli yöneticiler firmaya bazı koşullar altında fayda sağlayabilir. Örneğin, risk alan aşırı güvenli yöneticileri, aşırı güvenli olmayan yöneticilere göre motive etmek daha az maliyetlidir (Barberies ve Thaler, 2003: 1110; Berlo, 2014: 12; Croci, Petmezas ve Vagenas-Nanos, 2010: 368-373; Deo ve Shah, 2012: 48; Gervais, 2009: 13).

Birleşme ve satın almalarla ilgili yapılan çalışmalar incelendiğinde çalışmaların hem hedef firma açısından hem de satın alan firma açısından araştırıldığı görülmüştür. Çalışmada sadece bir diğer firmayı satın alan firmalar araştırmaya dahil edildiği için hedef firma ile ilgili elde edilen bulgulara değinilmemiştir.

Birleşme ve satın almaları satın alan firma açısından araştıran çalışmaların bazılarında<sup>6</sup>, gerçekleştirilen birleşme ve satın almalarda yöneticinin veya yönetsel aşırı güvenin etkisi incelenmiş ve aşırı güvenli yöneticilerin daha fazla satın alma olasılığı bulunduğu ve pazarın bu satın alma duyurularına olumlu tepki verdiği sonucuna ulaşılmıştır (Baker vd., 2012: 3).

De Bodt, Cousin ve Roll (2014) çalışmaları 1994'ten 2007'ye kadar ABD'de gerçekleşen teklif sahipleri ile hedefler arasında 977 alım girişiminin bir örneğine dayanmaktadır. Bu satın alma girişimlerinin %95'i başarılıdır. Ampirik olarak gözlemlenen teklif verme davranışı, ortalama teklif sahibinin hissedar değerini maksimize eden miktardan daha fazla teklif verdiğini açıkça ortaya koymuştur.

Deo ve Shah (2012) çalışmalarında aşırı güvenin Hint bankacılık ve bilgi teknolojisi endüstrisindeki birleşme ve satın alma duyurularına yönelik kısa vadeli piyasa tepkisi incelenmiştir. Araştırma sonucunda hem özel hem de kamu bankalarının birleşme ve satın alma sonrası olumlu veya olumsuz herhangi bir anormal getiri sağlamadıkları ve üç günlük olay penceresi analizi sonucunda belirgin pozitif getiriler gözlemlenmiştir.

Satın alma kararlarına dayanarak yönetici aşırı güvenin araştırıldığı çalışmalarda elde edilen bir diğer sonuç piyasanın satın alma kararına olumsuz tepki verdiğini göstermektedir. Penrose 1959 çalışmasında ve Berkovitch ve Narayanan 1993 çalışmasında, birleşmelerin, yöneticilerin kişisel çıkarları, sağlıklı rekabet ve açgözlülük gibi diğer nedenlerle üstlenilebileceğini ve bunun da hissedar değerini azaltmış olabileceği savunulmuştur (Penrose 1959 ve Berkovitch ve Narayanan 1993'den akt. Deo ve Shah, 2012: 48).

---

<sup>6</sup> Baker, Dutta, Saadi ve Zhu (2012) çalışmasında adı geçen çalışmalar: Roll'un 1986 yılında, Malmendier ve Tate'in 2008 yılında, Doukas ve Petmezas'ın 2007 yılında yaptığı çalışmalarıdır.

Malmendier ve Tate (2004) Forbes 500 firmalarında görev yapan yöneticilerin kişisel portföy kararlarında aşırı güvenin etkilerini araştırmıştır. Çalışmada aşırı güvenli yöneticilerin ortalama olarak daha kazançlı olduklarını ve özellikle çeşitlendirilmiş anlaşmalar yapma eğiliminde oldukları görülmüştür. Aşırı güvenin en çok nakti bol olan ve kullanılmayan borç kapasitesine sahip firmalarda etkisinin daha büyük olduğu görülmüştür. Ayrıca aşırı güvenli yöneticilerin tekliflerinin piyasa tarafından olumsuz tepki ile karşılandığı bulunmuştur. Özellikle de bol miktarda içsel finansmana sahip olduklarında yöneticilerin, değer yaratma ihtimali olmayan daha fazla birleşme ve satın alma yapmaya eğilimli olduklarına dair kanıtlar sunulmuştur.

Billett ve Qian (2005), 1980-2002 yılları arasında ABD’de gerçekleştirilen birleşme ve satın almaları incelemişlerdir. Yapılan araştırma sonucunda yöneticilerin başarılı bir satın alım sonrasında aşırı güvenli olma eğiliminde oldukları ve bunun sonucunda firmanın hisse senedi fiyatını olumsuz etkileyen satın alma gerçekleştirme olasılığının daha yüksek olduğu bulunmuştur.

Doukas ve Petmezas (2007) İngiltere kamu şirketlerince 1 Ocak 1980'den 31 Aralık 2004'e kadarki dönemde hem yerli hem de yabancı hedeflerin satın alındığı 5334 başarılı satın alma örneği yardımıyla aşırı güvenli yöneticilerin birleşme yoluyla hissedarlarının çıkarları doğrultusunda hareket edip etmediklerini incelemişlerdir. Yapılan çalışma sonucunda aşırı güvenli yöneticilerin rasyonel yöneticiler tarafından elde edilen anormal getiri kadar anormal getiri elde edemedikleri ve kendine atfetmenin yönetimsel aşırı güveni tetiklediğine dair kanıtlar elde edilmiştir.

Malmendier ve Tate (2008) 1980-1994 yılları arasında 394 büyük ABD firmasının verileri kullanılarak yapılan çalışmada aşırı güvenli yöneticilerin, geri dönüş üretme yeteneklerini aşırı tahmin ettikleri, hedef firmalar için fazla ödemeler yaptıkları ve değerini yitiren birleşme ve satın alma işlemi üstlendikleri görülmüştür.



Lin, Machayluk, Oppenheimer ve Reif (2008) tarafından 1989 ve 2003 yılları arasında Japonya'da yaşanan birleşme ve satın almalarda daha düşük performans gösteren teklif sahiplerinin nakit olarak ödemeyi tercih edip etmediği ve daha iyi performans gösteren teklif sahiplerinin hisse senedi ile satın almayı tercih edip etmediği araştırılmıştır. Çalışma sonuçları aşırı güvenli yöneticilerin değer kaybına uğrayan bir birleşme ve satın almalarda rol oynayabileceği ve aşırı güven hipoteziyle büyük ölçüde uyumlu olduğu bulunmuştur.

Lui, Taffler ve John (2009) 1993- 2005 tarihleri arasında 2,129 kamuya açık ABD firması ve 3.188 adet birleşme ve satın alma anlaşması için 3.162 yönetici üzerinde yaptıkları çalışmada, satın alma gerçekleştiren büyük ve küçük firmalarda yönetici aşırı güveni ve bu etkinin firma performansı üzerine etkisi araştırılmıştır. Aşırı güven duyan yöneticilerin diğer yöneticilere göre birleşme ve satın alma işlemlerini gerçekleştirme olasılıklarının arttığına ve piyasanın aşırı güvenli bir yönetici tarafından yapılan bir birleşme ve satın alma anlaşmasının ilan edilmesine olumsuz tepki verdiği dair kanıtlar elde edilmiştir. Araştırma sonucu yönetici aşırı güveninin sadece firmanın kısa vadede değil uzun vadede de satın alma sonrası getirilerinin bu durumdan olumsuz etkilendiğini göstermiştir. Ayrıca, büyük firmalarda yönetici aşırı güveninin firmanın hem uzun vadede hem de duyuru yapıldığında birleşme ve satın alma performansı üzerinde küçük firmalardan daha olumsuz etkilendiği tespit edilmiştir.

Lui ve Xie (2011) 2002-2005 yılları arasında Çin'de halka açık şirketlerin verilerini kullanarak yönetimsel aşırı güven ile firma genişlemesi arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Sonuçlar, yönetimsel aşırı güvenin firma genişlemesi ile pozitif yönde ilişkili olduğunu ve aşırı güvenli yöneticilerin firma performansını olumsuz etkilediğini ve bu durumun hızlı genişleme veya aşırı yatırım oranına bağlı olabileceğini göstermiştir.

Baker, Dutta, Saadi ve Zhu (2012) çalışmasında 1993'ten 2003'e kadar Kanada'da gerçekleşen 1,389 satın almada yönetimsel aşırı güven ile birleşme ve satın alma duyurularına verilen pazar tepkileri arasındaki ilişki ve

yönetimsel aşırı güven ile birleşme ve satın alma performansı arasındaki ilişkiyi şekillendirmede yönetim kurulu yapısının rolü incelenmiştir. Elde edilen sonuçlar, aşırı güvenli yöneticilere sahip firmalar tarafından gerçekleştirilen birleşme ve satın alma anlaşmasına pazarın olumsuz tepki verdiğini göstermiştir. Aşırı güvenli yöneticiler tarafından yönetilen firmalar için uzun vadeli firma performansı önemli ölçüde düşmektedir. Sonuçlar, bu önemli stratejik olayda yönetim kurulu yapısının önemli bir rol oynadığını göstermiştir.

Smith ve Kim 1994 yılında yaptıkları çalışmada, 177 satın alan firma ve satın alınan firma örneğinde, satın alan firmaların -1 ile 0 gün arasında -%0.23 kaybettikleri sonucuna varılmıştır. Holl ve Kyriazis 1997 çalışmasında ise 178 başarılı satın alma teklifini analiz etmiş ve teklif sahiplerinin -1.25 negatif anormal getiri elde ettikleri sonucuna ulaşmıştır (Smith ve Kim 1994 ve Holl ve Kyriazis 1997'den akt. Deo ve Shah, 2012: 49).

### **3.4. Firmalarda Alınan Finansal Kararlarda Yönetici Aşırı Güveninin Firma Değeri Üzerine Etkisinin İncelenmesine Yönelik Bir Çalışma**

#### **3.4.1. Araştırmanın Amacı**

Bu çalışmada amaç, yönetici aşırı güveninin yöneticileri firma satın alma ya da birleşme kararına yönlendirip yönlendirmediğini tespit etmek ve aşırı güvene sahip aynı zamanda birleşme ve satın alma kararı almış yöneticilerin, birleşme ve satın alma kararlarının firma değeri üzerine etkisini incelemektir. Bu amaç doğrultusunda öncelikle yönetici demografik özellikleri ile güven ve güvensizlik düzeyleri arasında bir farklılık olup olmadığı incelenecektir. Yöneticilerin güven düzeyleri ile gerçekleştirilen birleşme ve satın alma sayısı, eğitim düzeyi ve yöneticilik tecrübesi arasında bir ilişki olup olmadığı araştırılacaktır. Daha sonra birleşme ve satın alma gerçekleştiren

yöneticilerin aşırı güvenli olmaları durumunda yönetici aşırı güveninin firma değeri üzerinde bir etkisinin olup olmadığı belirlenmeye çalışılacaktır.

### 3.4.2. Araştırmanın Önemi

Firmaların birleşme veya satın alma kararına yönelmelerinde yaratılacak sinerji, vergi avantajı, firmanın daha etkin hale getirilmesi, rekabet üstünlüğü sağlama, yurt dışı pazarlara ulaşma, firma değerini artırma vb. gibi faydalar etkilidir. Birleşme ve satın alma kararı alacak firmaların birleşme ve satın alma kararı öncesi için gerekli değerlendirmeleri titizlikle yapması ve tüm olasılıklar için yeterli bilgiye sahip olarak uzun bir süreç sonunda karar vermesi birleşmenin amacına ulaşması açısından daha etkin olabilir. Çünkü alınan birleşme ve satın alma kararı firmanın değerini doğrudan etkileyebilir.

Firmalarda alınan birleşme ve satın alma kararında firma üst düzey yöneticilerin etkisi göz ardı edilemez. Birleşme ve satın alma kararında etkisi büyük olan yöneticilerin bu tür bir yatırım kararı almasında firma sahipleri ile arasında yaşanabilecek vekalet (temsil) problemleri, kendi konumlarını güçlendirmek ve alacakları primleri artırmak düşüncesi etkili olabilir. Firma üst düzey yöneticisinin kendi konumunu güçlendirmek adına aşırı güvenli davranıp daha cesaretli ve hızlı kararlar alması firma değerinin ve hissedar servetinin azalmasına neden olabilir. Bu nedenle üst düzey yöneticilerin aşırı güvenli davranıp davranmadıklarının belirlenmesi, birleşme ve satın alma kararında hataların azaltılması açısından üst düzey yöneticilere yardımcı olabilir.

Bu çalışma Türkiye’de birleşme ve satın alma gerçekleştiren üst düzey yöneticiler açısından aşırı güveni inceleyen ilk çalışma olma özelliği taşımaktadır.

### **3.4.3. Araştırmanın Kapsamı ve Sınırları**

Araştırmanın kapsamına BIST’te faaliyet gösteren firmalarda çalışan üst düzey yöneticiler dahil edilmiştir. Çalışmada özellikle yönetici aşırı güveninin birleşme ve satın alma kararlarına etkisi incelendiğinden, BIST’te faaliyet gösteren birleşme ve satın alma gerçekleştiren firma yöneticileri çalışmanın kapsamında yer almaktadır.

Araştırma BIST’te faaliyet gösteren firmalar ile sınırlandırılmıştır. Nedeni BIST’te faaliyet gösteren firmaların kamuyu aydınlatma ilkeleri gereğince verilerini yayınlamak zorluğundan ve verilerine erişim kolaylığından ileri gelmektedir.

Araştırma 2008 yılında yaşanan ekonomik krizin etkisinin azaldığı dönem ve sonrası verilerinin daha sağlıklı olması nedeniyle 2010:01 – 2017:12 dönemine olarak sınırlandırılmış.

Araştırmanın başka bir sınırını üst düzey yöneticiler oluşturmaktadır. Çünkü çalışmanın amacı aşırı güven davranışının firma birleşme ve satın alma kararında etkili olup olmadığı ve bunun firma değerine etkisidir. Firmada birleşme ve satın alma kararını veren yönetim kurulu ve üst düzey yöneticilerdir.

### **3.4.4. Araştırmada Kullanılan Verilerin Elde Edilmesi**

BIST’te faaliyet gösteren firmaların finansal tablolarına ilişkin veriler Kamuyu Aydınlatma Platformu’nun internet sitesinden ve firmaların kendi internet sitelerinden elde edilmiştir.

Firma üst düzey yöneticilerine ilişkin veriler her bir firmanın kendi internet sitesinden, firma faaliyet raporlarından ve yönetici bilgileri veren Emlakkulisi'nin, Bloomberght'in internet sitelerinden elde edilmiştir.

### 3.4.5. Araştırmanın Yöntemi

Bu çalışma iki aşamadan oluşmuştur. Çalışmanın birinci aşamasında yönetici güven düzeyinin birleşme ve satın alma kararlarında bir etkisi olup olmadığı araştırılacaktır. Çalışmanın ikinci aşamasında ise, birleşme ve satın alma gerçekleştiren firma yöneticisi aşırı güveninin firma değeri üzerinde bir etkisinin olup olmadığı incelenecektir.

Araştırmanın birinci aşamasında üst düzey yöneticilerin finansal karar alırken güven düzeylerindeki farklılığı belirlemek için “Finansal Karar Alırken Yönetici Davranışını Belirleme Ölçeği” geliştirilecektir. Ölçeği geliştirirken ölçekte yer alacak maddeler belirlenecek ve maddeler analiz edilirken faktör analizinden yararlanılacaktır.

Üst düzey yöneticilerin demografik özellikleri ve güven düzeyleri arasında bir farklılık olup olmadığı ise tek yönlü ANOVA analizi yardımıyla belirlenecektir. Yönetici güveninin gerçekleştirilen birleşme ve satın alma kararına etkisi basit doğrusal regresyon analizi yardımıyla incelenecektir.

Araştırmanın ikinci aşamasında birleşme ve satın alma gerçekleştiren firma yöneticisi aşırı güveninin firma değerine etkisinin olup olmadığı çoklu doğrusal regresyon yardımı ile belirlenecektir.

Tek yönlü ANOVA analizi iki veya daha fazla ortalama arasında fark olup olmadığı ile ilgili hipotezi test etmek için kullanılan bir analizdir. İki ortalama arasında anlamlı bir fark olup olmadığını test etmek için kullanılan diğer bir test t testidir (Kalaycı, 2005: 131).

Tek yönlü ANOVA analizinin amacı, faktörlerin çeşitli düzeylerinin bağımlı değişken üzerindeki etki derecelerini belirlemektir. Tesadüfi olarak seçilen gözlemler, gruplara ayrılır ve grupların her birine faktörlerinin çeşitli düzeylerinin muhtemel kombinasyonlarından biri uygulanır (Nakip, 2008: 257).

Tek yönlü ANOVA analizinde bağımlı ve bağımsız olmak üzere iki değişken vardır. Analizde kullanılan bağımlı değişken metrikken bağımsız değişken kategorik olmaktadır. Bağımsız değişken içerisinde iki veya daha fazla grup olması mümkündür. Tek yönlü ANOVA, bu gruplara göre, bağımlı değişkendeki ortalamalar arasında fark olup olmadığını test eder (Kalaycı, 2005:132).

Regresyon analizi, aralarında sebep-sonuç ilişkisi bulunan iki veya daha fazla değişken arasındaki ilişki hakkında tahminler ya da kestirimler yapabilmeyi sağlayan istatistiksel bir analizdir (Şahinler, 2000: 57). Regresyon analizinde bağımlı değişken ile bu bağımlı değişken üzerinde etkisi olduğu düşünülen bağımsız değişken veya değişkenler arasındaki ilişki bir model yardımı ile açıklanmaktadır. Değişkenler arasında ilişkinin bulunması, bir değişkenin diğer değişken tarafından etkilendiğini ya da her iki değişkenin başka değişkenler tarafından birlikte etkilendiğini gösterebilir. Regresyon analizinin amacı, değişkenler arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığını belirlemek, bu ilişkiyi gösteren regresyon denklemini elde etmek ve bu denklemi kullanarak tahminleri hesaplamaktır (Gürbüz ve Şahin, 2014: 261).

Bağımlı değişken üzerinde bir bağımsız değişkenin etkisinin araştırıldığı çalışmalarda basit regresyon analizinden faydalanılırken bir bağımlı değişken üzerinde birden fazla bağımsız değişkenin etkisinin araştırıldığı çalışmalarda çoklu doğrusal regresyon analizi kullanılmaktadır (Gürbüz ve Şahin, 2014: 261).

### 3.5. Finansal Karar Alma Sürecinde Yönetici Davranışını Belirlemeye Yönelik Ölçek Geliştirme Çalışması

Finansal karar alma sürecinde yönetici davranışlarını belirlemeye yönelik ölçek geliştirmek için daha önce yapılan çalışmalar taranmıştır. Literatür taraması sonucunda yönetici davranışları ile ilgili iyimserlik, narsisizm, aşırı güven vb. gibi davranışlar ile ilgili çalışmalar yapıldığı tespit edilmiştir. Yönetici aşırı güveni ile ilgili yapılan daha önceki anket çalışmalarında aşırı güven davranışı belirlerken daha çok genel kültür ve bilgiler ile ilgili sorular sorulduğu ve bu sorulara verilen cevapların doğruluğu üzerinden aşırı güven düzeyleri belirlenmeye çalışıldığı görülmüştür. Bu çalışmada birleşme ve satın alma kararlarında yöneticinin güvenli davranış sergileyip sergilemediği tespit edilmeye çalışıldığı için ulaşılan kaynaklar değerlendirildiğinde ölçeğin var olmadığı tespit edilmiştir. Bu nedenle finansal karar alma sürecinde yöneticilerin güven düzeylerini belirlemek için bir ölçek geliştirilmesine karar verilmiştir.

Ölçek geliştirme çalışmasını önemli kılan ve diğer çalışmalardan ayıran unsur, daha önceki çalışmalarda finansal karar alırken yönetici güvenini ölçmeye yönelik ölçek geliştirme çalışmasının yapılmamış olmasıdır.

Araştırmada finansal karar alma sürecinde yöneticiler açısından cevap alınacak sorular aşağıda belirtildiği şekildedir:

1. Yöneticilerin finansal karar alırken güven düzeyleri ile çeşitli değişken grupları (Cinsiyet, yaş, medeni durum, eğitim düzeyi, alınan eğitim, şuan çalışılmakta olan firmada çalışma süresi, şuan çalışılmakta olan firmada yöneticilik süresi, şuan çalışılmakta olan firmada gerçekleştirilen birleşme ve satın alma sayısı, daha önce başka bir firmada yönetici olarak çalışılan süresi, daha önce yönetici olarak çalışılan firmada gerçekleştirilen birleşme ve satın alma sayısı) arasında fark var mıdır?
2. Birleşme sayısı yönetici güveninde etkili midir?

3. Yöneticilik tecrübesi yönetici güveninde etkili midir?
4. Yöneticinin almış olduğu eğitim yönetici güveninde etkili midir?

Geliştirilecek ölçeğin iki bölümden oluşması tasarlanmıştır. Birinci bölümde yöneticinin yaşı, cinsiyeti, medeni durumu, eğitim düzeyi, alınan eğitim, şuan çalışılan firmada çalışma süresi, şuan çalışılan firmada yönetici olarak çalışma süresi, şuan çalışılan firmada gerçekleştirilen birleşme ve satın alma sayısı, daha önce başka bir firmada yönetici olma, daha önce başka bir firmada yöneticilik görevinde bulunur iken gerçekleştirilen birleşme ve satın alma sayısı gibi finansal karar alırken yönetici davranışında etkili olabileceği düşünülen demografik özelliklerin saptanması planlanmıştır.

Yaş, cinsiyeti, medeni durumu, eğitim düzeyi, alınan eğitim, şuan çalışılan firmada çalışma süresi, şuan çalışılan firmada yönetici olarak çalışma süresi, şuan çalışılan firmada birleşme ve satın alma gerçekleştirilmesi, daha önce başka bir firmada yönetici olma, daha önce başka bir firmada yöneticilik görevinde bulunur iken birleşme ve satın alma gerçekleştirme kapalı uçlu seçenekler olarak yapılandırılmıştır.

İkinci bölüm, yapılan literatür taraması ve konuyla ilgili alınan uzman görüşü doğrultusunda finansal karar alırken yönetici davranışları ile ilgili ikinci bölüm 38 maddeden oluşturulmuştur. Ölçeğin 5’li Likert tipi bir ölçek olmasının uygun olacağına karar verilmiş ve madde havuzu oluşturulurken bir Psikometrist öğretim üyesinden yardım alınmıştır. Toplam 38 maddeden oluşan ölçek çalışması firmalarda yöneticilik görevinde bulunan bireylere internet ortamından veya yüz yüze görüşme yoluyla ulaştırılmıştır. İfadelere tamamen katılma (5) kendine güvende artışı göstermekle birlikte, cevaplayıcıların tepki kurulumunu önlemek için sonradan ters puanlanmak koşuluyla olumsuz ifadeler de yazılmıştır. Ölçek maddeleri, cevaplayanların “onaylama” eğilimlerini dengelemek amacıyla 29 tanesi olumlu, 9 tanesi de olumsuz olacak şekilde yazılmış ve tesadüflük esasına göre sıralanmıştır.



İfadeler hazırlanırken olgusal olmamasına dikkat edilmiş, ifadelerin açık ve mümkün olduğunca kısa olmasına çalışılmış, cevaplaması düşünülen örneklem grubunun anlayabilecekleri nitelikte ifadeler geliştirilmiş, ifadelerin tek durumu kapsamı sağlanarak genel ifadelere yer verilmemiştir. Ayrıca “Hepsi”, “Hiçbiri”, “Sadece” gibi sözcüklerin kullanılmamasına özen gösterilmiştir.

Ölçek çalışmasında demografik özellikleri sorgulayan maddeler birinci bölüm altında, yöneticilerin finansal kararlardaki davranışlarını belirlemek için hazırlanan ifadeler ikinci bölüm altında toplanmıştır. İfadeler ve cevap kategorilerinin aynı sayfada olmasına özen gösterilmiştir.

Ölçek çalışması iki aşamalı bir şekilde yapılmış olup, ilk aşamada ön deneme çalışması gerçekleştirilmiştir. İkinci aşamada ise, madde analizi için deneme uygulaması yapılmıştır.

Ölçeğin geliştirilmesindeki bilimsel aşamalar, deneme çalışma sonuçları, sonrasındaki güvenilirlik bulguları ve ölçeğin alan çalışması uygulama sonuçlarının yer aldığı analiz sonuçları bu bölümü takiben ele alınmıştır.

### **3.5.1. Ön Deneme ve Deneme Uygulaması**

Ölçek 38 madde olarak hazırlandıktan sonra, asıl örnekleme uygulanmadan, asıl uygulanacak gruba benzer 7 kişilik bir gruba uygulanarak; bireylerin ifadeleri anlayıp anlamadıklarına dair tepkileri alınmış ve bu konuda bir sorun olup olmadığı saptanmıştır. Yapılan ön deneme sonucunda bir madde de sorun olduğu tespit edilmiş ve gerekli düzeltme yapılmıştır.

Araştırmada kullanılacak örneklem büyüklüğünün, ölçülmesi hedeflenen ilişkilerin güvenilir bir şekilde kestirilebilmesini sağlayacak büyüklükte olması önemlidir. Literatürde, özellikle faktörler güçlü ve belirgin

olduğunda ve değişken sayısı fazla büyük olmadığında, 100 ile 200 arasındaki örneklem büyüklüğünün yeterli olduğu belirtilmektedir. Kline 1994 çalışmasına göre, güvenilir faktörler çıkartmak için 200 kişilik örneklemin genellikle yeterli olacağını, faktör yapısının açık ve az sayıda olduğu durumlarda bu rakamın 100'e kadar indirilebileceğini, ancak daha iyi sonuçlar için daha büyük örneklemlerle çalışmanın yararlı olacağını vurgulamaktadır (Kline 1994'den akt. Büyüköztürk, 2002: 480).

Çalışma evrenini oluşturan yöneticilere ulaşmada yaşanan güçlükler, yönetici sayısının kısıtlı olması ve zaman kısıtı nedeniyle deneme çalışması Türkiye'de faaliyet gösteren firma yöneticileri ile kısıtlıdır. Deneme uygulamasına amaçlı örnekleme ile belirlenen ve deneme çalışmasına katılmaya gönüllü yöneticilere yüz yüze görüşme ve internet ortamı aracılığıyla ulaşılmış olup, deneme uygulaması 229 firma yöneticisi üzerine yapılmıştır. Örneklemin çeşitli değişkenler açısından durumu aşağıdaki Tablo 1'de verilmiştir.

**Tablo 1: Deneme Çalışması Katılımcılarına Ait Demografik Bilgiler**

Demografik Özellikler		Frekans	Yüzde
Cinsiyet	Kadın	31	13,54
	Erkek	198	86,46
	Toplam	229	100
Yaş	30 ve altı	12	5,24
	31-40	77	33,62
	41-50	83	36,24
	51-60	53	23,14
	61 ve üzeri	4	1,75
	Toplam	229	100
Medeni Durum	Evli	196	86
	Bekar	33	14
	Toplam	229	100
Eğitim Düzeyi	Lise	31	13,54
	Lisans	113	49,34
	Yüksek Lisans	77	33,62
	Doktora	8	3,49
	Toplam	229	100
Lisans Eğitim	İktisadi, Mali ve İdari Bilimler	87	43,94
	İşletme, Endüstri, Sanayi Mühendisliği	48	24,24
	Mühendislik	38	19,19
	Diğer	25	12,93
	Toplam	198	100
Yüksek Lisans	İktisadi, Mali ve İdari Bilimler	29	34,12
	İşletme, Endüstri, Sanayi Mühendisliği	32	37,65
	Mühendislik	12	14,12
	Diğer	12	14,12
	Toplam	85	100
Doktora	İktisadi, Mali ve İdari Bilimler	3	37,5
	İşletme, Endüstri, Sanayi Mühendisliği	2	25
	Mühendislik		
	Diğer	3	37,5
Toplam	8	100	
Bu firmada Çalışma Süresi	5 yıl ve daha az	105	45,85
	6-10 yıl	40	17,47
	11-15	36	15,72
	16-20	18	7,86
	21 ve daha fazla	30	13,1
	Toplam	229	100
Bu Firmada Yönetici Olma Süresi	5 yıl ve daha az	123	53,71
	6-10 yıl	48	20,96
	11-15	29	12,66
	16-20	12	5,24
	21 ve daha fazla	17	7,42
	Toplam	229	100
Bu Firmada Gerçekleştirilen Birleşme Sayısı	Hayır	142	62,01
	1	43	18,78
	2	15	6,55
	3	10	4,37
	4	4	1,75
	5 ve daha fazla	15	6,55
Toplam	229	100	
Başka Firmada Yöneticilik Süresi	Hayır	72	31,44
	3 yıl ve daha az	35	15,28
	3-8 yıl	53	23,14
	9-14	32	13,97
	15-20	25	10,92
	21 ve daha fazla	12	5,24
Toplam	229	100	
Başka Firmada Gerçekleşen Birleşme Sayısı	Hayır	143	62,45
	1	31	13,54
	2	25	10,92
	3	10	4,36
	4	5	2,18
	5 ve daha fazla	15	6,55
Toplam	229	100	

Deneme çalışmasında yer alan kişilerin 198'i erkek, 31'i kadın iken, 33 kişi bekar, 196 kişi evlidir. Katılımcılar incelendiğinde yöneticilerin çoğunlukla evli ve erkek yöneticiler oldukları görülmektedir. Kişilerin yaşları incelendiğinde 30 ve altında yaşı olan 12 kişi, 31-40 yaş aralığında 77 kişi, 41-50 yaş aralığında 83 kişi, 61 ve üzeri yaş aralığında 4 kişi yer almaktadır. Yöneticilerin %36, 24'ü 31-40 yaş aralığında yer almaktadır. Pilot çalışma cevaplayıcılarından 31 kişi lise mezunu, 113 kişi lisans mezunu, 77'si yüksek lisans ve 8 kişi doktora mezunudur. Yöneticilerin %49 oranla çoğunlukla lisans mezunu oldukları sonucuna ulaşılmıştır. Lisans eğitimini İktisadi, Mali ve İdari Bilimler üzerine alan 87 kişi, İşletme, Endüstri, Sanayi Mühendisliği üzerine alan 48 kişi, Mühendislik üzerine alan 38 kişi, diğer alanlarda eğitim alanlar ise 25 kişidir. Yöneticilerin aldıkları lisans eğitimlerini mali konuda eğitim alma (İktisadi, Mali ve İdari Bilimler ve İşletme, Endüstri, Sanayi Mühendisliği alanında eğitim alanlar) ve almamalarına (Mühendislik ve Diğer) göre değerlendirdiğimizde %68,12'sinin mali konuda eğitim aldığı görülmüştür. Ölçeği cevaplayanların yüksek lisans eğitimlerine baktığımızda İktisadi, Mali ve İdari Bilimler üzerine alan 29 kişi, İşletme, Endüstri, Sanayi Mühendisliği üzerine alan 32 kişi, Mühendislik üzerine alan 12 kişi, diğer alanlarda eğitim alanlar ise 12 kişidir. Yöneticilerin mali konuda yüksek lisans yapıp yapmadıklarına göre değerlendirdiğimizde ise %71,77 oranında mali konuda eğitim aldıkları görülmüştür. Cevaplayıcıların doktora eğitimlerini incelediğimizde İktisadi, Mali ve İdari Bilimler üzerine alan 3 kişi, İşletme, Endüstri, Sanayi Mühendisliği üzerine alan 2 kişi, diğer alanlarda eğitim alanlar ise 3 kişi iken, mühendislik doktora eğitimi yapan yönetici bulunmamaktadır. Doktora eğitimini mali konularda alan yöneticiler tüm yöneticilerin %62,5'dir. Cevaplayıcıların şuan çalışmakta oldukları firmadaki çalışma süreleri 5 yıl ve altı olanlar 105 kişi, 6-10 yıl arasında 40 kişi, 11-15 yıl arasında 36 kişi, 16-20 yıl arasında 18 kişi, 21 ve daha fazla yıl çalışan ise 30 kişiden oluşmaktadır. Katılımcıların bu firmada yönetici olma sürelerine göre dağılımı ise 5 yıl ve altı olanlar 123 kişi, 6-10 yıl arasında 48 kişi, 11-15 yıl arasında 29 kişi, 16-20 yıl arasında 12 kişi, 21 ve daha fazla yıl çalışan ise 17 kişiden oluşmaktadır. Yöneticilerin bu firmada çalışma ve yöneticilik süreleri dikkate alındığında yoğunluğun 5 yıl ve daha az yıllık yöneticilerde olduğu gözlenmiştir. Katılımcıların şuan çalışmakta oldukları

firmada gerçekleştirdikleri birleşme ve satın alma sayısı 1 olan 43 kişi, 2 olan 15 kişi, 3 olan 10 kişi, 4 olan 4 kişi, 5 ve daha fazla birleşme ve satın alma gerçekleştiren ise 15 kişidir. Katılımcılardan hiç birleşme ve satın alma gerçekleştirmeyen 142 kişi vardır. Yöneticilerin %62,01'lik kısmı birleşme ve satın alma gerçekleştirmemişken, %37,99 birleşme ve satın alma gerçekleştirmiştir. Başka bir firmada yöneticilik görevinde bulunma sürelerine göre ise, 3 yıl ve daha az 35 kişi, 3-8 yıl 53 kişi, 9-14 yıl 32 kişi, 15-20 yıl 25 kişi, 21 ve daha fazla 12 kişi iken daha önce yöneticilik tecrübesi bulunmayan 72 kişi vardır. Yöneticilerin %31,44'lük bir oran ile daha önce yöneticilik tecrübesine sahip değilken, %68,56 daha önce yöneticilik tecrübesine sahiptir. Yöneticilerin şuan çalışmakta oldukları firmadan önce yönetici olarak çalıştıkları firmada gerçekleştirdikleri birleşme ve satın alma sayısına göre birleşme ve satın alma gerçekleştirmeyen 143 kişi, 1 birleşme ve satın alma gerçekleştiren 31 kişi, 2 birleşme ve satın alma gerçekleştiren 25 kişi, 3 birleşme ve satın alma gerçekleştiren 10 kişi, 4 birleşme ve satın alma gerçekleştiren 5 kişi, 5 ve daha fazla birleşme ve satın alma gerçekleştiren 15 kişi vardır. Yöneticilerin %62,45 daha önce birleşme ve satın alma gerçekleştirmemiştir.

Katılımcı cevaplarından yola çıkılarak yapılacak madde analizi için gerekli hazırlıkların yapılması gerekmektedir. Madde analizine hazırlık aşamasında yanlış veri girişi olup olmadığı ve ters puanlama yapılacak maddelerin belirlenmesi gerekmektedir.

Ölçek çalışmasında kullanılan ifadelerin hedeflenen özelliği ölçmesi oldukça önemlidir. Eğer ölçekte kullanılan ifadeler hedeflenen özelliği ölçmede yetersiz kalıyorsa ve diğer ifadeler ile uyumsuz ise bu ifadelerin ölçekten çıkarılması ya da revize edilmesi gerekmektedir. Bunun için, cevaplayıcı bireylerin verilerinin kontrol edilmesi gerekebileceğinden daha sonrasında bir sorun ile karşılaşmamak adına veri girişi esnasında her cevaplayıcıya ayrı bir kod verilmiştir. Cevaplayıcılara ait veri girişi tamamlandıktan sonra yanlış veri girişi her türlü analizi ciddi bir biçimde etkileyeceğinden yanlış bir veri girişinin olup olmadığı kontrol edilmelidir. Yapılan kontrol sonrasında yanlış veri girişi olmadığı tespit edilmiştir.

Bazı ölçeklerde tepki örüntüsünü kontrol amacıyla ters puanlanan maddeler olabilir. Bu tür maddelere ilişkin verileri, düzelttikten sonra veri girişi yapmak çoğunlukla hatalara neden olabilir. Bu bakımdan, her tür maddelerin verileri girildikten sonra düzeltme yapmak daha uygundur (Erkuş, 2016: 63). Bu bilgiden yola çıkarak madde analizi için ters puanlama yapılması gereken olumsuz ifadeler belirlenmiştir. Belirleme tamamlandıktan sonra 2, 4, 6, 18, 21, 24, 27, 29 ve 37. maddeler olumsuz ifade içerdikleri için ters puanlama yapılmıştır. Ölçekte yer alan ifadeler hakkında bilgiye Ek-2'den ulaşabilirsiniz.

Analizden önce eksik verilerin analiz edilmesi ve düzeltme yapılması önemli olduğu için eksik veri olup olmadığı kontrol edilmiştir. Yapılan kontrol neticesinde eksik veri girişi olmadığı belirlenmiştir.

Katılımcı cevaplarının madde analizine uygun olduğu tespit edildikten sonra madde analizi ve madde seçimine geçilmiştir. Madde analizi için faktör analizinden faydalanılmıştır.

Güvenirlilik, bir ölçme aracının veya onu oluşturan bir maddenin, ölçeceği şeyi seçkisiz hata karıştırmadan ölçebilme yeterliliğidir (Erkuş, 2018: 14). Güvenirliği etkileyen alt boyutlar duyarlılık, kararlılık ve tutarlılıktır. Duyarlılık, veri toplama teknik ya da aracının, küçük farkları görebilme özelliğidir. Kararlılık (zaman içinde tutarlılık), aynı özelliğin aynı ya da eş değer bir araçla, aynı şartlarda ama farklı zamanlarda ölçülmesi durumunda benzer (tercihen aynı) sonuçların alınmasıdır. Tutarlılık (iç tutarlılık) ise, veri toplama aracındaki maddelerin aynı ya da benzer özellikleri ölçüp aynı yada benzer sonuçları vermesidir (Özerbaş, Şahin, Köse, Özkan, Bahar, Özbek, Yeşil ve Genç, 2010: 72). Güvenirlilik katsayısı 0.00 ile 1.00 arasında değerler alır: 0.00'a yaklaştıkça güvenilmezliği, 1.00'e yaklaştıkça da ölçme aracının güvenirliliğine kanıt oluşturur. Güvenirliğin alt sınırı 0.70 olarak kabul edilmesine karşın, güvenirlilik katsayısı, madde sayısının bir fonksiyonu olduğundan, bazı çok sayıda alt ölçekten oluşan ölçme araçlarının madde sayısının azlığına bağlı olarak, bazı alt ölçekleri için bu sınırın altına da düşülebilir (Erkuş, 2011: 139).

Faktör analizine başlamadan önce, ölçeğin madde-toplam ölçek korelasyonları ve işaretleri ile ilk denemelik iç tutarlılık incelenmelidir (Erkuş, 2016: 101). Bir tek uygulama ile güvenilirlik belirlemede ölçeğin güvenilirliği Cronbach Alfa kullanılarak belirlenmiş ve hiçbir madde çıkartmadan finansal kararlarda yönetici davranışı belirleme ölçeği alfa değeri 0,808 olarak bulunmuştur.

Bir maddeden alınan puanlarla tüm ölçekten alınan puanlar pozitif yönde ve “yeterince yüksek” bir korelasyon gösteriyorsa, o maddeler ayırt edici kabul edilebilir ve nihai teste alınır. Ebel’in 1965 yılındaki çalışmasına göre, madde toplam test korelasyon katsayıları 0,20 ve altındaysa pozitif bile olsa maddenin çıkarılması, 0,20 -0,30 arasındaysa düzeltilmesi, 030 – 0,40 arasındaysa iyi, 0,40 ise çok iyi ayırt edici olduğu şeklindedir (Ebel 1965’den akt. Erkuş, 2016: 141-144).

Tablo 2’de yönetici davranışını ölçen maddelerin madde toplam test korelasyonları verilmiştir.

**Tablo 2:** Yönetici Davranışını Ölçen Maddelerin Toplam Test Korelasyonları

Güveni Ölçen Maddeler	Madde Toplam Test Korelasyonu
M1	,276
M2	,165
M3	,486
M4	,165
M5	,255
M6	,166
M7	,233
M8	,135
M9	,463
M10	,510
M11	,022
M12	,478
M13	,187
M14	,529
M15	,578
M16	,134
M17	,478
M18	-,007
M19	,540
M20	,517
M21	,239
M22	,267
M23	,473
M24	,144
M25	,500
M26	,550
M27	,335
M28	,161
M29	,079
M30	,171
M31	,191
M32	,354
M33	-,104
M34	,529
M35	,025
M36	,442
M37	,241
M38	,475

Tablo 2'deki değerlere bakıldığında 2, 4, 6, 8, 11, 13,16, 18, 24, 28, 29, 30, 31, 33. ve 35. maddelerin çıkarılması gerekmektedir. 1, 5, 7, 21, 22 ve 37. maddelerin gözden geçirilmesi gerekmektedir. Bu maddelerin dışındaki geliştirilen maddelerin ayırt edici oldukları görülmektedir.



Faktör analizi (FA), çok sayıdaki değişken arasında ilişkilere dayanarak verilerin daha anlamlı ve özet bir biçimde sunulmasını sağlayan çok değişkenli bir analiz türüdür (Karagöz ve Kösterelioğlu, 2008: 84). FA, yapı geçerliliğine ilişkin, “bu testten elde edilen puanlar, testin ölçtüğünü varsaydığı şeyi ölçüyor mu?” sorusuna cevap arar. Bu anlamda, FA test/ölçek puanlarının yapı geçerliliğinin değerlendirilmesinde önemli katkı sağlar (Büyüköztürk, Çakmak, Akgün, Karadeniz ve Demirel, 2008: 98).

Faktör analizi, yapılan analizin amacı dikkate alınarak açıklayıcı (keşfedici, explanatory) ve doğrulayıcı (confirmatory) olmak üzere iki temel yönetime ayrılmıştır. Açıklayıcı faktör analizinde, değişkenler arasındaki ilişkilerden hareket edilerek faktör bulunmaya ve değişkenler arasındaki yapı ortaya çıkarılmaya çalışılır. Açıklayıcı faktör analizi daha çok teori üretirken kullanılan bir analiz türüdür. Doğrulayıcı faktör analizinde ise değişkenler arasındaki ilişki daha önceki araştırmalara dayalı olarak belirlenen bir hipotezin test edilmesi için uygundur (Büyüköztürk, 2002: 472; Uyumaz vd., 2016: 660).

Faktörleştirme (bir faktörün çıkarılması), faktörler ile her bir orijinal değişken arasındaki korelasyon katsayılarından oluşan faktör yüklerinin hesaplanmasını içerir. Faktörleştirmede klasik faktör çıkartma yöntemleri ve temel bileşenler analizi olarak iki yöntem vardır. Klasik faktör analizi yöntemleri temel eksenler (principal axes), maksimum olabilirlik (maximum likelihood- ML) ve çoklu gruplandırma (multiple grouping) yöntemleridir. Sayılan bu yöntemler, veri setine ilişkin varyansa önemli katkı sağlayan faktörleri ya da bileşenleri belirlemeyi çalışır. Bunun için varyansı maksimum kılan ya da artık varyansı minimum yapmayı temel alan yöntem tercih edilir. Faktör çıkarma işleminden sonra matematiksel özellikler değişmeksizin faktör döndürme işlemi yapılır. Tabachnick ve Fidell (Aktaran Büyüköztürk, 2002: 474) göre, aralarında güçlü ilişkiler olan çok sayıda değişken için faktör çıkarma yöntemlerinin sonuçlarının benzer olduğunu, gözlenen bazı farkların ise döndürme işleminden sonra kaybolma eğiliminde olduğunu belirtmektedir (Büyüköztürk, 2002: 474; Özgür, 2004: 93).

Araştırmacı, bir faktör analizi tekniğini uygulayarak elde ettiği “m” kadar önemli faktörü, "bağımsızlık, yorumlamada açıklık ve anlamlılık" sağlamak amacıyla bir eksen döndürmesine (rotation) tabii tutabilir. Faktör döndürme, çözümlün temel matematiksel özelliklerini değiştirmez. Eksenlerin döndürülmesi sonrasında maddelerin bir faktördeki yükü artarken diğer faktörlerdeki yükleri azalır. Böylece faktörler, kendileriyle yüksek ilişki veren maddeleri bulurlar ve faktörler daha kolay yorumlanabilir (Büyüköztürk, 2002: 474).

Temel olarak iki döndürme işlemi vardır. Faktörlerin birbirleri ile ilişkisiz olduğu sayılına dayanan dik döndürme, faktörlerin birbirleri ile ilişkili olduğuna dayanan eğik döndürmedir. En çok başvurulan dik döndürme teknikleri “varimax”, “quartimax”, “equamax”; eğik döndürme teknikleri ise “direct oblimin”, “quartimin” ve “promax”tır. “Varimax” maksimum varyansı sağlayacak şekilde faktör yükleri sütununda faktör yüklerini 1.0 ya da 0.0’a yaklaştırarak ayırđırtmayı netleştirmeye çalışır. “Quartimax” değişkenlere ilişkin faktör yüklerinin 1.0 veya 0.0’a yaklaştırarak maksimum varyans sağlamaya çalışır iken, özellikle ayrık iki faktörlü yapı olduğunda kullanılıştır. “Equamax” döndürme ise yukarıdaki iki yöntemin karışımıdır. Eğik döndürmeler, alt özellikler arasında bir korelasyon olması durumunda uygundur (Erkuş, 2016: 96-97).

Genel bir kural olarak araştırmacı temelde verileri ile en uygun olan sonuçları almakla ilgileniyorsa eğik döndürme; araştırmacı daha çok sonuçların genellenebilirliği ile yani gelecek için en uygun çözümlle ilgileniyorsa dik döndürme önerilir. Bununla birlikte her iki döndürme sonuçları hemen hemen her zaman benzer sonuçlar ürettiğinden, uygulamaların tamamına yakınında yorumlamada kolaylık sağladığından dik döndürmenin tercih edildiği söylenebilir. Araştırmacıların uygulamada sıklıkla dik döndürme için varimax ya da quartimax; eğik döndürme için oblimin ya da promax tekniklerinden birini seçtikleri görölmektedir. Quartimax'in, varyansın çoğunu karışılayan genel bir faktörün olduğuna inanıldığı, varimax'in ise çok faktörlü yapının söz konusu olduğu durumlarda daha uygun bir seçim olduğu söylenebilir. Araştırmacı, eğik döndürme uygulayacak ise sonuçlarının

oblmin döndürmeye görelı olarak gelecekte daha kullanılabilir olması nedeniyle promax'ı, tercih etmesi önerilebilir (Büyüköztürk, 2002: 475).

Araştırmada geliştirilen ölçeğe faktör analizi yapılarak ölçeklerin faktör yapıları da göz önüne alınarak madde seçilmesine çalışılmıştır.

38 maddeye uygulanan Varimax ve Quartimax döndürmeleri sonucunda maddelerin 10 faktör altında toplandığı görülmüştür. Yapılan inceleme sonucunda temel bileşenler analizi ve temel eksen analizlerinde ölçek maddelerinin öbeklenmeleri aşağı yukarı benzer görünüme sahip olduğu görüldüğünden Tablo 3’de varimax döndürme sonucu elde edilen faktörlere ait bilgilere yer verilmiştir.

**Tablo 3:** KMO ve Bartlett Testi Sonuçları

	KMO Katsayısı	,831
Barlett	Ki Kare	3125,442
Küresellik	Standart Sapma	703
Testi	Anlamlılık	,000

KMO değeri 0,831 olarak görülmektedir. Faktör analizine uygunluk için bu değerin 0,60’nin üstünde olması yeterli görülmektedir (Öz, Önal ve Mat, 2017: 7). Ayrıca, Barlett’s küresellik testinin sonucunun anlamlı olması da bu veri setinin faktör analizine uygun olduğunu göstermektedir.

**Tablo 4:** Faktör Analizi Sonuç Matrisinde Ölçek Faktörlerinin Özdeğer ve Varyansları

Açıklanmış Toplam Varyans						
Faktör	Özdeğerler			Kareler Toplamı		
	Toplam	Varyans %	Birikimli %	Toplam	Varyans %	Birikimli %
1	7,863	20,691	20,691	6,288	16,546	16,546
2	3,894	10,485	31,176	2,603	6,850	23,396
3	2,012	5,296	36,472	2,288	6,020	29,416
4	1,694	4,458	40,929	2,197	5,782	35,198
5	1,562	4,111	45,040	1,990	5,236	40,434
6	1,528	4,020	49,060	1,966	5,174	45,608
7	1,317	3,466	52,527	1,736	4,568	50,176
8	1,247	3,281	55,807	1,500	3,946	54,122
9	1,096	2,885	58,693	1,484	3,904	58,027
10	1,038	2,731	61,424	1,291	3,397	61,424

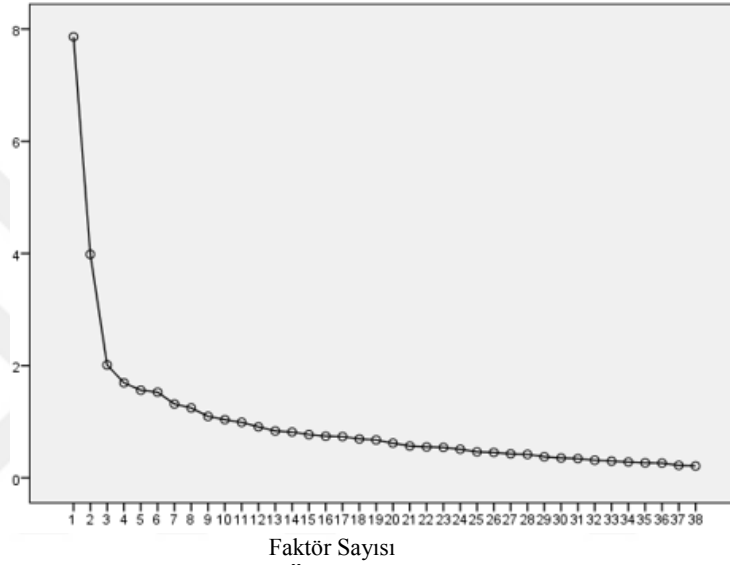
Tablo 4’de faktör analizi sonucu elde edilen ölçek faktörlerinin özdeğerleri ve varyansları yer almaktadır. Tablo 4’e göre maddeler 10 faktör altında toplanmakta ve 10 faktörlü yapı toplam varyansın %61,424’ünü açıklamaktadır.

Faktör yükleri, maddelerin (değişkenin) ilgili faktörle korelasyonunu gösterir; bu bakımdan ölçek geliştirme sürecinde maddelerin hangi faktör altında yer aldığını belirlemede bu değerler dikkate alınır. Herhangi bir faktör altında “yeterince” yüksek faktör yüküne sahip maddelerin “benzer” yapıyı ölçtüğü sonucu çıkarılır (Erkuş, 2012: 283). Tabachnick ve Fidell 2001 çalışmasına göre, 0.32 alt sınırdır ve o maddenin açıkladığı varyansın %10’ u olduğu anlamına gelir Ayrıca açıklanan varyans faktör analizinde önemli bir yere sahiptir ve faktör analizi maddeler arası korelasyona dayandığından bunu bilmek yararlıdır (Tabachnick ve Fidell 2001’den akt. Erkuş, 2016: 98-99).

Faktörlerin öz değerlerine dayalı olarak oluşturulan çizgi grafiği (scree graph/plot) dikey eksen öz değer miktarlarını, yatay eksen ise faktörleri gösterir. Grafik, faktörlerin öz değerleriyle eşleştirilmesi sonucunda bulunan

noktaların birleştirilmesiyle elde edilir. Grafikte yüksek ivmeli, hızlı düşüşlerin yaşandığı faktör, önemli faktör sayısını verir. Yatay çizgiler faktörlerin getirdikleri ek varyansların katkılarının birbirine yakın olduğunu gösterir (Büyüköztürk, 2002: 479).

Şekil 2’de faktörlerin öz değerlerine dayalı olarak oluşturulan çizgi grafiği yer almaktadır.



**Şekil 2:** Faktörlerin Öz Değerlerine Dayalı Olarak Oluşturulan Çizgi Grafiği

Şekil 2’deki faktörlere ait çizgi grafiği incelendiğinde hızlı düşüşlerin yaşandığı üç faktörün olduğu ve diğer faktörlerin yatay çizgide yer aldığı görülmüştür. Bu çizgi grafikten yola çıkarak önemli faktör sayısının üç olduğu diğer yedi faktörün yatay çizgide yer alması sonucunda katkılarının birbirine yakın olduğu gözlemlenmiştir.

10 faktör altında toplanan maddeler faktör yükleri, korelasyon değerleri ve madde ifadeleri tek tek incelenerek bir araya gelme (ve gelmeme) nedenleri irdelenmiş buna göre birden fazla maddeye etki eden ve faktör yükü 0,45 den küçük olan maddeler tek tek denenerak uygun faktörler oluşturulmaya çalışılmıştır. Bu çalışmalar sonucunda madde 1, 2, 5, 6, 7, 9, 11, 13, 18, 19, 21, 22, 23, 27, 28, 30, 31, 32, 33, 36 çıkartılarak 3 faktörlü bir yapıya ulaşılmıştır.

Bu 3 faktörlü yapı toplam varyansın %42'sini açıklamaktadır. Döndürülmüş faktör matris sonuçları aşağıdaki Tablo 5'de yer almaktadır.

**Tablo 5:** Döndürülmüş Faktör Matrisi Sonuçları

	Factor		
	1	2	3
VAR00015	,733		
VAR00026	,730		
VAR00014	,692		
VAR00025	,677		
VAR00010	,670		
VAR00012	,660		
VAR00003	,648		
VAR00034	,643		
VAR00038	,628		
VAR00020	,593		
VAR00017	,585		
VAR00029		,606	
VAR00024		,572	
VAR00035		,542	
VAR00037		,481	
VAR0008			,783
VAR00004			,588
VAR00016			,481

Faktör yükleri, korelasyon değerleri ve madde ifadeleri dikkate alınarak yapılan inceleme sonucu ulaşılan üç faktör altında yer alan maddelere Temel Eksen Faktörleme (Principal Axis Factoring -PAF) ve TBA tekrar yapılmıştır. Yapılan TBA analizi sonucunda 1. faktörün kendi içinde parçalandığı ama bu parçalanmanın anlamlı olmadığı gözlenmiştir. Bu parçalanmanın narsisizm içeren ifadelerden kaynaklandığı görülmüştür. 1. faktörde yer alan ifadelerin kendine güveni ölçen ifadeler olduğu tespit edilmiştir. 2. faktör ifadeleri incelendiğinde pasiflik ile ilgili ifadeler olduğu belirlenirken 3. faktör ifadelerinin kaygı ile ilgili ifadeler olduğu tespit edilmiştir.

Korelasyon katsayısı, değişkenler arasındaki ilişkinin düzeyi ve yönünü açıklayan sayısal bir değer olup, değişkenlerin özelliklerine uygun farklı teknikler kullanılarak hesaplanır. Pearson korelasyon katsayısı iki değişkeninde sürekli olması ve normal dağılım göstermesi durumunda önerilir. İki değişken için hesaplanan korelasyon katsayısı +1,00 ve -1,00 arasında değer alabilir. Korelasyon katsayısı 1,00 ise mükemmel bir ilişkiyi, 0,70-0,99 arasında olması yüksek bir ilişkiyi, 0,69-0,30 arasında olması orta bir ilişkiyi, 0,29-0,01 düşük düzeyde bir ilişkiyi ve 0,00 olması ilişki olmadığını gösterir (Büyüköztürk vd., 2008: 98).

Faktörlerde yer alan maddeleri ayrı birer değişken olarak gösterip değişkenler arasındaki ilişkinin düzeyi ve yönü hakkında fikir sahibi olabilmek için Pearson korelasyon katsayılarına bakılmıştır. Tablo 6'da güven, pasiflik, kaygı ve güvensizlik adı altında toplanan faktörlere ait korelasyon değerleri yer almaktadır.

**Tablo 6:** Güven, Pasiflik, Kaygı Ve Güvensizlik Faktörlerinin Korelasyon Tablosu

		GUVEN	PASIFLIK	KAYGI	GUVENSIZ
GUVEN	Pearson Korelasyonu	1	-,037	-,023	-,038
	Anlamlılık (2 kuyruklu)	.	,574	,729	,562
	N	229	229	229	229
PASIFLIK	Pearson Korelasyonu	-,037	1	,266(**)	,824(**)
	Anlamlılık (2 kuyruklu)	,574	.	,000	,000
	N	229	229	229	229
KAYGI	Pearson Korelasyonu	-,023	,266(**)	1	,765(**)
	Anlamlılık (2 kuyruklu)	,729	,000	.	,000
	N	229	229	229	229
GUVENSIZ	Pearson Korelasyonu	-,038	,824(**)	,765(**)	1
	Anlamlılık (2 kuyruklu)	,562	,000	,000	.
	N	229	229	229	229

\*\* 0.01 düzeyinde anlamlı

**Tablo 7:** Güven ve Güvensizlik Faktörlerinin Korelasyon Tablosu

		GUVEN	GUVENSIZ
GUVEN	Pearson Korelasyonu	1	-,038
	Anlamlılık (2 kuyruklu)	.	,562
	N	229	229
GUVENSIZ	Pearson Korelasyonu	-,038	1
	Anlamlılık (2 kuyruklu)	,562	.
	N	229	229

Tablo 6-7’de yer alan Pearson korelasyon katsayılarına bakıldığında 2. (Pasiflik) ve 3. (Kaygı) faktörlerin birbirleri arasında korelasyon gösterdikleri belirlenmiştir. Pasiflik ve Kaygı faktörleri arasındaki korelasyondan dolayı bu faktörlerin tek bir faktör altında ve güvensizlik adı ile 2. faktör olarak yer almasının uygun olduğuna karar verilmiştir.

Faktör analizi sonucu uygun bulunan üç faktöre ait Cronbach Alfa değerleri hesaplanmıştır. Buna göre, aynı veriler üzerinde kalan maddelerin iç tutarlıkları aşağıdaki gibidir:

1. Faktör = 0.89
2. Faktör = 0.64
3. Faktör = 0.67

(2 ve 3’ün tek faktör yapılması halinde = 0.67)

İkinci (0,64) ve üçüncü (0,67) faktörlerin iç tutarlılık değerleri düşük olmasına rağmen bu değerler kabul edilebilir sınırlar içinde yer almaktadır. İkinci ve üçüncü faktörler birlikte ele alındığında ele edilen iç tutarlılık değeri 0,67 olmaktadır. Ölçeğin iç tutarlık değerleri kabul edilebilir sınırlar içinde yer aldığından ölçeğin güvenilir olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ancak bu çalışmada iç tutarlılık değerleri aynı veriler üzerinden elde edilmiştir. Bu konu



üzerinde daha sonra çalışma yapacak olanların ayrı bir örneklem üzerinde bu faktörler için yeni maddeler hazırlayıp güçlendirmesi ve ayrı bir örneklemde elde edilecek veriler üzerinde asıl güvenilirlik ve geçerliğin irdelenmesi gerektiği düşünülmektedir.

### **3.5.2. Birleşme ve Satın Alma Kararlarında Yönetici Güveni Alan Araştırması**

Firma yöneticileri hakkında gerekli bilgiye ulaşılabilmesi adına seçilecek yöneticilerin BIST'te kayıtlı olan firmalarda yer alması önem taşımaktadır. Çünkü BIST'te yer alan firmalar, firmaları hakkında bilgileri halka açıklamak zorundadırlar. Bu da bizim firma yöneticileri hakkında bilgi sağlamamızı kolaylaştırmaktadır. Ayrıca çalışmanın devamında birleşme ve satın alma gerçekleştiren firma yöneticilerinin aşırı güveni ve firma değeri arasındaki ilişkinin incelenmesi sırasında kullanılacak örneklemin BIST'te kayıtlı firmalardan oluşması, çalışmanın bu kısmında da BIST'e kayıtlı firma üst düzey yöneticileri hakkında bir araştırma yapılması durumunda daha sağlıklı sonuçlar almamızı sağlayacaktır.

Deneme çalışması sonrasında elde edilen güven ve güvensizlik değişkenlerine ait ifadelerin yer aldığı ölçek BIST'te faaliyet gösteren firmalarda yer alan gönüllü katılımcılardan oluşan amaçlı örnekleme ile belirlenen 42 üst düzey firma yöneticisine uygulanmıştır.

Çalışmada araştırma sorularına uygun olarak toplanan veriler üzerinde yapılan analizler seçkisiz gruplar için tek faktörlü varyans analizi ve basit doğrusal regresyon analizidir.

BIST'te yer alan firmalarda yöneticilik görevinde bulunan 42 üst düzey yöneticinin finansal karar alırken davranışları ile çeşitli değişken grupları (yaşı, cinsiyeti, medeni durumu, eğitim düzeyi, alınan eğitim, bu

firmada çalışma süresi, bu firmada yönetici olarak çalışma süresi, bu firmada birleşme ve satın alma gerçekleştirmesi, başka bir firmada yönetici olma, başka bir firmada yöneticilik görevinde bulunur iken birleşme ve satın alma gerçekleştirme) arasında fark olup olmadığını test etmek için elde edilen veriler üzerinde seçkisiz gruplar için tek faktörlü varyans analizi yapılmıştır.

Gerçekleştirilen birleşme ve satın alma, yöneticinin tecrübesi ve yöneticinin eğitiminin yönetici güven düzeyine etkisi olup olmadığını belirlemek için basit doğrusal regresyon yapılmıştır.

### **3.5.2.1. Yöneticilerin Finansal Karar Alırken Güven Düzeylerine İlişkin Hipotezler ve Hipotez Testleri**

Öncelikle seçkisiz gruplar için tek faktörlü varyans analizine ilişkin belirlenen hipotezler ve bu hipotezlere ilişkin hipotez testleri ortaya konacaktır. Araştırmaya ilişkin hipotezler BIST’te yer alan firmaların üst düzey yöneticilerine uygulanan alan çalışması sonucunda elde edilmiştir. Araştırmaya 42 üst düzey yönetici katılmıştır.

Yönetici demografik özellikleri ile güven düzeyi arasındaki farklılığa ilişkin hipotezler aşağıdaki gibi belirlenmiştir.

Ana Hipotez 1: Güven düzeyine göre oluşan demografik özellikler arasında fark vardır.

*Ana Hipotez 1 için Alt Hipotezler*

H1a: Cinsiyete göre güven düzeyinde bir fark vardır.

H1b: Yaşa göre güven düzeyinde bir fark vardır.

H1c: Medeni duruma göre güven düzeyinde bir fark vardır.

H1d: Eğitim düzeyine göre güven düzeyinde bir fark vardır.

H1e: Alınan lisans eğitimine göre güven düzeyinde bir fark vardır.

H1f: Alınan yüksek lisans eğitimine göre güven düzeyinde bir fark vardır.

H1g: Alınan doktora eğitimine göre güven düzeyinde bir fark vardır

H1h: Şu an görev yapmakta olunan firmada çalışılan süreye göre güven düzeyinde bir fark vardır.

H1i: Şu an görev yapmakta oldukları firmada yönetici olarak çalışılan süreye göre güven düzeyinde bir fark vardır.

H1j: Başka bir firmada yönetici olarak çalışılan süreye göre güven düzeyinde bir fark vardır.

Yöneticilerin demografik özellikleri ile güven düzeyleri arasındaki farklılığa ilişkin yapılan tek yönlü ANOVA analizi sonuçları Tablo 8’de yer almaktadır.



**Tablo 8:** Yönetici Demografik Özellikleri İle Güven Düzeyi Farklılığına İlişkin Tek Yönlü ANOVA Analizi

			<b>Kareler Toplamı</b>	<b>F</b>	<b>sig</b>	<b>mean</b>
<b>Cinsiyet</b>	<b>Erkek</b>	Gruplar arasından	0,53	0,372	0,545	3,8042
	<b>Kadın</b>	Grup içinde	5,667			3,6667
		Toplam	5,720			
<b>Yaş</b>	<b>31-40</b>	Gruplar arasından	0,38	0,085	0,968	3,7424
	<b>41-50</b>	Grup içinde	5,682			3,7955
	<b>51-60</b>	Toplam	5,720			3,8247
	<b>61 ve üzeri</b>					3,7273
<b>Medeni Durum</b>	<b>Evli</b>	Gruplar arasından	0,000	0,000	0,995	3,7943
	<b>Bekar</b>	Grup içinde	5,720			3,7955
		Toplam	5,720			
<b>Eğitim Düzeyi</b>	<b>Lisans</b>	Gruplar arasından	0,124	0,434	0,651	3,7560
	<b>Yüksek Lisans</b>	Grup içinde	5,596			3,8140
	<b>Doktora</b>	Toplam	5,720			4,0909
<b>Lisans Eğitim</b>	<b>Mali konuda eğitim alan</b>	Gruplar arasından	0,90	0,615	0,438	3,7500
	<b>Mali konuda eğitim almayan</b>	Grup içinde	5,537			3,8466
		Toplam	5,626			
<b>Yüksek Lisans Eğitim</b>	<b>Mali konuda eğitim alan</b>	Gruplar arasından	0,0115	1,160	0,294	3,8881
	<b>Mali konuda eğitim almayan</b>	Grup içinde	2,082			3,7455
		Toplam	2,197			
<b>Firmada Çalışma Süresi</b>	<b>5 yıl ve az</b>	Gruplar arasından	0,193	0,323	0,861	3,7909
	<b>6-10</b>	Grup içinde	5,527			3,9205
	<b>11-15</b>	Toplam	5,720			3,7909
	<b>16-20</b>					3,7091
	<b>21 ve üzeri</b>					3,7374
<b>Firmada Yöneticilik Süresi</b>	<b>5 yıl ve az</b>	Gruplar arasından	0,158	0,262	0,900	3,7902
	<b>6-10</b>	Grup içinde	5,562			3,7273
	<b>11-15</b>	Toplam	5,720			3,8727
	<b>16-20</b>					3,8545
	<b>21 ve üzeri</b>					3,6970
<b>Başka Firmada Yöneticilik Süresi</b>	<b>Hayır</b>	Gruplar arasından	0,430	0,586	0,711	3,6688
	<b>3 yıl ve daha az</b>	Grup içinde	5,290			3,8961
	<b>3-8 yıl</b>	Toplam	5,720			3,7792
	<b>9-14</b>					3,8312
	<b>15-20</b>					3,8864
	<b>21 ve daha fazla</b>			3,9697		

Tablo 8'e göre ölçek çalışmasına katılan 42 yöneticiden 39'u erkek, 3'ü kadındır. Yapılan tek yönlü ANOVA analizine göre erkek ve kadın yöneticilerin güven düzeyleri arasında bir farklılık yoktur. Kadın ve erkek yöneticilerin güven düzeyleri arasında anlamlı bir farklılığa ulaşılamama nedeni olarak çalışmanın 42 kişi üzerinde yapılmış olması gösterilebilir. Cevaplayıcı yönetici sayısının artması durumunda daha sağlıklı sonuçlara ulaşılabileceği düşünülmektedir. Analizdeki tanımlayıcı değerler dikkate alındığında erkek yöneticilerin (3,8042) kadın yöneticilere (3,6667) göre çok az bir farkla daha güvenli olduğu söylenebilir. Tanımlayıcı değerlerden yola çıkarak yapmış olduğumuz bu yorum Barber ve Odean (2001), Huang ve Kisgen (2013) ve Mishra ve Metilda (2015) çalışmalarına benzer sonuçlar ortaya koymaktadır. Erkek yöneticilerin kadın yöneticilere kıyasla finansal karar vermede daha güvenli davranış sergilemeleri erkeklerin riskleri daha hafife almalarından ve başarıları kendilerine atfetmelerinden kaynaklanıyor olabilir.

Ölçek çalışmasına katılan 42 yöneticiden hiçbiri 30 yaş ve altı grubunda yer almazken, 31-40 yaş arasında 6 kişi, 41-50 yaş arasında 20 kişi, 51-60 yaş arasında 14 kişi ve 61 ve üzeri yaş arasında ise 2 kişi yer almaktadır. Yaş aralıkları yeniden adlandırıldığında dahi çok önemli bir farklılık oluşmadığı görüldüğü için yaş aralık sonuçları ilk hali ile alınmıştır. Sonuçlar incelendiğinde yaş ile yönetici güven düzeyi arasında anlamlı bir farklılık olmadığı gözlemlenmiştir. Tanımlayıcı değerler göz önüne alındığında yöneticilerin yaşı arttıkça güven düzeyleri artmaktadır. Bu sonuç Kilian ve Schindler (2014) çalışmasında adı geçen Ferris, Jayaraman ve Sabherwal, Bertrand ve Schoar (2003) ve Menkhoff, Schmeling ve Schmidt (2013) çalışmalarına benzerlik göstermemektedir. Genç yöneticilerin yaşlı yöneticilerden daha güvenli davranış sergilemeleri tecrübe yetersizliğinden kaynaklanıyor olabilir. Araştırma sonucu yöneticilerin yaşı arttıkça güven düzeylerinin artması Prims ve Moore (2017) çalışmasına benzerlik göstermektedir. Yöneticilerin yaşı arttıkça güven düzeylerinin artması deneyimden ve kendine atfetmeden kaynaklanıyor olabilir.

Ölçek çalışmasına katılan yöneticilerin 38'i evli iken, 4'ü bekadır. Yapılan tek yönlü ANOVA analizi sonucunda evli ve bekar yöneticilerin güven düzeylerinde bir farklılaşma söz konusu değildir. Güven ve medeni durum arasında anlamlı bir farklılığa ulaşamama nedeni olarak cevaplayıcı yönetici sayısının azlığı ve evli ve bekar yönetici sayısının dengesiz dağılımı öne sürülebilir. Tanımlayıcı değerler dikkate alındığında da evli (3,7943) ve bekar (3,7955) yöneticiler arasında çok küçük bir farkla bekar yöneticilerin daha güvenli olduğu ifade edilebilir. Elde edilen bu sonuç Barber ve Odean (2001) çalışmasına benzerlik göstermektedir. Bekar yöneticilerin evli yöneticilerden daha güvenli davranış sergileme nedeni olarak bakmakla yükümlü oldukları birey sayısı ve aldıkları sorumluluklardaki farklılaşma ileri sürülebilir. Bu durum bekar yöneticilerin evli yöneticilerden daha fazla risk almasına yol açarak bekar yöneticilerin daha güvenli davranış sergilemelerine neden olabilir.

Ölçek çalışmasına katılan 42 yöneticinin hiçbiri lise mezunu değil iken, lisans mezunu 19 kişi, yüksek lisans mezunu 22 kişi ve doktora mezunu 1 kişidir. Yapılan tek yönlü ANOVA analizi neticesinde eğitim düzeyi ile güven arasında anlamlı bir farklılık bulunamamıştır. Tanımlayıcı değerler dikkate alındığında eğitim düzeyi arttıkça yöneticilerin güven düzeyinin arttığı görülmektedir. Elde edilen bu sonuç yönetsel aşırı güvenin beceri ve eğitim derecesi ile arttığını belirten Ben-David, Graham ve Harvey (2007) ve Mishra ve Metilda (2015) çalışmalarına benzerlik göstermektedir. Yöneticilerin eğitim düzeyinin artması ile güven düzeylerinde yaşanan artış bilgi yanılmasıyla kaynaklanıyor olabilir. Bilgi yanılmasıyla göre bireyler, birçok bilgiye sahiptir fakat bu bilgileri etkin ve doğru bir şekilde kullanamayabilirler. Eğitim seviyesi arttıkça alınan bilginin artması yöneticilerde yersiz bir güvene neden olarak yanlış kararlar alınmasına neden olabilir.

Ölçek çalışmasına katılan 42 yöneticiden 42'si lisans eğitimi almıştır. Yöneticilerin lisans eğitimleri hakkında bilgi İktisadi, Mali ve İdari Bilimler (14 kişi), İşletme, Endüstri ve Sanayi Mühendisliği (10 kişi), Mühendislik (16 kişi) ve Diğer (2 kişi) şeklinde dört ana başlık halinde incelenmiştir. Tek yönlü

ANOVA analizi yapılırken yönetici sayısının az olması nedeniyle ve literatür dikkate alınarak yöneticilerin mali konuda eğitim almış olmaları (İktisadi, Mali ve İdari Bilimler, İşletme, Endüstri ve Sanayi Mühendisliğini seçenlerin bu başlık altında toplanarak (24 kişi)) ve mali konuda eğitim almış olmamaları (Mühendislik ve Diğer seçenlerin bu başlık altında toplanması ile (18 kişi)) şeklinde analiz edilmiştir. Yapılan tek yönlü ANOVA analizi sonucunda mali konuda eğitim alma ve güven düzeyi arasında bir fark olmadığı görülmüştür. Tanımlayıcı değerler dikkate alındığında mali konuda eğitim almayan (3,8466) yöneticilerin mali konuda eğitim alan (3,7500) yöneticilerden daha güvenli oldukları görülmüştür. Elde edilen bu sonuç Baccar, Mohamed ve Buori (2013) çalışmasında adı geçen Mohamed, Fairchild, Baccar ve Bouri (2012) çalışmalarına benzerlik göstermemektedir. Mali konuda eğitim almamış yöneticilerin mali konuda eğitim almış yöneticilerden daha güvenli davranış sergileme nedeni deneyimden kaynaklanıyor olabilir.

Çalışmada yöneticilerin yüksek lisans eğitimleri hakkında bilgi İktisadi, Mali ve İdari Bilimler (4 kişi), İşletme, Endüstri ve Sanayi Mühendisliği (9 kişi), Mühendislik (6 kişi) ve Diğer (4 kişi) şeklinde dört ana başlık halinde incelenmiştir. Tek yönlü ANOVA analizi yapılırken yönetici sayısının az olması nedeniyle ve literatür dikkate alınarak yöneticilerin mali konuda eğitim almış olmaları (İktisadi, Mali ve İdari Bilimler, İşletme, Endüstri ve Sanayi Mühendisliğini seçenlerin bu başlık altında toplanarak (13 kişi)) ve mali konuda eğitim almış olmamaları (Mühendislik ve Diğer seçenlerin bu başlık altında toplanması ile (10 kişi)) şeklinde analiz edilmiştir. Yöneticilerin yüksek lisans eğitimleri ile güven düzeyleri arasında bir farklılık olup olmadığını incelediğimizde anlamlı bir farklılık olmadığı görülmüştür. Fakat tanımlayıcı değerlere baktığımızda mali konuda eğitim alan yöneticilerin (3,8881) mali konuda eğitim almayan yöneticilerden (3,7455) daha güvenli oldukları görülmektedir. Elde edilen bu sonuç Baccar, Mohamed ve Buori (2013) çalışmasında adı geçen Mohamed, Fairchild, Baccar ve Bouri ve Ben-David, Graham ve Harvey (2007) çalışmalarına benzerlik göstermektedir. Araştırmaya katılan yöneticilerin eğitim düzeyi arttıkça alınan eğitimin yönetici güvenini artırdığı söylenebilir. Yöneticilerin mali konularda

eğitim alması yöneticilerin iyimser davranmasına ve bilgi yanılması yaşamasına neden olarak daha güvenli davranış sergilemelerinde etkili olabilir.

Ölçek çalışmasına katılan 42 yöneticiden 1 kişi doktora eğitimi aldığı için bu değişken için analiz yapılmamıştır.

leği cevaplayan 42 yöneticinin 10'u 5 yıl veya daha az süredir bu firmada çalışmakta iken, 8'i 6-10 yıldır, 10'u 11-15 yıldır, 5'i 16-20 yıldır ve 9'u 21 veya daha fazla yıldır bu firmada çalışmaktadır. Yapılan tek yönlü ANOVA analizi sonucunda güven düzeyi ile firmada çalışma süresi arasında anlamlı bir farklılık olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Tanımlayıcı değerlere bakıldığında 6-10 yıl arası çalışma süresi olan yöneticilerin güven düzeylerinin en yüksek olduğu görülmektedir. Yöneticilerin yöneticilik tecrübelerinin daha erken yıllarında güvenli davranış sergilemeleri kendine atfetmeden kaynaklanıyor olabilir. Elde edilen bu sonuç yöneticilik süresi artıkça yöneticilerin aşırı güven düzeylerinin de artığını belirten Malmendier ve Tate (2008) ve Yim (2013) alışmalarına benzerlik göstermemektedir. Yöneticilerin yöneticilik süresi artıkça güven düzeylerinin azalmasının nedeni olumsuz deneyimler, başarısızlıklar ve firmanın yaşından kaynaklanıyor olabilir. Yeni bir firmada örgütlenme tam anlamı ile gerçekleştirilemedi ise yönetici birçok konuda kendi karar almak zorunda kalabilir. Fakat bir yöneticinin her konuda uzmanlaşmış olması söz konusu olmayabilir. Bu durumda yöneticileri güvenli davranış sergilemeye yöneltebilir.

leği cevaplayan 42 yöneticinin 15'i 5 yıl veya daha azdır şuan çalışmakta oldukları firmada yöneticilik görevinde bulunmuş, 11'i 6-10 yıldır, 10'u 11-15 yıl arasında, 5'i 16-20 yıl arasında ve 3' 21 yıl veya daha fazladır bu firmada yöneticilik görevinde bulunmuştur. Yapılan tek yönlü ANOVA analizi sonucunda güven düzeyi ile şuan çalışılan firmada yönetici olma süresi arasında anlamlı bir farklılık olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Tanımlayıcı değerlere baktığımızda yöneticilik tecrübesi artıkça yöneticilerin güven düzeyinin artığı görülmektedir. Elde edilen bu sonuç yöneticilik süresi artıkça yöneticilerin aşırı güven düzeylerinin de artığını belirten Malmendier ve Tate (2008) ve Yim (2013) alışmalarına benzerlik göstermektedir. Yöneticilerin



tecrübelerinde yaşanan artış yöneticilerin riskleri daha hafife almasına neden olarak güvenli davranış sergilemelerine yol açabilir.

Ölçeği cevaplayan 42 yöneticinin 14'ü daha önce başka bir firmada yöneticilik görevinde bulunmamış, 7'si 3 ve ya daha az yıldır, 7'si 3-8 yıl arasında, 7'si 9-14 yıl arasında, 4'ü 15-20 yıl arasında ve 3'ü 21 yıl veya daha fazladır başka bir firmada yöneticilik görevinde bulunmuştur. Yapılan tek yönlü ANOVA analizi sonucunda güven düzeyi ile şuan çalışılan firmadan önce başka bir firmada yönetici olma süresi arasında anlamlı bir farklılık olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Tanımlayıcı değerlere baktığımızda en yüksek güven düzeyine 21 yıl ve daha fazla yıldır (3,9697) yöneticilik yapan yöneticilerde rastlanmıştır. Elde edilen bu sonuç Malmendier ve Tate (2008) ve Yim (2013) çalışmalarına benzerlik göstermektedir. Yöneticilerin başka bir firmada da yöneticilik görevinde bulunmaları yöneticilerin riskleri daha hafife almasına neden olarak güvenli davranış sergilemelerine yol açabilir.

Yönetici demografik özellikleri ile güvensizlik düzeyi arasındaki farklılığa ilişkin hipotezler aşağıdaki gibi belirlenmiştir.

Ana Hipotez 2: Güvensizlik düzeyine göre oluşan demografik özellikler arasında fark vardır.

*Ana Hipotez2 için Alt Hipotezler*

H2a: Cinsiyete göre güvensizlik düzeyinde bir fark vardır.

H2b: Yaşa göre güvensizlik düzeyinde bir fark vardır.

H2c: Medeni duruma göre güvensizlik düzeyinde bir fark vardır.

H2d: Eğitim düzeyine göre güvensizlik düzeyinde bir fark vardır.

H2e: Alınan lisans eğitimine göre güvensizlik düzeyinde bir fark vardır.

H2f: Alınan yüksek lisans eğitimine göre güvensizlik düzeyinde bir fark vardır.

H2g: Alınan doktora eğitimine göre güvensizlik düzeyinde bir fark vardır

H2h: Şu an görev yapmakta olunan firmada çalışılan süreye göre güvensizlik düzeyinde bir fark vardır.

H2i: Şu an görev yapmakta oldukları firmada yönetici olarak çalışılan süreye göre güvensizlik düzeyinde bir fark vardır.

H2i: Başka bir firmada yönetici olarak çalışılan süreye göre güvensizlik düzeyinde bir fark vardır.

Tablo 9’da yönetici demografik özellikleri ile güvensizlik düzeyleri arasında bir fark olup olmadığının incelendiği tek yönlü ANOVA analiz sonuçları yer almaktadır.

**Tablo 9:** Yönetici Demografik Özellikleri İle Güvensizlik Düzeyi Farklılığına İlişkin Tek Yönlü ANOVA Analizi

			<b>Kareler Toplamı</b>	<b>F</b>	<b>sig</b>	<b>mean</b>
<b>Cinsiyet</b>	<b>Erkek</b>	Gruplar	0,143	0,414	0,524	2,1068
	<b>Kadın</b>	arasından	13,805			
		Grup içinde	13,948			
		Toplam	13,948			
<b>Yaş</b>	<b>31-40</b>	Gruplar	2,076	2,215	0,102	2,4167
	<b>41-50</b>	arasından	11,872			
	<b>51-60</b>	Grup içinde	13,948			
	<b>61 ve üzeri</b>	Toplam	13,948			
<b>Medeni Durum</b>	<b>Evlü</b>	Gruplar	0,607	0,193	0,663	2,1360
	<b>Bekar</b>	arasından	13,881			
		Grup içinde	13,948			
		Toplam	13,948			
<b>Eğitim Düzeyi</b>	<b>Lisans</b>	Gruplar	2,134	3,522	0,039	2,3596
	<b>Yüksek Lisans</b>	arasından	11,814			
	<b>Doktora</b>	Grup içinde	13,948			
		Toplam	13,948			
<b>Lisans Eğitim</b>	<b>Mali konuda eğitim alan</b>	Gruplar	0,583	1,710	0,199	2,2361
	<b>Mali konuda eğitim almayan</b>	arasından	12,966			
		Grup içinde	13,549			
		Toplam	13,549			
<b>Yüksek Lisans Eğitim</b>	<b>Mali konuda eğitim alan</b>	Gruplar	0,089	0,383	0,554	2,0641
	<b>Mali konuda eğitim almayan</b>	arasından	3,960			
		Grup içinde	4,050			
		Toplam	4,050			
<b>Firmada Çalışma Süresi</b>	<b>5 yıl ve az</b>	Gruplar	1,562	1,166	0,341	2,0667
	<b>6-10</b>	arasından	12,386			
	<b>11-15</b>	Grup içinde	13,948			
	<b>16-20</b>	Toplam	13,948			
	<b>21 ve üzeri</b>					
<b>Firmada Yöneticilik Süresi</b>	<b>5 yıl ve az</b>	Gruplar	0,327	0,972	0,434	2,0641
	<b>6-10</b>	arasından	12,621			
	<b>11-15</b>	Grup içinde	13,948			
	<b>16-20</b>	Toplam	13,948			
	<b>21 ve üzeri</b>					
<b>Başka Firmada Yöneticilik Süresi</b>	<b>Hayır</b>	Gruplar	3,117	2,072	0,092	2,3095
	<b>3 yıl ve daha az</b>	arasından	10,830			
	<b>3-8 yıl</b>	Grup içinde	13,948			
	<b>9-14</b>	Toplam	13,948			
	<b>15-20</b>					
	<b>21 ve daha fazla</b>					

Tablo 9'a göre erkek ve kadın yöneticilerin güvensizlik düzeyleri arasında bir farklılık yoktur. Analizdeki tanımlayıcı değerler dikkate alındığında kadın yöneticilerin (2,3333) erkek yöneticilere (2,1068) göre güven düzeylerinin daha düşük olduğu söylenebilir.

Sonuçlar incelendiğinde yaş ile yönetici güvensizlik düzeyi arasında anlamlı bir farklılık olmadığı gözlemlenmiştir. Tanımlayıcı değerler göz önüne alındığında yöneticilerin yaşı artıkça güvensizlik düzeyleri azalmaktadır.

Yapılan tek yönlü ANOVA analizi sonucunda evli ve bekar yöneticilerin güvensizlik düzeylerinde bir farklılaşma söz konusu değildir. Tanımlayıcı değerler dikkate alındığında da evli (2,1360) ve bekar (2,000) yöneticiler arasında çok küçük bir farkla evli yöneticilerin daha güvensiz olduğu ifade edilebilir.

Analiz sonucu elde edilen bulgulara göre eğitim düzeyi ile güvensizlik arasında %5 önem düzeyinde anlamlı bir farklılık bulunmuştur. Tanımlayıcı değerler lisans eğitimi alan yöneticilerin (2,3596) en güvensiz kişiler olduğunu göstermiştir. Yüksek lisans eğitimi alanların 1,9470 değerinde, doktora eğitimi alan yöneticilerin 1,5000 değerinde güvensiz oldukları görülmüştür. Bu durum eğitim düzeyi artıkça yöneticilerin güven düzeyinin arttığını ifade etmektedir.

Tek yönlü ANOVA analizi yapılırken yönetici sayısının az olması nedeniyle ve literatür dikkate alınarak yöneticilerin mali konuda eğitim almış olmaları (İktisadi, Mali ve İdari Bilimler, İşletme, Endüstri ve Sanayi Mühendisliğini seçenlerin bu başlık altında toplanarak (13 kişi) ve mali konuda eğitim almamaları (Mühendislik ve Diğer seçenlerin bu başlık altında toplanması ile (10 kişi)) şeklinde analiz edilmiştir. Yöneticilerin lisans eğitimleri ile güvensizlik düzeyleri arasında bir farklılık olup olmadığını incelediğimizde anlamlı bir farklılık olmadığı görülmüştür. Fakat tanımlayıcı değerlere baktığımızda mali konuda eğitim alan yöneticilerin (2, 2361) mali konuda eğitim almayan yöneticilerden (1,9896) daha güvensiz oldukları görülmektedir.

Tek yönlü ANOVA analizi yapılırken yönetici sayısının az olması nedeniyle ve literatür dikkate alınarak yöneticilerin mali konuda eğitim almış olmaları (İktisadi, Mali ve İdari Bilimler, İşletme, Endüstri ve Sanayi Mühendisliğini seçenlerin bu başlık altında toplanarak (24 kişi)) ve mali konuda eğitim almış olmamaları (Mühendislik ve Diğer seçenlerin bu başlık altında toplanması ile (18 kişi)) şeklinde analiz edilmiştir. Yapılan tek yönlü ANOVA analizi sonucunda mali konuda yüksek lisans eğitimi alma ve güvensizlik düzeyi arasında bir fark olmadığı görülmüştür. Tanımlayıcı değerler dikkate alındığında mali konuda eğitim alanlar (2,0461) yöneticilerin mali konuda eğitim almayanlar (1,9167) yöneticilerden daha güvensiz oldukları görülmüştür.

Ölçek çalışmasına katılan 42 yöneticiden 1 kişi doktora eğitimi aldığı için bu değişken için analiz yapılmamıştır.

Elde edilen bulgular sonucunda güvensizlik düzeyi ile firmada çalışma süresi arasında anlamlı bir farklılık olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Tanımlayıcı değerlere bakıldığında 21 yıl ve daha fazla yıl arası çalışma süresi olan yöneticilerin güvensizlik düzeylerinin en yüksek olduğu görülmektedir.

Yapılan tek yönlü ANOVA analizi sonucunda güvensizlik düzeyi ile şuan çalışılan firmada yönetici olma süresi arasında anlamlı bir farklılık olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Tanımlayıcı değerlere bakıldığında 16-20 yıl arası çalışma süresi olan yöneticilerin güvensizlik düzeylerinin en yüksek olduğu görülmektedir.

Analizden elde edilen sonuçlara göre güvensizlik düzeyi ile başka bir firmada yönetici olarak çalışma süresi arasında anlamlı bir farklılık olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Tanımlayıcı değerlere bakıldığında en güvensiz bireylerin 3 yıl veya daha az yıldır başka bir firmada yöneticilik deneyimi olmayan yöneticiler olduğu görülmektedir.

### 3.5.2.2. Yönetici Güveni İle Birleşme ve Satın Alma Arasındaki Etkinin İncelenmesi

Firmada alınan finansal kararlardan biri birleşme ve satın alma kararıdır. Yapılan ölçek çalışmasında yöneticilere aldıkları birleşme ve satın alma kararları ile ilgili de sorular sorulmuştur. Sorulan bu sorularla ilgili değişkenlerimiz arasında bir etkinin olup olmadığının incelenmesi için gerekli veriler sağlanmış olup bu konu ile ilgili basit regresyon analizi yapılmıştır.

Araştırmanın bu kısmında yöneticilerin bu firmada ve daha önce yöneticilik görevinde buldukları firmada gerçekleştirmiş oldukları birleşme ve satın alma ile yönetici güveni arasında bir etki olup olmadığı regresyon yöntemi yardımıyla incelenmiştir. Bu amaç doğrultusunda çalışmanın bu kısmında bağımlı değişken olarak yöneticilerin birleşme ve satın alma gerçekleştirmeleri kullanılmıştır. Bağımlı değişken oluşturulurken çalışmanın birinci kısmında, bu firmada ve daha önce yöneticilik görevinde bulunan firmada gerçekleştirilen birleşme ve satın alma ortalamaları kullanılmıştır. Bağımsız değişken olarak ise yöneticilerin güven faktörü altında yer alan ifadelerle verdikleri cevapların ortalaması olan güven değişkeni kullanılmıştır. Regresyon modeli aşağıdaki gibi oluşturulmuştur;

$$Y = \alpha + \beta X + \varepsilon$$

şeklinde bir bağımlı ve bir de bağımsız değişken içeren bir modeldir. Bu modelde;

**Y**; bağımlı değişkeni olup, yöneticilerin en son çalıştıkları ve daha önce çalıştıkları firmada gerçekleştirdikleri birleşme ve satın almaları göstermektedir.

**X**; bağımsız değişkeni (sebebe değişkeni) olup, yöneticilerin finansal karar alırken ki güven düzey ortalamalarını gösteren güven değişkenidir.

$\alpha$ ; sabit olup  $X=0$  olduğunda  $Y$ 'nin aldığı değerdir.

$\beta$ ; regresyon katsayısı olup,  $X$ 'in kendi birimi cinsinden 1 birim değişmesine karşılık  $Y$ 'de kendi birimi cinsinden meydana gelecek değişme miktarını ifade eder.

$\epsilon$ ; tesadüfi hata terimi olup ortalaması sıfır varyansı  $\sigma^2$  olan normal dağılım gösterdiği varsayılır. Bu varsayım parametre tahminleri için değil katsayıların önem kontrolleri için gereklidir.

Yapılan inceleme sonucunda şu an yöneticilik görevinde bulunan firmada birleşme ve satın alma gerçekleştiren yönetici sayısı 20 iken, birleşme ve satın alma gerçekleştirilmeyen yönetici sayısı 22'dir. Ayrıca daha önce yöneticilik görevinde buldukları firmada birleşme ve satın alma gerçekleştiren yönetici sayısı 19'dur. Daha önce yöneticilik görevinde buldukları firmada birleşme ve satın alma gerçekleştirilmeyen yönetici sayısı 23'dür. Birleşme ve satın alma ortalamasının bağımlı değişken güven ortalamasının bağımsız değişken olarak kullanılması sonucu elde edilen regresyon sonucu Tablo 10'da yer almaktadır.

**Tablo 10:** Yönetici Güveninin Birleşme ve Satın Almalara Etkisi

Güven	R	$R^2$	F
,865 (,032)	,331	,110	4,919 (,032)

Parantez içinde yer alan değerler olasılık değerlerini göstermektedir.

Elde edilen sonuca göre, bağımlı değişken gerçekleşen birleşme ve satın alma ortalaması ile bağımsız değişken güven ortalaması arasındaki korelasyon katsayısı R ile gösterilmiş olup, değeri 0,331'dir. Söz konusu değer, bağımlı değişken ile bağımsız değişken arasındaki ilişkiyi göstermektedir.

Tanımlayıcılık (determinasyon) katsayısı  $R^2$ , bağımlı değişkendeki değişimin ne kadarının bağımsız değişken tarafından açıklandığını ifade eder ve modelin evrene ne kadar uyduğu ile ilgili iyimser bir tahmindir. Genellikle model, içinden alındığı örnekleme uyduğu gibi evrene uymadığından, düzeltilmiş  $R^2$  (adjusted R square) evrene uyum iyiliğinin daha iyi yansıtılması bakımından kullanılabilir (Kanıt ve Baykan, 2004: 362). Yapılan analiz sonunda  $R^2$  değeri 0,110 olarak bulunmuştur.

Yapılan regresyon analizi sonucunda modelin %5 (Sig.0,032) önem düzeyinde anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Gerçekleştirilen birleşme ve satın almalar ile yönetici güveni arasında pozitif yönlü ve anlamlı bir ilişki söz konusudur. Bu sonuca göre yöneticilerin güven düzeyi arttıkça firmada gerçekleştirdikleri birleşme ve satın alma sayısı artmaktadır. Bu sonuç Billet ve Qian (2005) ve Doukas ve Petmezas (2007) çalışmalarına benzerlik göstermektedir. Yöneticilerin güven düzeylerindeki artışın sebebi birleşme ve satın alma kararlarının etkisinin uzun dönemde görülmesinden kaynaklanıyor olabilir. Yöneticiler genellikle birleşme ve satın alma kararlarını ard arda gerçekleştirmektedir. Gerçekleştirilen birleşme ve satın alma kararının etkisi belirlenmeden yeni bir birleşme ve satın almanın gerçekleştirilmesi yöneticilerin bu kararı doğru olarak algılamasına neden olarak yeni bir birleşme ve satın almaya sevk ediyor olabilir.

Çalışmada yöneticilerin mali konuda eğitim almalarına ilişkin bir bağımlı değişken elde edilmiştir. Bu bağımlı değişken elde edilirken lisans, yüksek lisans ve doktora eğitimlerini mali konuda ya da mali olmayan konuda eğitim alma ortalamaları dikkate alınmıştır. Elde edilen bu değişken ve güven ortalamasını içeren güven değişkeninin bağımsız değişken olduğu bir model oluşturulmuştur. Oluşturulan bu modelden istatistiki olarak anlamsız bir sonuç (sig 0,509) elde edildiğinden sonuçlara yer verilmemiştir.

Ayrıca çalışmada yöneticilik tecrübesi olarak bu firmada ve daha önceden çalışılan firmada yöneticilik yıllarının ortalaması alınarak yöneticilik tecrübesine ilişkin bir bağımlı değişken elde edilmiştir. Elde edilen bu

değişken ve güven ortalamasını içeren güven değişkeninin bağımsız değişken olduğu bir model oluşturulmuştur. Oluşturulan bu modelden istatistiki olarak anlamsız bir sonuç (sig 0,170) elde edildiğinden sonuçlara yer verilmemiştir.

### **3.6. Birleşme ve Satın Alma Gerçekleştirmiş Yöneticilerin Aşırı Güven Düzeylerinin Firma Değeri Üzerine Etkisinin Araştırılması**

Birleşme ve satın alma gerçekleştirmiş yöneticilerin aşırı güven düzeylerinin firma değeri üzerine etkisinin olup olmadığının araştırıldığı bu kısımda çalışmanın evrenini BIST’te faaliyet gösteren firmalar oluşturmaktadır.

Çalışmada kullanılan örneklem 2010:1 – 2017:12 dönemlerinde BIST’te faaliyet gösteren ve birleşme ve satın alma gerçekleştiren firmaların üst düzey yöneticilerinden oluşmaktadır. Çalışmadan kullanılacak dönem 2008 yılında yaşanan ve etkisinin 2009’da da devam ettiği finansal krizin etkilerinin araştırma dışında bırakılması amacıyla ve firma üst düzey yöneticilerine ait bilgilere ulaşmada yaşanabilecek güçlükler dikkate alınarak çalışma dönemi 2010-2017 olarak belirlenmiştir. Bu kapsamda, 2010-2017 yılları arasında BIST’de yer alan firmalardan 117 firmada birleşme ve satın alma gerçekleştirildiği sonucuna ulaşılmıştır. Bu 117 firmadan bazıları birden fazla birleşme ve satın alma gerçekleştirmiş olup, gerçekleştirilen birleşme ve satın almalar arasında en az iki yıl geçmiş olmasına dikkat edilmiştir. Ard arda gerçekleştirilen birleşme ve satın almalarda eğer iki yıl içinde birden fazla birleşme ve satın alma gerçekleştirilmiş ise gerçekleştirilen ilk birleşme ve satın alma dikkate alınmıştır. Daha sonraki birleşme ve satın alma iki yıl aradan sonra gerçekleştirilmiş ise araştırmaya dahil edilmiştir. Birleşme ve satın almalarda iki yıl farkının dikkate alınması firma değerinde yaşanacak değişimde hangi birleşme ve satın almanın etkili olduğunun tam olarak tespit edilememesi nedeniyle tercih edilmiştir. Belirlenen 117 firmadan 63 firma üst düzey yöneticisine ait bilgilere ulaşılabilmektedir. Üst düzey yöneticiler belirlenirken firmaların KAP’ta yayınlanan bildirimleri, faaliyet raporları ve firma internet sitelerinde yer alan yönetici bilgileri dikkate alınarak tespit



edilmiştir. 54 firma yöneticisi bilgilerine tam olarak ulaşamadığı için araştırma dışına çıkarılmıştır. Ayrıca İhlas Yayın Holding'e ait birleşme ve satın alma döneminin gerçekleştirildiği döneme ait kapanış fiyatlarına ve Akfen Holding tarafından gerçekleştirilen bir birleşme ve satın alma dönemine ait mali tablolara ulaşamadığı için Akfen Holding tarafından gerçekleştirilen bir birleşme ve satın alma ve İhlas Yayın holding'e ait birleşme ve satın alma araştırma dışında bırakılmıştır. Yapılan tüm incelemeler sonucunda araştırmaya 62 firma bilgilerinden yararlanılarak devam edilmiştir. Yönetici bilgisine tam olarak ulaşılabilen 62 firmanın finansal verileri sağlanarak 75 gözlem analize hazır hale getirilmiştir.

### **3.6.1. Firma Değeri ve Yönetici Aşırı Güveni Arasındaki Etkinin Belirlenmesi İçin Kullanılan Değişkenler**

Araştırmanın bu kısmında bağımlı, bağımsız ve kontrol değişkenleri kullanılmıştır. Bu değişkenlere ait bilgiler aşağıda yer almaktadır.

#### **3.6.1.1. Bağımlı Değişken**

Çalışmada bağımlı değişken olarak firma değeri kullanılacaktır. Firma değeri hesaplanırken firmaların KAP'ta yayınlanan birleşme ve satın alma kararının yönetim kurulunda onaylandığı tarih dikkate alınarak birleşme ve satın alma duyuru tarihi belirlenmiştir. Birleşme ve satın alma duyuru tarihi belirlendikten sonra üç farklı şekilde firma değeri hesaplaması yapılmıştır. Her bir firma değeri çalışmada bir model olarak kullanılmıştır.

Firma değeri olarak model 1'de firmanın gelecekteki yatırım fırsatları hakkında bilgi edinmeyi sağlayan Tobin q hesaplaması firma değeri değişkeni olarak kullanılmıştır. Yüksek bir Tobin q değeri firma için bir yatırım fırsatını işaret etmektedir. Bir yönetici yatırım kararı alırken yatırım için gerekli

fonların temini ile ilgili bilgiye gerek duymaktadır. Firmada yaratılan fonlar yöneticilerin yatırım kararında etkili olmaktadır. Tobin q hesaplaması yönetici aşırı güveni ve firma değeri arasındaki ilişkinin incelendiği Kasiani, Namazian, Zeydabadi ve Tanhinejad (2015) çalışmasından yola çıkılarak aşağıdaki ifade edildiği gibi hesaplanmıştır;

$$\text{Tobin } q = (\text{Piyasa Değeri} - \text{Borçların Defter Değeri}) / \text{Toplam Varlıkların Defter Değeri}$$

Tobin q hesaplaması birleşme ve satın alma öncesi ve sonrası için 12 aylık veriler dikkate alınarak ayrı ayrı yapılmıştır. Öncelikle piyasa değerini hesaplamak için bir aylık günlük kapanış fiyatlarının ortalaması alınarak ortalama aylık kapanış fiyatlarına ulaşılmıştır. Her bir ay için ortalama aylık kapanış fiyatları ile hisse senedi sayısı çarpılarak piyasa değerine ulaşılmıştır. Her bir ay için ulaşılan piyasa değerinden çeyrek dönemlik olarak yayınlanan mali tablolarda yer alan borçların defter değeri düşülmüş ve elde edilen bu değer çeyrek dönemlik mali tabloda yer alan toplam varlık değerine bölünmüştür.

Daha sonra birleşme ve satın alma öncesi ve sonrasına ait yapılan 12 aylık Tobin q hesaplamalarının ortalaması alınarak birleşme öncesi ve sonrası Tobin q değerlerine ulaşılmıştır. Birleşme öncesi Tobin q değerinin birleşme sonrası değerindeki değişim firma değeri olarak alınmıştır. Birleşme öncesi Tobin q değerinin birleşme sonrası değerindeki değişimin firma değeri olarak kullanılması bize doğru bir yatırım kararı alınıp alınmadığı hakkında bilgi sağlarken, alınan bu karar ve üst düzey yönetici aşırı güveni ile firma değeri arasında bir etkinin olup olmadığı hakkında bilgi sağlayacağı düşünülmüştür.

Model 2 için kullanılacak bağımlı değişken borsa değerine dayanan firma değeridir. Firmaların borsa değerleri hisse senedi sayısı ile hisse senedi fiyatı çarpılarak elde edilmiştir. Borsa değerinin firma değeri olarak kullanılmasının nedeni birleşme ve satın alma kararlarının firmanın borsa

değerine hızlı bir şekilde yansımından ileri gelmektedir. Bilindiği üzere birleşme ve satın alma kararının etkisi uzun dönemde gerçekleşmektedir. Fakat yöneticiler ard arda birleşme ve satın alma kararı aldıklarında bu etkinin tam olarak belirlenmesi mümkün olmamaktadır. Çalışmada kullandığımız birleşme ve satın almalar genellikle birden fazla olarak gerçekleştiğinden kısa dönemli etkinin belirlenmesinin daha sağlıklı olacağı düşünülmüştür. Bu amaçla birleşme öncesi borsa değerinin birleşme sonrası değerindeki değişim firma değeri olarak alınmıştır. Firma değeri olarak birleşme öncesi borsa değerinin birleşme sonrası değerindeki değişimi belirlemek için firmaların 12 aya ait aylık borsa değeri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır;

$$R_{it} = P_{it} - P_{it-1} / P_{t-1}$$

$R_{it}$  = Firmanın borsa değerindeki değişim

$P_{it}$  = Firmanın t dönemine ait borsa değeri

$P_{it-1}$  = Firmanın t-1 dönemine ait borsa değeri

Daha sonra birleşme ve satın alma duyuru tarihi öncesi ve sonrası için 12 aya ait borsa değerlerinin ortalaması alınmıştır. Bu ortalamalar arasındaki fark hesaplanarak firma değeri değişkeni elde edilmiştir.

Model 3'de firma değeri için girişim değeri kullanılmıştır. Her bir firmaya ait girişim değeri Taner ve Akkaya (2003) çalışmasında kullanılan hesaplama dikkate alınarak yapılmıştır. Girişim değeri aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır;

$$\text{Firma Değeri} = \text{Piyasa Değeri} + \text{Net Nakit}$$

$$\text{Net Nakit} = (\text{Nakit} + \text{Menkul Kıymet}) - \text{Toplam Finansal Borçlar}$$

Firmalara ait girişim değerinin hesaplamak için bir aylık günlük hisse senedi kapanış fiyatlarının ortalaması alınarak aylık ortalama kapanış fiyatına ulaşılmıştır. Daha sonra hisse senedi aylık ortalama kapanış fiyatları ile hisse

senedi sayısı çarpılmış, çeyrek mali tablolardan yararlanarak net nakitleri hesaplanmıştır. Elde edilen net nakit firmaların piyasa değerine eklenmiştir. Bu işlem birleşme ve satın alma işleminin öncesi ve sonrasına ait 12 ay için ayrı ayrı yapılmıştır. Her bir 12 ay için hesaplanan girişim değerinin ortalaması alınarak birleşme ve satın alma öncesi ve sonrası için ayrı ayrı girişim değeri bulunmuştur. Birleşme ve satın alma sonrası girişim değerinden birleşme ve satın alma öncesi girişim değeri çıkarılarak birleşme ve satın alma öncesi girişim değerine bölünmüş ve elde edilen girişim değeri firma değeri değişkeni olarak kullanılmıştır. Bu değişkenin kullanılma amacı firma borçlarını üstlenmek istemeyen yatırımcıların girişim değerine bakarak yatırım kararı almaları göz önünde bulundurularak aşırı güveninin firma değeri üzerinde bir etkisinin var olup olmadığını belirlemektir.

### **3.6.1.2. Bağımsız Değişken**

Çalışmada bağımsız değişken olarak aşırı güven değişkeni kullanılmıştır. Tüm modellerde bağımsız değişkenimiz aynı kullanılacaktır.

Yönetici aşırı güveni üzerine yapılan çalışmalarda aşırı güveni temsil eden değişkenin ne olması gerektiği konusunda kesin bir fikir birliği mevcut değildir. Literatür incelemesi sonucunda aşırı güvenin çalışmalara yöneticinin kişisel özellikleri, yöneticilerin portföylerinde buldukları hisse senetleri ve hisse senedi opsiyonları, yöneticilerin kazanç tahminleri, yönetici tazminatları vb. kullanılarak dahil edildiği görülmüştür. Yapılan incelemeler sonucunda aşırı güven belirlenirken kullanılan verilerin çoğuna ulaşılamadığından yönetici kişisel özelliklerinden yola çıkarak aşırı güven değişkeni oluşturmak zorunda kalınmıştır. Literatür dikkate alındığında yöneticinin demografik özelliklerinden yola çıkarak aşırı güven değişkeni oluşturulurken kullanılacak demografik özellikleri aşağıdaki gibi sıralanabilir;

- Yönetici Cinsiyeti,
- Yöneticinin Medeni Durum,
- Yönetici Yaşı,
- Yönetici Eğitimi,
- Yöneticilik Deneyimi,
- Yöneticilerin Gerçekleştirmiş Oldukları Satın Alma İşlemleri,
- Yöneticinin Satın Almayı Nasıl Finanse Ettiği,
- Yöneticilerin Yönetim Kurulunda Yer Alması.

Çalışmanın bu kısmında yönetici aşırı güveninin tespiti için literatür taranarak firmalarda birleşme ve satın almaya karar verirken etkili olduğu düşünülen yöneticilerin kişisel özelliklerine dayanan bir aşırı güven değişkeni oluşturulmuştur. Aşırı güven değişkeninin oluşturulmasında uygun olduğu düşünülen kişisel özellikler hakkındaki bilgilere aşağıda yer verilmiştir.

Yapılan çalışmalarda, hem erkeklerin hem de kadınların aşırı güven sergiledikleri tespit edilmişken, erkeklerin genellikle kadınlardan daha aşırı güvenli oldukları bulunmuştur. Ayrıca yapılan çalışmalarda erkeklerin mali konularda kendilerini kadınlardan daha yetenekli hissetme eğiliminde oldukları ifade edilmiştir. Bu durumun da genelde erkeklerin kadınlara göre finansal kararlar alma konusunda daha fazla güvene sahip olmalarına neden olduğu belirtilmiştir (Barber ve Odean, 2005: 560; Nofsinger, 2001: 25).

Elde edilen bu sonuçtan yola çıkılarak yönetici cinsiyetinin aşırı güven düzeyini etkilediği ve bu etkinin dikkate alınarak çalışmada kullanılması gerektiğine karar verilmiştir. Fakat bu çalışmada verilerine tam olarak ulaşılan yöneticilerin tamamının cinsiyeti erkek olduğundan ve farklılığın belirlenmesine katkısı olmayacağı düşünüldüğünden yönetici cinsiyeti aşırı güven değişkenine dahil edilememiştir.

Barber ve Odean'ın (2001) çalışmasında erkek yatırımcıların kadın yatırımcılardan daha aşırı güvenli olmasının yanı sıra ciro ve getiri

performansındaki farklılıkların en çok bekar erkek ve bekar kadınlar arasında belirgin olduğu sonucu elde edilmiştir.

Elde edilen bu bulgudan yola çıkarak yönetici aşırı güveninde medeni durumun etkili olduğu görülmüştür. Fakat bizim araştırmamızın sonucunda araştırmaya dahil edilecek olan yöneticilerin bir tanesi hariç diğerlerinin tamamının evli olduğu (medeni durum) tespit edildiğinden aşırı güven değişkenine dahil edilmemiştir.

Yönetici özelliklerinin satın alma üzerindeki etkisine odaklanan çalışmalarda, genç yöneticilerin, daha güçlü tazminat teşvikleri nedeniyle satın alma faaliyetlerini daha sık gerçekleştirme ihtimali bulunduğu belirtilmiştir. Bu bulguları destekleyen Ferris, Jayaraman ve Sabherwal 2013 çalışmasında yaş ilerledikçe ihtiyatlılığın artacağından aşırı güvenin kişinin yaşı ile ters ilişkili olduğunu vurgulamaktadır. Bu nedenle, genç yöneticiler daha muhafazakar karar verme davranışı sergileyen yaşlı yöneticilere kıyasla, daha fazla risk almakta ve daha yüksek bir edinim gücü elde etmektedirler (Ferris, Jayaraman ve Sabherwal 2003'den akt. Kilian ve Schindler, 2014: 46).

Çalışmada yönetici yaşı, aşırı güven değişkenine dahil edilirken hangi yaştaki yöneticilerin genç, hangi yaştaki yöneticilerin yaşlı olduğunu tespit etmek için literatür taranmıştır. Yapılan tarama sonucunda çalışmalarda, çalışmalara dahil edilen grup göz önünde bulundurularak bir grupta yapıldığı ve çalışmadan çalışmaya genç olarak adlandırılan yöneticilerin alt ve üst yaş sınırının değiştiği tespit edilmiştir. Yapılan inceleme sonucu elde edilen farklı sonuçlar daha genel bir sınıflandırmanın yapıp yapılmadığının araştırılması gerekliliğini doğurmuştur. Daha sonra dünya sağlık örgütünün yaş aralıkları incelenmiş ve inceleme sonucunda 18-65 arasının genç olarak adlandırıldığı görülmüştür. Çalışmada ki yönetici yaşlarının 29-69 yaş aralığı arasında yer aldığı düşünüldüğünde yöneticilerin Dünya Sağlık Örgütü tarafından genç olarak adlandırıldığı görülmüş ve çalışmadaki en genç yöneticilerin belirlenmesi için öncelikle yönetici yaşlarının ortalaması alınmıştır.

Elde edilen bu ortalama dikkate alınarak ortalamanın altında kalan yöneticilerin yaşları tekrar toplanarak ortalaması alınmış ve bu ortalamanın altında kalan yöneticilerin grubun en genç yöneticileri olduğuna karar verilmiştir. Yaş aralıklarının belirlenmesinde keyfi bir belirleme yerine ortalamalardan yola çıkılarak yapılacak sınıflandırmanın daha sağlıklı olacağı düşünülmüştür. Ortalamalar dikkate alınarak yapılan araştırma sonucunda 41 yaş ve altı yöneticilerin genç oldukları ve literatüre dayanarak genç yöneticilerin daha aşırı güvenli oldukları göz önünde bulundurularak 41 ve altı yaş yöneticilere 1 puan, 42 ve daha fazla yaşa sahip olan yöneticilere 0 puan verilerek aşırı güven değişkenine dahil edilmiştir.

Bilgi yanılsaması (illusion of knowlege), insanların daha fazla bilgiye sahip olduklarında tahminlerinin doğruluğunun artacağına inanmasıdır ve bu durum aşırı güvene neden olmaktadır. Herhangi bir konuda daha fazla bilgi edinme kişinin daha iyi kararlar vermesini sağlarken her zaman faydalı olduğundan söz edilemez. Çünkü artan bilgi her zaman mutlaka daha fazla bilgiye yol açmamaktadır. Bu durum üç nedenden kaynaklanabilir. İlk olarak bazı bilgiler kişiye yardımcı olamamasının yanı sıra kişinin var olan bilgiyi değerlendirerek yanlıya yönelmesine neden olabilir. İkincisi çoğu insan sahip olduğu bilgiyi yorumlamak için gerekli olan eğitim ve tecrübeye sahip olmayabilir. Son olarak ise insanlar yeni bilgiyi, inançlarını ve daha önceki kararlarını destekler şekilde yorumlama eğilimindedir (Nofsinger, 2001: 15).

Bertrand ve Schoar (2003) çalışmalarında 1969-1999 yılları arasında Forbes 800’de yer alan en büyük ABD firmalarının verilerini kullanarak yöneticilerin kurumsal karar alma süreçlerinde sistematik davranış farklılıkları incelenmiştir. Araştırma sonucunda yöneticilerin davranışlarındaki farklılıkların kısmen gözlemlenebilir bazı yönetsel özelliklere bağlanabileceği ve MBA derecesine sahip yöneticilerin daha agresif stratejiler izlerken, daha yaşlı yöneticilerin, ortalama olarak daha muhafazakar olduğu bulunmuştur.

Mohamed, Fairchild, Baccar ve Bouri 2012 çalışmalarında yöneticilerin aldığı eğitiminin, yöneticilerde iyimserlik önyargısının ortaya çıkışı üzerinde büyük bir etkisi olabileceğini, mali eğitim görmüş yöneticilerin

kurumsal kararlar alırken daha irrasyonel davranabilecekleri ve yöneticilerin mali eğitim alması durumunda, iyimserlik veya aşırı güven yanılığının artabileceği sonucuna ulaşılmıştır (Mohamed, Fairchild, Baccar ve Bouri 2012'den akt. Baccar, Mohamed ve Buori, 2013: 293).

Yapılan ölçek çalışması sonucunda tanımlayıcı değerler yöneticilerin hem eğitim düzeyi artıkça hem de mali konuda eğitim almış olmaları durumunda güven düzeylerinin arttığını göstermiştir. Yapılan ölçek çalışması ve literatürden elde edilen sonuçlardan yola çıkılarak yönetici eğitimi aşırı güven değişkenine dahil edilmiştir. Yöneticilerin eğitim düzeyleri ile ilgili üç farklı puanlama yapılmıştır. İlk puanlamada yöneticinin lisans ve lisansüstü eğitim yapıp yapmadığı göz önünde bulundurulmuştur. Bu puanlamada bilgi yanılmasına ve literatüre dayanarak lisansüstü eğitime sahip yöneticilerin daha aşırı güvenli oldukları düşünüldüğü için yönetici lisansüstü eğitime sahip ise 1, değil ise 0 puan verilmiştir. İkinci puanlamada yöneticinin eğitimini mali konuda yapıp yapmaması dikkate alınmıştır. Eğer yönetici lisans ya da lisansüstü eğitiminden herhangi birini mali konularda yapmışsa 1, yapmamış ise 0 puan verilmiştir. Üçüncü puanlamada ise yöneticinin eğitimini yurt içinde ya da yurt dışında yapması göz önünde bulundurulmuş yapılmıştır. Literatürde böyle bir ayırım olmakla birlikte yurtiçi ve yurt dışı eğitimin kişinin aşırı güven düzeyinde etkili olduğu düşünüldüğü için değişkene dahil edilmiştir.

Malmendier ve Tate (2008) ve Yim (2013), bir yöneticinin görev süresiyle satın alma faaliyetlerinin arttığını ve uzun süredir devam eden yöneticilerin firmalarında kümülatif anormal getirilerinin azaldığını belirtmişlerdir. Ayrıca sonuçlar yöneticilik süresi artıkça yöneticilerin aşırı güven düzeylerinin de arttığını göstermiştir.

Yapılan ölçek çalışması sonucunda yöneticinin yöneticilik tecrübesi artıkça yöneticinin güven düzeyinin arttığı görülmüştür. Çalışmada yöneticilerin deneyimleri iki farklı şekilde değerlendirmeye tutularak aşırı güven değişkenine dahil edilmiştir. Yöneticinin bu firmadan önce başka bir firmada yöneticilik deneyimine sahip olması aşırı güvende etkili olacağından



yöneticinin başka bir firmada yöneticilik deneyimi olması durumunda 1, yöneticilik deneyimi olmaması durumunda 0 puan verilmiştir. İkinci değerlendirmede ise, yöneticinin birleşme ve satın alma gerçekleştirdiği firmadaki yöneticilik deneyim yılı dikkate alınmıştır. Çalışmada yöneticilerin deneyimleri belirlenirken yaş değişkeninde yapılan değerlendirme takip edilmiştir. Yöneticilerin deneyim yıllarının ortalaması alınmış, daha sonra üst dilimde yer alan yılların tekrar ortalaması alınarak en üst dilim belirlenmiştir. Bu hesaplamalar sonunda deneyimi 14 ve daha fazla yıl olan yöneticilere 1, diğer yöneticilere 0 puan verilmiştir.

Billet ve Qian (2005), 1980-2002 yılları arasında 4,051 satın almanın bir örneğini kullanarak birinciden sonraki satın alma anlaşmaları için negatif bir kümülatif anormal getiri (CAR) bulmuşlar ve sonuçların yönetsel aşırı güveni ile tutarlı olduğunu ifade etmişlerdir. Laamanen ve Keil 2008 yılında yapmış oldukları çalışmada, birden fazla satın alma gerçekleştiren firmaların pazar performansını incelemişler ve yüksek oranlı satın almalar ve yüksek orandaki değişkenliğin, üç yıl içinde firmaların pazar performansını olumsuz yönde etkilediğini bulmuşlardır (Laamanen ve Keil 2008'den akt. Baker vd., 2012: 15).

Yapılan ölçek çalışması sonucunda yöneticilerin gerçekleştirmiş oldukları birleşme ve satın alma ile güven düzeyleri arasında pozitif %5 önem düzeyinde istatistiki olarak anlamlı bir etki tespit edilmiştir. Elde edilen bu sonuç yöneticilerin güven düzeyi arttıkça birleşme ve satın alma sayısının arttığını göstermiştir. Elde edilen bu sonuç ve literatürden yola çıkılarak çalışmada yöneticilerin 2 ve daha fazla birleşme ve satın alma gerçekleştirmeleri durumunda aşırı güven düzeylerinin artacağı düşünüldüğünden 2 ve daha fazla birleşme ve satın alma gerçekleştiren yöneticilere 1, 1 birleşme ve satın alma gerçekleştiren yöneticilere 0 puan verilmiştir.

Satın alma performansı, satın almanın ödeme şeklinden etkilenebilir. Çalışmalar, nakit şeklinde gerçekleşen alımların, hisse senedi şeklinde gerçekleşen alımlardan daha fazla olduğunu, nakit alımların hisse senedi ile

alımlara göre birleşme ve satın almayı hızlandırılabilceğini ve rakip tekliflerin ortaya çıkma olasılığını azaltacağını bulmuştur (Walter, Kroll ve Wright, 2007: 334).

Nyakundi, Njguna ve Omboi (2017) Nayrobi Menkul Kıymetler Borsası'nda (NSE) yer alan 64 firmadaki 192 üst düzey yönetici ve mali işler yöneticisinin (CFO) finansman kararları sıralamasında aşırı güvenin etkisi araştırılmıştır. Yöneticilere uygulanan anket sonucunda yatırım kararı finansmanında aşırı güvenli yöneticilerin öncelikli olarak öz sermayeyi, ardından borç ve nihayetinde iç sermayeyi tercih edeceği sonucuna ulaşılmıştır. Bunun nedeni ise, aşırı güvenli bir yöneticinin, yeni projeyi değer artışı olarak algıladığı ifade edilmiştir.

Yapılan literatür incelemesi sonucunda birleşme ve satın almanın peşin (nakit) olarak gerçekleşmesinin yönetici aşırı güveninden kaynaklandığı ifade edilmektedir. Bu bilgiden yola çıkarak yöneticinin birleşme ve satın almayı peşin olarak finanse etmesi durumunda 1, vadeli veya hisse senedi şeklinde finanse etmesi durumunda 0 puan verilmiştir.

Bazı firmalarda alınan önemli kararlar yönetici tarafından belirlenirken bazı firmalarda alınan önemli kararlar yönetim kurulu üyelerinin fikir birliği sonucunda uygulamaya konmaktadır. Firmada alınacak kararlar hakkında farklı bireylerin farklı görüşlerinin olması durumunda karar verme yetkisinin dağılımı kararların alınmasını etkileyebilir (Adams, Almeida ve Ferreira, 2005: 1404).

Li ve Tang (2010) tarafında yöneticinin firmada risk alma konusunda yönetsel takdir yetkisinin bir rolü olup olmadığını incelenmiştir. Çin'de faaliyet gösteren 2790 üretim firması yöneticisine anket uygulanmıştır. Uygulanan anket sonucunda bir yöneticinin aynı zamanda firmanın yönetim kuruluna başkanlık etmesi halinde, yönetici aşırı güveni ve risk alma arasındaki ilişkinin daha güçlü hale geleceği ve yöneticinin takdir yetkisinin daha fazla olacağı belirtilmiştir.

Brown ve Sarma (2007) Avusturalya piyasasında yer alan firmaların satın alma kararında satın alım taahhüdündeki yöneticinin aşırı güveni ve yönetici hakimiyetinin rolünü araştırmıştır. Sonuçlar, hem yönetici aşırı güveninin hem de yönetici hakimiyetinin başka bir firma satın alma kararını açıklamada önemli olduğunu ortaya koymuştur. Yönetim kurulunda daha yüksek oranda bağımsız direktörlerin bulunması, üst düzey yönetici aşırı güveninin ve hakimiyetinin etkisini azaltmakta ve firmanın bir satın alma kararı alması olasılığını azaltmaktadır.

Yapılan araştırma sonucunda yöneticinin yönetim kurulunda yer alması yönetici aşırı güveninde etkili olduğundan, yöneticinin yönetim kurulunda yer alması durumunda 1, yönetim kurulunda yer almaması durumunda 0 puan verilerek aşırı güven değişkenine dahil edilmiştir.

Yukarıda ifade edilen ve literatür araştırması sonucu yöneticilerde aşırı güvene neden olan demografik özelliklere dayanan bir aşırı güven değişkeni elde edilmiştir. Aşırı güven değişkeni 6 demografik özelliğine dayanan 9 kategori göz önüne alınarak oluşturulmuştur ve değişkeninin alabileceği değerler 0 ila 9 arasında yer almaktadır.

### **3.6.1.3. Kontrol Değişkeni**

Araştırmaya kontrol değişkeni eklemekteki amaç, aşırı güven literatürünü göz önünde bulundurarak hem aşırı güven davranışında etkili olan değişkenleri hem de firma değerini etkileyen değişkenleri araştırmaya eklemektir. Ayrıca yönetici aşırı güveninin firma değeri üzerindeki etkisini belirlemeye çalışırken diğer değişkenlerin (aşırı güven dışındaki) de analize eklemesinin daha sağlıklı sonuçlar vereceği düşünülmektedir. Kontrol değişkenleri belirlenirken literatür dikkate alınmış ve Baker, Dutta, Saadi ve Zhu (2012) çalışmasında olduğu gibi birleşme ve satın alma öncesi yıla ait veriler dikkate alınarak hesaplanmıştır.

Araştırmaya eklenen kontrol değişkenleri yöneticinin nakit akış duyarlılığı, firma büyüklüğü, karlılık, kaldıraç, F/K oranı ve PD/DD oranıdır.

1976 tarihli Jensen ve Meckling çalışmasında, yöneticilerin hissedarların menfaatleri yerine kendi menfaatlerine uygun kararlar alabileceklerini önermektedir (Jensen ve Meckling 1976'dan akt. Brown ve Sarma, 2007: 358). Yöneticilerin hissedar menfaatleri yerine kendi çıkarları doğrultusunda alacakları kararlara örnek olarak bir firmada gerçekleştirilen birleşme ve satın almalar verilebilir. 1989 Shleifer ve Vishny çalışmasında, firmalarda gerçekleştirilen bazı satın almaların, birleşme ve satın alma gerçekleştiren yöneticilerin firmanın kendilerine olan bağımlılığını artırmak için yapıldığını tespit edilmiştir (Shleifer ve Vishny 1989'dan akt. Borghgraef, 2014:3).

Malmendier ve Tate (2004) çalışmasında kurumsal yatırım kararları ve yönetici özellikleri arasında kurulan ilişkiye göre, aşırı güvenli yöneticilerin firmada çok fazla iç fon olmaması durumunda yatırım kararını durdurabilecekleri ifade edilmiştir.

Yapılan literatür incelemesi sonucunda birleşme ve satın almalarda firmada yaratılan nakit akışlarının yönetici aşırı güvenini etkilemesi ve birleşme ve satın alma kararlarının alınmasına neden olması dolayısıyla nakit akışları araştırmaya kontrol değişkeni olarak eklenmiştir. Çalışmada nakit akışları birleşme ve satın alma öncesi yıl verileri dikkate alınarak ve Ali ve Anis (2012) çalışmasından yola çıkarak aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

$$\text{Nakit Akışları} = (\text{Net Kar} + \text{Amortisman}) - \text{Kar Payları}$$

Yöneticiler büyük firmalarda küçük firmalara göre daha fazla risk alabilirler (Goel ve Thakor, 2002). Çünkü büyük firmalarda borçlanma

küçük firmalara nazaran daha az maliyetli olmakta ve daha az iflas ihtimaline neden olmaktadır. Bu durum yöneticilerin alacakları kararlarda daha riskli yatırımları kabul etmelerine neden olabilir. 2013 Ferris, Jayaram ve Sabherwal çalışmasına göre, firma büyüklüğü birleşme ve satın almalarda yönetici tekliflerini istatistiksel olarak olumlu yönde etkilemektedir (Ferris, Jayaram ve Sabhereal 2003'den akt. Kilian ve Schindler, 2014: 28).

Firma büyüklüğü yöneticilerin birleşme ve satın almaya karar vermelerinde etkili olduğundan araştırmaya kontrol değişkeni olarak dahil edilmiştir. Toplam varlıkların veya toplam satışların doğal logaritması, genellikle her firmanın büyüklüğü için bir vekil olarak kabul edilmektedir. Firma büyüklüğü hesaplamasında birleşme ve satın alma öncesi yılsonu verisinden faydalanılmıştır. Bu çalışmada firma büyüklüğü aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

Firma Büyüklüğü = Toplam Varlıkların Logaritması

Bir firmalarda yatırım kararı alırken firma karlılığı bu kararın alınmasında etkili olmaktadır. Karlılık dolayısıyla oluşan içsel kaynaklar yöneticileri yatırım yapmaya sevk edebilir. Bu nedenle birleşme ve satın alma kararı alan yöneticilerin firma karlılıklarından etkilenmeleri söz konusu olabilir. Birleşme ve satın alma kararı bir varlık edinimi olduğundan aktif karlılığının incelenmesi önemlidir.

Aktif karlılığı, firmaların ulaşılmış oldukları büyüklük ile sağladıkları verimin ölçülmesinde kullanılan ve firmaların edinmiş oldukları tüm varlıkların (yapılan maddi ve finansal yatırımlar dahil olmak üzere) hangi oranda etkin kullanıldığını gösteren bir performans ölçütüdür (Gökbulut, 2009: 60). Ayrıca, aktif karlılığı oranı, aktiflerin nakit fazlası oluşturmak için ne kadar verimli kullanıldığını da gösterir. Bu açıdan işletme yönetimi değerlendirilirken de kullanılır (Kepez, 2006: 94).

Çalışmada yatırım kararlarını temsilen firmaların karlılığını belirlemek için aktif karlılık oranı kullanılmıştır.

$$\text{Aktif Karlılığı (ROA)} = \text{Net Kar} / \text{Toplam Aktifler}$$

formülü ile hesaplanmıştır. Hesaplamada birleşme ve satın alma öncesi yıla ait veriler kullanılmıştır.

Kilian ve Schinder (2014) çalışmalarında kaldıraç oranının yöneticiler tarafından alınan ve firma değerinde azalmaya neden olabilecek birleşme ve satın almaları önlemede önemli rol oynayabileceği bulunmuştur. Ayrıca araştırmada yüksek kaldıraç derecesine sahip firmalarda yöneticilerin daha az aşırı güvenli davrandıkları sonucu elde edilmiştir.

Firmadaki kaldıraç oranı artıka yöneticilerin aşırı güvenli davranış sergilemeleri ve birleşme ve satın alma gerçekleştirme olasılıkları azalmaktadır. Aşırı güvene dayalı olarak gerçekleştirilecek bir birleşme ve satın alma ise firma değerini etkileyeceğinden kaldıraç oranı araştırmaya kontrol değişkeni olarak eklenmiştir.

Kaldıraç oranı, yabancı kaynakların varlıklar toplamına oranlanması ile elde edilmektedir ve işletmenin sermaye yapısının ne kadarlık bir bölümünün kredi verenler tarafından finanse edildiğini göstermektedir (İskenderoğlu, Karadeniz ve Ayyıldız, 2015: 92). Kaldıraç oranı değişkeni birleşme ve satın alma öncesi yıla ait toplam borçların toplam varlıklara bölünmesi sonucu elde edilmiştir.

$$\text{Kaldıraç Oranı} = \text{Toplam Borçlar} / \text{Toplam Varlıklar}$$

Firma performansı yöneticilerin alacakları kararlarda etkili olmakta ve firma değerini etkilemektedir. Birleşme ve satın alma bir yatırım kararı olduğu için yöneticiler bu kararı alırken firmanın performansını göz önünde bulundurabilirler. İyi bir performans sergileyen firmaların yöneticileri daha iyimser ve/veya güvenli davranarak yatırım kararı almada daha istekli

olabilirler. Bu nedenle firma performans göstergelerinden biri olan Fiyat/Kazanç (F/K) oranı araştırmaya kontrol değişkeni olarak eklenmiştir. F/K oranı bir birim net kar için yatırımcıların ödemeye razı oldukları hisse senedinin piyasa fiyatını gösterir. Taner ve Akkaya (2003) alışmasında F/K oranını aşağıdaki gibi göstermiştir.

$$F/K = \text{Piyasa Değeri} / \text{Net Kar}$$

Firma performansı hakkında bilgi sağlayan oranlardan bir diğeri piyasa değeri defter değeri (PD/DD) oranıdır. Bu oranda F/K oranında olduğu gibi yöneticilerin iyimser ve/veya aşırı güvenli davranmalarına neden olabileceğinden ve firma değeri üzerinde etkisi olabileceği düşünöldüğünden araştırmaya kontrol değişkeni olarak eklenmiştir. Taner ve Akkaya (2013) alışmasında PD/DD oranı hesaplaması aşağıdaki gibidir.

$$PD/DD = \text{Piyasa Değeri} / \text{Özsermaye}$$

Birleşme ve satın alma gerçekleştiren yöneticilerin aşırı güveni ve firma değeri üzerine etkisini belirlemek için araştırmada kullanılan değişkenler ve hesaplamalarına ait bilgiler aşağıdaki Tablo 11'de yer almaktadır.

**Tablo 11:** Çoklu Doğrusal Regresyon Analizinde Kullanılan Değişkenler

Kısaltma	Değişkenler	Hesaplama
GDF	Girişim Değeri	(Hisse Senedi Sayısı X Hisse Senedi Fiyatı) + Net Nakit Net Nakit = Nakit+ Menkul Kıymetler –Toplam Finansal Borçlar
TQF	Tobin Q	$\frac{(\text{Piyasa Değeri} + \text{Borçların Defter Değeri})}{\text{Toplam Varlıkların Defter Değeri}}$
BDF	Borsa Değeri	Hisse Senedi Sayısı X Hisse Senedi Fiyatı
AGD	Aşırı Güven Değişkeni	Demografik özellikleri ile oluşturuldu.
FBY	Firma Büyüklüğü	Toplam Varlıkların logaritması
KAR	Karlılık (ROA)	Net Kar / Toplam Aktifler
NA	Nakit Akışı	Net Kar + Amortisman – Kar Payları
KAL	Kaldıraç	Toplam Borçlar / Toplam Varlıklar
PDDD	PD/DD	Piyasa Değeri / Özsermaye
FKO	F/K	Piyasa Değeri / Net Kar

### 3.6.2. Birleşme ve Satın Alma Gerçekleştirmiş Yöneticilerin Aşırı Güven Düzeylerinin Firma Değeri Üzerine Etkisinin Araştırılması

Birleşme ve satın alma gerçekleştiren ve aşırı güvenli yöneticilerin firma değerine etkisini araştıran bu çalışmada üç farklı model oluşturmuştur. Bağımlı değişken olarak hesaplanan firma değeri değişkenleri kullanılmıştır. Bağımsız değişken olarak aşırı güvende etkili olduğu tespit edilmiş olan yönetici özellikleri kullanılmıştır. Kontrol değişkenleri olarak da nakit akışı, karlılık, kaldıraç, firma büyüklüğü, F/K oranı ve PD/DD oranları kullanılmış ve çoklu doğrusal regresyon analizi yapılmıştır. Çalışmada kontrol değişkenlerinin kullanılmasının nedeni, hesaplanan firma değeri değişkenleri ile aşırı güven değişkeni arasında anlamlı sonucun bulunamaması ya da anlamlı fakat güçlü sonuçların tespit edilememesidir.

Çoklu doğrusal regresyon modelinde için “k” sayıda değişken için örnek model aşağıdaki gibi yazılabilir (Güriş ve Çağlayan, 2005: 201):



$$Y = \alpha + \beta_1 + \beta_2 X_{i2} + \beta_3 X_{i3} + \dots + \beta_k X_{ik} + \varepsilon_i$$

Yukarıdaki eşitlikte Y bağımlı değişkeni,  $X_{i2}, X_{i3}, \dots, X_{ik}$  bağımsız değişkenleri göstermektedir. Eşitlikte yer alan k bağımsız değişken sayısını,  $\alpha$  sabit terimi ve  $\beta$ 'lar bağımsız değişkenlere ilişkin katsayıları göstermektedir. Bu çalışmanın matematiksel modeli aşağıdaki gibi yazılabilir;

$$\text{Firma Değeri} = \alpha + \beta \text{ AGD} + \beta \text{ NA} + \beta \text{ FBY} + \beta \text{ KAR} + \beta \text{ KAL} + \beta \text{ PDDD} + \beta \text{ FKO} + \varepsilon_i$$

Çoklu doğrusal regresyon modelinde amaç, bağımsız değişkenler (açıklayıcı değişkenler) ile bağımlı değişkendeki (cevap değişkeni) toplam değişimi açıklamaktır. Çoklu doğrusal regresyon analizinde, model oluşturan bağımsız değişkenlerden bazılarının modele katkısı önemsiz olabilir. Bu nedenle, bağımlı değişkeni "en uygun" şekilde açıklayacak bağımsız değişkenlerin belirlenmesi ve önemsiz değişkenlerin modelden çıkarılması gerekir. Bu sürece "değişken seçimi" denir (Kayaalp, Güney ve Cebeci, 2015: 1). Değişken seçimi sonrasında her bir modele ait kullanılan değişkenler ve elde edilen sonuçlara aşağıda değinilmiştir.

### **3.6.2.1. Model 1: Tobin Q Değerinin Firma Değeri Olarak Kullanıldığı Çoklu Doğrusal Regresyon Sonuçları**

Modelde firma değeri ile aşırı güven değişkeni, firma büyüklüğü, F/K oranı ve karlılık değişkenleri arasında istatistiki olarak anlamlı bir etkinin olmadığı sonucuna ulaşılrken, firma değeri ile PD/DD ve kaldıraç değişkenleriyle ilgili anlamlı sonuçlar elde edilmiştir. Anlamlı sonuç elde edilen model aşağıdaki gibi yazılabilir. Bu modele ilişkin sonuç Tablo 12'de yer almaktadır.

$$\text{Tobin q} = \alpha + \beta \text{ PDDD} + \beta \text{ KAL} + \varepsilon_i$$

Veri setindeki diğer değerlerle karşılaştırıldığında veri setine uygun olmadığı tespit edilen değerler olabilir. Bu değerler hatalı veri girişi, ölçüm aletinin hatalı olması veya tamamen deneme materyalindeki farklılıklardan kaynaklanabilir. Diğer ölçümlenen değerlerden oldukça farklı olduğu için bu değerlerin fazla olması veri setinin normal dağılımdan sapmasına neden olarak analizimizi etkileyebilir. Bu nedenle veri setinin dağılımını normal dağılıma benzeterek daha güvenilir sonuçlar elde edilebilir (Ovla ve Taşdelen, 2012: 2). 1994 Barnett ve Lewis çalışmasına göre uç değer, veri setindeki diğer gözlemlere göre aykırı olan gözlem ya da gözlem setleridir. Bir uç değer; a) bir veri seti üzerindeki aşırı bir değer ya da b) veri analizleri ve model oluşturma çıktılarının yorumlanmasında önemli bir etkiye neden olan çeşitli değişkenlerin aykırı kombinasyonları şeklinde olabilmektedir (Barnett ve Lewis 1994'den akt. Koğar, 2010: 18-19). Uç değerle ilgili yapılan araştırmalarda veri setinden uç değerlerin silinmesi durumunda, grup farklılıklarının ve t değerlerinin daha doğru sonuçlar verme eğilimi gösterdiği; korelasyon üzerinde manidar bir etki oluşturduğu ve düzeltilmiş (uç değerler silinmiş) korelasyonlar arasında %70 ile %100 daha doğru sonuçlar verdiği ve bu sonuçların ANOVA sonuçlarına da genellenebileceği ortaya konulmuştur (Yılmaz ve Koğar, 2015: 62). Gözlemlere ait veriler incelendiğinde 8 verinin uç değerlerde yer aldığı görülmüş ve bu veriler gözlemden çıkartılarak araştırmaya 67 gözlem üzerinden devam edilmiştir. 67 gözlemden elde edilen çoklu regresyon modeline ait sonuçlar aşağıda yer almaktadır.

**Tablo 12:** Tobin Q Değerinin Firma Değeri Olarak Kullanıldığı Çoklu Doğrusal Regresyon Sonuçları

Sabit (C)	FBY	PD/DD	$R^2$	F
,309 (0,007)	-,025 (,064)	-,119 (,000)	,297	13,528 (,000)

Parantez içinde yer alan değerler olasılık değerlerini göstermektedir.

Analiz sonucunda elde edilen  $R^2 = 0,297$  olarak bulunmuştur. Çoklu regresyon analizlerinin anlamlılığı varyans analizi ile test edilmektedir (Özcan

ve Ayvaz, 2015: 10). Modelin anlamlılığına baktığımızda istatistiki olarak %1 önem düzeyinde anlamlı olduğu sonucu elde edilmiştir.

Regresyon analizindeki diğer önemli bir test ise, Ramsey' in RESET testidir. Ramsey' in RESET testi “regression specification error test”, regresyon analizinde kullanılan en eski testlerden birisi olup kullanımı halen yaygın olarak devam etmektedir. Bu testle modelde tanımlama hatasının olup - olmadığı, diğer bir deyişle modelde eksik ya da fazla değişkenin bulunup - bulunmadığı test edilmektedir (Çiftçi ve Seymen, 2011: 1078). Yapılan Ramsey RESET testi sonucunda modelde tanımlama hatası olmadığı tespit edilmiştir.

Değişkenlerin anlamlılık değerlerini incelediğinde firma değerindeki değişim PD/DD ve firma büyüklüğüne ait kontrol değişkeninden kaynaklanmaktadır. PD/DD değişkeninin istatistik olarak %1 önem düzeyinde anlamlı olduğu bulunmuştur. Firma değerinde yaşanan değişimin %11,9'u PD/DD oranındaki değişimden kaynaklanmaktadır. Firmanın PD/DD oranında bir birimlik artış olduğunda firma değeri azalmaktadır. Elde edilen bu sonuç firma değerinin PD/DD oranı tarafından anlamlı ve pozitif etkilediği sonucuna ulaşan Birgili ve Düzer (2010) ve Ayrıçay ve Türk (2014) çalışmalarıyla benzerlik göstermemektedir. Bu durumun nedeni yönetici aşırı güveninden kaynaklanıyor olabilir. PD/DD'nin 1'den büyük olması firmanın öz sermayesinin defter değerinin firmanın piyasa değerinden yüksek olduğunu gösterir. PD/DD oranı artarken firma değerinin düşmesi yatırımcılar açısından firmanın aşırı değerlendiği anlamına gelebilir. Fakat yönetici aşırı güveni açısından durumu ele aldığımızda, yöneticinin iyimser ve/veya aşırı güvenli davranarak birleşme veya satın alma gerçekleştirecek firmanın birleşmeden önce PD/DD'nin yüksek olmasından dolayı yönetici firmayı satın alma kararı vermiş olabilir. Ancak, birleşmeden sonra aşırı değerlenmiş olan firmanın değeri gerçekte değere ulaştığından yöneticinin yatırım kararının olumsuz bir karar olarak algılandığını gösterebilir.

Firma büyüklüğü ile firma değeri arasında negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Büyük firmaların firma değerinde yaşanan değişim küçük firmalara

nazaran daha küçük olmaktadır. Büyük firmaların genellikle kredibilitésinin yüksek olması, kaynak bulmasının kolay ve kaynak maliyetlerinin düşük olması büyük firma yöneticilerinin firmada daha riskli kararlar almaya sevk edebilir. Bu durum yöneticilerin aşırı güvenli davranarak yatırım kararı almasını tetikleyerek firma değerinde azalmaya neden olabilir. Elde edilen bu sonuç Kilian ve Schindler (2014) çalışmasında adı geçen Ferris, Jayaram ve Sabherwal çalışmasına benzerlik göstermektedir.

Yapılan araştırma sonucunda aşırı güven değişkeninin firma değerini istatistiki olarak anlamlı olarak etkilemediği sonucuna ulaşılmıştır. Fakat aşırı güven değişkeninin firma değerine etkisinin işareti negatif olarak tespit edilmiştir. Negatif yönlü işaret yönetici aşırı güveninin firma değerini azaltıcı bir etkisi olacağını ifade eden Malmendier ve Tate (2004), Lui, Taffle ve John (2009), Lin, Machgluk, Oppenheimer ve Reif (2008), Baker, Dutta, Saadi ve Zhu (2012) ve Lui ve Xie (2011) çalışmalarıyla benzerlik göstermektedir. Yönetici aşırı güveninin firma değeri üzerine anlamlı bir etkisinin tespit edilememesi nedeni kullanılan gözlem sayısının azlığından ya da kullanılan dönemlerden kaynaklanıyor olabilir.

### **3.6.2.2. Model 2: Borsa Değerinin Firma Değeri Olarak Kullanıldığı Çoklu Doğrusal Regresyon Sonuçları**

Yapılan değişken seçimi sonucunda sadece kaldıraç oranının firma değerine anlamlı bir etkisi olduğu belirlenmiş, firma değeri ile aşırı güven değişkeni, firma büyüklüğü, F/K oranı, PD/DD oranı ve karlılık arasında istatistiki olarak anlamlı bir etkinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Anlamlı sonuç elde edilen model aşağıdaki gibidir. Bu modele ait sonuçlar Tablo 13’de yer almaktadır.

$$\text{Borsa değeri} = \alpha + \beta \text{KAL} + \varepsilon_i$$

Firma değeri olarak borsa değerinin kullanıldığı model 2’de kullanılan değişkenler içinde 3 gözleme ait uç değer tespit edilmiştir ve tespit edilen bu uç değerlere ait veriler araştırma dışına çıkarılmıştır. Araştırmaya 72 gözlem ile devam edilmiştir. Yapılan analiz sonuçları aşağıda yer almaktadır.

**Tablo 13:** Borsa Değerinin Firma Değeri Olarak Kullanıldığı Çoklu Doğrusal Regresyon Sonuçları

Sabit (C)	KAL	$R^2$	F
,049 (,000)	-,001 (,000)	,174	14,712 (,000)

Parantez içinde yer alan değerler olasılık değerlerini göstermektedir.

Analiz sonucunda elde edilen  $R^2 = 0,174$  olarak bulunmuştur. Ayrıca Ramsey RESET testi sonucunda modelde tanımlama hatası olmadığı belirlenmiştir.

Değişkenlerin anlamlılık değerleri incelendiğinde firma değerindeki değişim %1 önem düzeyinde istatistiki olarak anlamlı ve negatif yönde kaldıraç ait kontrol değişkeninden etkilendiği görülmektedir. Kaldıraç oranındaki bir birimlik değişim firma değerinin değişiminde %0,1’lik azalışa neden olmaktadır. Etkinin yönünün negatif olması firmalarda borçlanma düzeyi arttıkça firma değerinin azaldığını göstermektedir. Firmalarda kullanılan borç oranı arttıkça firmalar daha riskli hale geldiği için yatırımcılar bu firma hisse senedini almak istemeyerek firma değerinde azalışa neden olabilir. Ayrıca firmada kaldıraç oranının yüksek olması yöneticiler tarafından alınan ve firma değerinde azalmaya neden olabilecek birleşme ve satın alma kararlarını önlemede önemli rol oynayabilir. Yüksek kaldıraç oranı yöneticilerin aşırı güvenli davranarak yatırım kararı almalarını engelleyebilir. Elde edilen bu sonuç Kilian ve Schinder (2014) çalışması ile firma borç düzeyi ile güven değişkeni arasında negatif yönlü ilişki bulan Yalçın (2014) çalışmasına benzerlik göstermektedir.

Yapılan araştırma sonucunda aşırı güven değişkeninin firma değerini istatistiki olarak anlamlı olarak etkilemediği sonucuna ulaşılmıştır. Fakat aşırı güven değişkeninin firma değerine etkisinin işareti negatif olarak tespit edilmiştir. Negatif yönlü işaret yönetici aşırı güveninin firma değerini azaltıcı bir etkisi olacağını ifade eden Malmendier ve Tate (2004), Lui, Taffle ve John (2009), Lin, Machgluk, Oppenheimer ve Reif (2008), Baker, Dutta, Saadi ve Zhu (2012) ve Lui ve Xie (2011) çalışmalarıyla benzerlik göstermektedir. Yönetici aşırı güveninin firma değeri üzerine anlamlı bir etkisinin tespit edilememesi nedeni kullanılan gözlem sayısının azlığından ya da kullanılan dönemlerden kaynaklanıyor olabilir.

### **3.6.2.3. Model 3: Girişim Değerinin Firma Değeri Olarak Kullanıldığı Çoklu Doğrusal Regresyon Sonuçları**

Yapılan değişken seçimi sonucunda sadece aşırı güven değişkeni, F/K ve PD/DD oranının firma değerine anlamlı bir etkisi olduğu belirlenmiş, firma değeri ile firma büyüklüğü, kaldıraç ve karlılık arasında istatistiki olarak anlamlı bir etkinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Anlamlı sonuç elde edilen model aşağıdaki gibidir. Bu modele ait sonuçlar Tablo 14’de yer almaktadır.

$$\text{Girişim değeri} = \alpha + \beta \text{ AGD} + \beta \text{ FKO} + \beta \text{ PDDD} + \varepsilon_i$$

Firma değeri olarak girişim değerinin kullanıldığı model 3’e de kullanılan değişkenlerde 16 adet uç değer tespit edilmiş ve bu uç değerler araştırma dışına çıkarılarak araştırmaya 59 gözlem üzerinden devam edilmiştir. Yapılan analiz sonucunda aşırı güven değişkeni, PD/DD oranı ve F/K oranının girişim değerine anlamlı bir etkisi olduğu tespit edilmiştir. Yapılan analiz sonuçları aşağıda yer almaktadır.

**Tablo 14:** Girişim Değerinin Firma Değeri Olarak Kullanıldığı Çoklu Doğrusal Regresyon Sonuçları

Sabit (C)	AGD	PDDD	FKO	$R^2$	F
2,016 (,008)	-,360 (,023)	-,812 (,025)	,074 (,002)	,281	7,154 (,000)

Parantez içinde yer alan değerler olasılık değerlerini göstermektedir.

Analiz sonucunda elde edilen  $R^2 = ,281$  olarak bulunmuştur. Ayrıca Ramsey RESET testi sonucunda modelde tanımlama hatası olmadığı belirlenmiştir.

Değişkenlerimizin anlamlılık değerlerini incelediğimizde firma değerindeki değişimin %36'sı aşırı güven değişkeninden kaynaklanmaktadır. Firma değeri ve aşırı güven değişkeni arasında %1 önem düzeyinde negatif yönlü bir etki söz konusudur. Analiz sonucu elde edilen değerler yöneticinin aşırı güveni artıkça firma değerinin azaldığını ifade etmektedir. Bu durum yöneticilerin aşırı güven dolayısıyla yatırımın riskini hafife alarak iyimser davrandıklarını ve yanlış bir yatırım kararı verdiklerini gösterebilir. Elde edilen bu sonuç Malmendier ve Tate (2004), Lui, Taffle ve John (2009), Lin, Machgluk, Oppenheimer ve Reif (2008), Baker, Dutta, Saadi ve Zhu (2012) ve Lui ve Xie (2011) çalışmaları ile benzerlik göstermektedir.

Değişkenlerin anlamlılık değerleri incelendiğinde fiyat kazanç oranında bir birim değişim olduğunda firma değerinde %0.74'lük değişim olmaktadır. F/K oranı ile firma değeri arasında istatistiki olarak anlamlı ve pozitif yönlü bir etki söz konusudur. Firmanın net karına karşılık yatırımcıların ödemeye razı oldukları piyasa değerini gösterir. Bu oranın düşük çıkması hisse senedi fiyatının düşük olduğunu, oranın yüksek çıkması hisse senedi fiyatının yüksek olduğunu gösterir. F/K oranı yüksek olan bir firma, F/K oranı düşük bir firma ile şirket birleşmesi gerçekleştirerek hisse senetlerinin piyasa değerini yükseltebilir ve böylece birleşme amacına ulaşabilir. Ayrıca, kar payı dağıtmak yerine elde ettiği karı yatırıma yönlendirerek gelecek yıllarda büyüyeceği varsayıldığından yatırımcılar firmanın hisse senetlerine yüksek

fiyat ödemeye razı olabilirler. Elde edilen bu sonuç Birgili ve Düzer (2010) çalışması ile benzerlik göstermektedir.

Değişkenlerin anlamlılık değerlerine göre firma değerindeki değişim PD/DD ve kaldıraçta ait kontrol değişkeninden kaynaklanmaktadır. Her iki değişkeninde %1 önem düzeyinde anlamlı olduğu bulunmuştur. Firmanın PD/DD oranında bir birimlik azalış olduğunda firmanın firma değerindeki değişim %81.2 oranında artmaktadır. PD/DD oranının firma değerini negatif yönde etkilediği görülmektedir. Elde edilen bu sonuç firma değerinin PD/DD oranı tarafından anlamlı ve pozitif etkilediği sonucuna ulaşan Birgili ve Düzer (2010) ve Ayrıçay ve Türk (2014) çalışmaları ile benzerlik göstermemektedir. Bu durumun nedeni yönetici aşırı güveninden kaynaklanıyor olabilir. PD/DD yükselmesi firmanın öz sermayesinin defter değerinden daha fazla piyasa değerine sahip olduğunu gösterir. Bu durumun firma değerini olumlu etkilemesi beklenirken PD/DD oranı firma değerini negatif yönde etkilemektedir. PD/DD oranı artarken firma değerinin düşmesi yatırımcılar açısından firmanın aşırı değerlendirildiği anlamına gelebilir. Fakat yönetici aşırı güveni açısından durumu ele aldığımızda bu durum, yöneticinin iyimser ve/veya aşırı güvenli davranarak yatırım kararı almasını etkilemiş ve yanlış yatırım kararı alması sonucunda alınan bu kararın piyasa tarafından olumsuz olarak algılandığını gösterebilir.

### **3.7.Bulguların Değerlendirilmesi**

Çalışmada finansal bir karar olan birleşme ve satın alma kararı veren firma üst düzey yöneticilerinin aşırı güvenli davranıp davranmadıkları ve birleşme ve satın alma gerçekleştiren üst düzey yöneticilerin aşırı güvenli davranmalarının firma değeri üzerinde bir etkisi olup olmadığı araştırılmıştır. Bu amaç doğrultusunda öncelikle yöneticilerin güven düzeylerinde bir fark olup olmadığını belirlemek için bir ölçek geliştirilmiştir. Ölçek geliştirilmesine karar verilmesinde etkili olan faktör, literatür taranırken böyle bir ölçeğe rastlanamamış olmasıdır. Ölçek geliştirmek için deneme çalışması



Türkiye’de faaliyet gösteren firmalarda yöneticilik yapan 229 kişiye uygulanmıştır. Uygulama için yaptığımız faktör analizi sonucunda ölçeğimizin güven ve güvensizlik olarak iki faktör altında toplandığı görülmüştür. Amacımız BIST’te faaliyet gösteren ve birleşme ve satın alma gerçekleştiren firma üst düzey yöneticilerin güven düzeyleri hakkında bilgi edinmek olduğu için ölçek çalışmasına ilişkin alan çalışması BIST’te hisse senetleri işlem gören firmaların üst düzey yöneticilerinden ulaşılabilen 42 yöneticiye uygulanmıştır. Elde edilen cevaplar tek yönlü ANOVA analizi ve basit doğrusal regresyon analizi yardımıyla analiz edilmiştir.

Yapılan tek yönlü ANOVA analizi sonucunda güven değişkeni ile yöneticilerin demografik özellikleri arasında bir fark olup olmadığı belirlenmeye çalışılmış ve yöneticilerin demografik özellikleri ile güven değişkeni arasında bir fark olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Yöneticilerin demografik özellikleri ile güven düzeyleri arasında farkın çıkmama nedeni çalışmaya katılan yönetici sayısının az olmasından kaynaklanıyor olabilir. Ölçeği cevaplayan yönetici sayısının artması durumunda daha sağlıklı sonuçlara ulaşılabileceği düşünülmektedir. Fakat tanımlayıcı değerler dikkate alındığında değerlendirilen analiz sonuçları aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- Ölçeği cevaplayan erkek yöneticilerin kadın yöneticilere göre daha güvenli olduğu söylenebilir.
- Tanımlayıcı değerler göz önüne alındığında yöneticilerin yaşı arttıkça güven düzeyleri artmaktadır. Bu sonuç genç yöneticilerin yaşlı yöneticilerden daha güvenli olduğunu gösterebilir.
- Yöneticilerin medeni durumlarına göre tanımlayıcı değerler dikkate alındığında evli ve bekar yöneticiler arasında çok küçük bir farkla bekar yöneticilerin daha güvenli olduğu ifade edilebilir.
- Yöneticilerin eğitim düzeyleri ile güven düzeyine ait tanımlayıcı değerlere göre, eğitim düzeyi arttıkça yöneticilerin güven düzeyinin arttığı görülmüştür.
- Yöneticilerin lisans eğitimlerini mali konuda yapmaları ve güven düzeylerine ait tanımlayıcı değerlere göre, mali konuda eğitim

almayan yöneticilerin mali konuda eğitim alan yöneticilerden daha güvenli oldukları görülmüştür.

- Yöneticilerin yüksek lisans eğitimlerini mali konuda yapmaları ve güven düzeylerine ait tanımlayıcı değerlere göre, mali konuda eğitim alan yöneticilerin mali konuda eğitim almayan yöneticilerden daha güvenli oldukları görülmektedir.
- Yöneticilerin şu an çalışmakta oldukları firmadaki görev süreleri ile güven düzeylerine ait tanımlayıcı değerlere göre, 1-10 yıl arası çalışma süresi olan yöneticilerin güven düzeylerinin en yüksek olduğu görülmektedir.
- Yöneticilerin şu an çalışmakta oldukları firmadaki yöneticilik görev süreleri ile güven düzeylerine ait tanımlayıcı değerlere göre, yöneticilik tecrübesi artıkça yöneticilerin güven düzeyinin arttığı görülmektedir.
- Yöneticilerin başka bir firmada yöneticilik yapma görev süreleri ile güven düzeylerine ait tanımlayıcı değerlere göre, en yüksek güven düzeyine 21 yıl ve daha fazla yıldır yöneticilik yapan yöneticilerde rastlanmıştır.

Yapılan tek yönlü ANOVA analizi sonucunda yöneticilerin demografik özellikleri ile güvensizlik düzeyleri değişkeni arasında bir fark olmadığı belirlenmiştir. Fakat tanımlayıcı değerler dikkate alındığında değerlendirilen analiz sonuçları aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- Yöneticilerin cinsiyeti ve güvensizlik düzeylerine ait tanımlayıcı değerlere göre, kadın yöneticilerin erkek yöneticilere göre daha güvensiz olduğu söylenebilir.
- Yöneticilerin yaşları ve güvensizlik düzeylerine ait tanımlayıcı değerlere göre, yöneticilerin yaşı artıkça güvensizlik düzeyleri azalmaktadır.
- Yöneticilerin medeni durumları ve güvensizlik düzeylerine ait tanımlayıcı değerlere göre, evli ve bekar yöneticiler arasında çok

küçük bir farkla evli yöneticilerin daha güvensiz olduğu ifade edilebilir.

- Yöneticilerin eğitim düzeyleri ile güvensizlik arasında %5 önem düzeyinde anlamlı bir farklılık bulunmuştur. Tanımlayıcı değerler lisans eğitimi alan yöneticilerin en güvensiz kişiler olduğunu göstermiştir. Bu durum eğitim düzeyi artıkça yöneticilerin güven düzeyinin arttığını ifade etmektedir.
- Yöneticilerin lisans eğitimleri ile güvensizlik düzeylerine ait tanımlayıcı değerlere göre, mali konuda eğitim alan yöneticilerin mali konuda eğitim almayan yöneticilerden daha güvensiz oldukları görülmektedir.
- Yöneticilerin yüksek lisans eğitimleri ile güvensizlik düzeylerine ait tanımlayıcı değerlere göre, mali konuda eğitim alan yöneticilerin mali konuda eğitim almayan yöneticilerden daha güvensiz oldukları görülmüştür.
- Yöneticilerin şu an çalışmakta oldukları firmadaki görev süreleri ile güvensizlik düzeylerine ait tanımlayıcı değerlere göre, 21 yıl ve daha fazla yıl arası çalışma süresi olan yöneticilerin güvensizlik düzeylerinin en yüksek olduğu görülmektedir.
- Yöneticilerin şu an çalışmakta oldukları firmadaki yöneticilik görev süreleri ile güvensizlik düzeylerine ait tanımlayıcı değerlere göre, 16-20 yıl arası çalışma süresi olan yöneticilerin güvensizlik düzeylerinin en yüksek olduğu görülmektedir.
- Yöneticilerin daha önce başka bir firmadaki yöneticilik görev süreleri ile güvensizlik düzeylerine ait tanımlayıcı değerlere göre, en güvensiz bireylerin 3 yıl veya daha az yıldır başka bir firmada yöneticilik deneyimi olan yöneticiler olduğu görülmektedir.

Yapılan tek yönlü ANOVA analizi sonrasında yöneticilerin güven düzeyinin yöneticilerin gerçekleştirmiş oldukları birleşme ve satın alma sayısında bir etkisinin var olup olmadığını araştırmak için basit doğrusal regresyon analizi yapılmıştır. Yapılan analiz sonunda  $R^2$  değeri 0,110 olarak bulunmuştur. Buna göre, gerçekleşen birleşme ve satın almaların %11'i

güven değişkeni ile açıklanmaktadır. Yapılan regresyon analizi sonucunda %5 (Sig.0,032) önem düzeyinde modelin anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Gerçekleştirilen birleşme ve satın almalar ile yönetici güveni arasında pozitif yönlü ve anlamlı bir etki olduğu tespit edilmiştir. Bu sonuca göre yöneticilerin güven düzeyleri artıkça yöneticilerin çalıştığı firmada gerçekleştirilen birleşme ve satın alma sayısı artmaktadır.

Daha sonra yönetici güveninin yöneticilerin tecrübeleri ve mali konularda eğitim almaları arasında bir etkinin olup olmadığı incelenmiş fakat istatistiki olarak anlamlı bir sonuç elde edilememiştir.

Yönetici aşırı güveninin firma değerine etkisinin araştırıldığı ikinci kısımda BIST'e kayıtlı olan firmalardan 2010-2017 yılları arasında birleşme ve satın alma gerçekleştiren ve verilerine ulaşılabilen 62 üst düzey yönetici verileri kullanılmıştır. Çalışmada bağımlı değişken firma değeridir. Firma değeri için üç farklı model kullanılarak araştırma yapılmıştır. Çalışmada kullanılan bağımsız değişken ise aşırı güven değişkenidir. Araştırmaya dahil edilen kontrol değişkenleri firma büyüklüğü, nakit akışları, karlılık, kaldıraç, PD/DD ve F/K oranından oluşmaktadır. Aşırı güven değişkeni literatür taraması sonucunda belirlenen yönetici demografik özelliklerine dayanmaktadır ve 6 farklı demografik özelliğine dayanan 9 kategoride değerlendirilen bir aşırı güven değişkeni elde edilmiştir.

Firmalarda yatırım fırsatları hakkında bilgi veren Tobin q değerinin firma değeri olarak kullanıldığı model 1 için yapılan analizde, aşırı güven değişkeninin firma değerine istatistiki olarak anlamlı bir etkisi olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Fakat aşırı güven değişkeninin firma değerini negatif yönde etkilediği görülmüştür. Firma değerindeki değişim PD/DD ve firma büyüklüğüne ait kontrol değişkeninden kaynaklanmaktadır. PD/DD değişkeninin istatistik olarak %1 önem düzeyinde anlamlı negatif yönde olduğu bulunmuştur. PD/DD'nin artarken firma değerinin düşmesi yatırımcılar açısından firmanın aşırı değerlendirildiği anlamına gelebilir. Fakat yönetici aşırı güveni açısından durumu ele aldığımızda bu durum, yöneticinin iyimser ve/veya aşırı güvenli davranarak yatırım kararı almasını etkilemiş ve yanlış

yatırım kararı alması sonucunda alınan bu kararın piyasa tarafından olumsuz olarak algılandığını gösterebilir. Firma büyüklüğünün firma değerine istatistiki olarak %10 önem düzeyinde anlamlı negatif yönlü etkisi firma büyüklüğü arttıkça firma değerinin azaldığını göstermektedir. Büyük firmalarda borçlanma maliyetlerinin daha düşük ve iflas maliyetlerinin küçük firmalara nazaran daha az olması, yöneticilerin büyük firmalarda daha riskli kararlar almalarına neden olabilir. Bu durum yöneticilerin aşırı güvenli davranarak yatırım kararı almasını tetikleyerek firma değerinde azalmaya neden olabilir.

Borsa değerinin firma değeri olarak kullanıldığı model 2'den elde edilen sonuçlara göre aşırı güven değişkeninin firma değerini istatistiki olarak anlamlı etkilemediği sonucuna ulaşılmıştır. Fakat aşırı güven değişkeninin firma değerine etkisinin yönünün negatif olduğu görülmüştür. Bunun yanı sıra kaldıraç değişkeninin %1 önem düzeyinde istatistiki olarak anlamlı ve negatif yönde firma değerini etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Firmalarda kaldıraç oranı yükseldikçe firma riskli hale geldiği için yatırımcılar hisse senedi için daha düşük fiyat ödemek isterler. Bu da piyasada o hisse senedine olan talebin azalmasına ve firma değerinde bir düşüşe neden olabilir.

Girişim değerinin firma değeri olarak kullanıldığı model 3'den elde edilen sonuçlara göre aşırı güven değişkeni ve PD/DD oranları firma değerini istatistiki olarak %1 önem düzeyinde anlamlı ve negatif yönde etkilemektedir. Analiz sonucu elde edilen değerler yöneticinin aşırı güveni arttıkça firma değerinin azaldığını ifade etmektedir. Bu durum yöneticilerin aşırı güven dolayısıyla yatırımın riskini hafife alarak iyimser davrandıklarını ve yanlış bir yatırım kararı verdiklerini gösterebilir.

İstatistiki olarak %1 önem düzeyinde firmanın PD/DD oranında bir birimlik değişim olduğunda firma değerinde %81.2 oranında negatif yönde bir değişim olmaktadır. Yönetici, olması gereken değerinin üzerinde piyasa değerine sahip olan bir firma ile birleşme kararı aldığı takdirde firmanın değeri zamanla gerçek değerine ulaşacağından yönetici birleşme ya da satın alma gerçekleştirirken aşırı güvenli olarak yanlış bir karar vermiş, varsayılabilir.

Girişim değerinin firma değeri olarak kullanıldığı model, %1 önem düzeyinde istatistiki olarak anlamlıdır. Bu modelde F/K oranı ile firma değeri arasında pozitif yönlü bir ilişki bulunmuştur. F/K oranında bir birimlik değişim firma değerinde %0.74'lük bir artışa neden olmaktadır. F/K oranı yüksek olan bir firma, F/K oranı düşük bir firma ile şirket birleşmesi gerçekleştirerek hisse senetlerinin piyasa değerini yükseltebilir ve böylece birleşme amacına ulaşabilir. Ayrıca, firmanın kar payı dağıtmak yerine elde ettiği karı yatırıma yönlendirerek gelecek yıllarda büyüyeceği varsayılacağından yatırımcılar yüksek fiyat ödemeye razı olabilirler. Elde edilen bu sonuç Birgili ve Düzer (2010) çalışması ile benzerlik göstermektedir.

Yapılan araştırma sonucunda yönetici aşırı güveninin firma değeri olarak girişim değerinin kullanıldığı modelde anlamlı ve negatif yönde bir etkisi olduğu bulunmuştur. Fakat Tobin Q ve borsa değerinin kullanıldığı modellerde aşırı güven değişkeni ile firma değeri arasında istatistiki olarak anlamlı bir sonuç elde edilememiş olsa dahi aralarında negatif yönlü bir etkinin olduğu tespit edilmiştir.

## SONUÇ VE ÖNERİLER

Firmaların globalleşen dünyaya uyum sağlayabilmeleri ve rekabetçi bir piyasada ayakta kalabilmeleri doğru finansal kararların alınmasına bağlıdır. Firmada alınan finansal kararlarda yöneticinin rolü göz ardı edilemez. İyi yönetilen bir firmada alınan finansal kararlar firmanın değerini etkileyebilir. Firma değerinin yüksek olması aynı zamanda yatırımcıları da bu firmanın hisse senetlerine yatırıma yönelten bir unsurdur. Firmaların en temel amacının hissedar değerinin maksimize kılınması olduğu göz önüne alındığında firmanın almış olduğu finansal kararlar ve bu kararlar üzerinde doğrudan ya da dolaylı olarak etkisi olan yöneticilerin önemi gittikçe artmaktadır.

Etkin piyasalar hipotezine göre piyasadaki yatırımcıların rasyonel olduğu varsayılmaktadır. Rasyonel olmayan yatırımcıların yaptıkları işlemler piyasaları etkinlikten uzaklaştırırsa da belli bir süre sonra rasyonel yatırımcılarla piyasanın yeniden etkin olacağı öne sürülmektedir. Piyasaların her zaman etkin olmadığı, yatırımcıların her zaman rasyonel davranmadığı, yatırımcıların yatırım kararı alırken inanç, tutum ve önyargılarının da kararlarını etkilediği tartışmaları davranışsal finansın ortaya çıkmasına ve gelişmesine neden olmuştur. Davranışsal finans alanında gerek bireysel yatırımcıların gerekse yöneticilerin her zaman rasyonel davranmadıklarını gösteren çalışmalar yapılmaktadır.

Yöneticilerin irrasyonel davranmaları konusunda yapılan çalışmalarda finansal bir karar olan birleşme ve satın almalar üzerine yapılan çalışmalar zaman içinde artmakla beraber henüz yetersiz olduğu görülmektedir. Bu konuda yapılan çalışmalarda yöneticilerin irrasyonel davranmasına neden olan önyargılardan biri aşırı güven önyargısıdır. Yönetici aşırı güveni üzerine yapılan araştırmalar yöneticilerin firmada alınan finansal kararlarda iyimser davranarak yatırımın riskini hafife aldıklarını ve yatırımın net bugünkü değerini hesaplarken hatalar yaptıklarını göstermiştir. Yöneticilerde gözlenen aşırı güven önyargısı, gerçekleştirilmemesi gereken bir yatırımın

gerçekleştirilerek firma değerinin azalmasında etkili olabilir. Bu nedenle firmada alınan birleşme ve satın alma kararında yönetici aşırı güveninin bir etkisi olup olmadığının incelenmesi hem firmaların etkin çalışması hem de yöneticiler açısından tartışılması araştırılması gereken konulardır.

Bu araştırmada amaç, yönetici aşırı güveninin yöneticileri firma satın alma ya da birleşme kararına yönlendirip yönlendirmediğini tespit etmek ve aşırı güvene sahip aynı zamanda birleşme ve satın alma kararı almış yöneticilerin, birleşme ve satın alma kararlarının firma değeri üzerine etkisini incelemektir. Birleşme ve satın alma kararı bir yatırım kararı olup firmaya olan etkisi uzun vadede görülmektedir. Fakat birçok birleşme ve satın alma kararı etkisi tam olarak görülmeden ard arda gerçekleştirilmektedir. Etkisi tam olarak görülmeden gerçekleştirilen birleşme ve satın alma kararları firma değerini olumsuz etkileyerek hissedarların servetinde bir azalışa neden olabilir. Ayrıca birleşme ve satın alma kararı her zaman firma yararına alınan bir karar olmayıp bu kararın alınmasında etkili olan yöneticilerin kendi konumlarını güçlendirmek için böyle bir karar almış olabilecekleri öne sürülmektedir. Birçok farklı nedenle gerçekleştirilen birleşme ve satın almaların firmanın devamlılığında sorun yaşanmasına neden olabileceği düşünülebilir. Bu nedenle finansal bir karar olan birleşme ve satın alma kararlarında yönetici aşırı güveninin hissedar değerinin maksimum kılınması amacını etkilememesi önemlidir.

Bu amaç doğrultusunda öncelikle birleşme ve satın alma gerçekleştiren firma yöneticilerinin aşırı güven davranışı gösterip göstermedikleri belirlenmiştir. Daha sonra aşırı güven davranışına sahip yöneticilerin birleşme ve satın alma kararlarının firma değeri üzerine bir etkisinin olup olmadığı araştırılmıştır.

Firma değerinin belirlenmesi finansın en önemli ve karmaşık konularından biridir. Firma değerinin doğru olarak hesaplanması hem yatırımcılar hem de firmalar için önem taşımaktadır. Çalışmanın birinci bölümünde doğru bir firma değeri belirlemek için gerekli olan bilgilere, firma değerlemesinin nerelerde kullanıldığına ve firma birleşme ve satın



almalarında firma değerlemesinin önemi ve kullanılan yöntemlere değinilmiştir.

Yatırımcıların karar alırken ne derecede tutum, inanç ve önyargılardan etkilendiklerinin bilinmesi piyasaları anlamak ve alınan kararlarda hataları en aza indirmek açısından önem taşımaktadır. Bu nedenle ikinci bölümde yatırımcıların bir yatırım kararı alırken yaptıkları hataların nedeni olabilen psikolojik önyargılar, bilişsel önyargılar ve duygusal faktörler hakkında bilgi verilmiştir.

Firmalarda alınan kararlarda etkisi yatsınmayacak olan yöneticilerin firma içinde aldıkları kararlarda etkili olan aşırı güven davranışının anlaşılması hatalı kararların en aza indirilmesi açısından önem taşıyabilir. Firmanın bir başka firmayla birleşmesi ve başka bir firmayı satın alması firma için önemli bir karar olup etkisi uzun vadede anlaşılmaktadır. Bu nedenle gerçekleştirilecek birleşme ve satın alma kararının doğru bir şekilde verilmesinde yönetici aşırı güveninin etkisinin belirlenmesi firmada hatalı kararların önlenmesinde yararlı olabilir. Üçüncü bölümde yönetici aşırı güveni ve yönetici aşırı güveni ile ilgili yapılan çalışmalara yer verilmiştir. Daha sonra firma birleşme ve satın almalarında yönetici aşırı güveni ve firma değerine etkisi üzerine bir araştırma yapılmıştır.

Araştırma kısmında öncelikle yöneticilerin finansal karar alırken ki davranışlarını belirlemek için bir ölçek geliştirilmiştir. Yapılan ölçek çalışması sonucunda yöneticilerin demografik özellikleri ile güven düzeyleri arasında anlamlı bir fark olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Anlamlı bir fark elde edilememe nedeni ölçeğin uygulandığı yönetici sayısının azlığından kaynaklanıyor olabilir. Fakat tanımlayıcı değerler dikkate alındığında yönetici güveninin cinsiyetle, medeni durumla, eğitim düzeyinin artması, mali konuda eğitim alma ve tecrübe ile arttığı sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca yönetici güveninin artması ile gerçekleştirilen birleşme ve satın alma sayısı arasında istatistiki olarak anlamlı ve pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Bu durum yöneticilerde güven düzeyi arttıkça daha fazla sayıda birleşme ve satın alma gerçekleştirdiklerini göstermiştir. Yöneticilerin güven düzeylerindeki artışın

sebebi birleşme ve satın alma kararlarının etkisinin uzun dönemde görülmesinden kaynaklanıyor olabilir. Yöneticiler genellikle birleşme ve satın alma kararlarını ard arda gerçekleştirmektedir. Gerçekleştirilen birleşme ve satın alma kararının firmaya olan etkisi belirlenmeden yeni bir birleşme ve satın almanın gerçekleştirilmesi yöneticilerin bu kararı doğru olarak algılamasına neden olup güven düzeylerinde artışı tetikleyerek yeni bir birleşme ve satın almaya sevk ediyor olabilir. Bu sonuç Billet ve Qian (2005) ve Doukas ve Petmezas (2007) çalışmalarına benzerlik göstermektedir.

Araştırmanın ikinci kısmında birleşme ve satın alma gerçekleştiren yöneticilerde aşırı güvenin firma değerine etkisi incelenmiştir. Araştırmada firma değeri olarak üç farklı model kullanılmıştır. Aşırı güven değişkeni yönetici özellikleri dikkate alınarak oluşturulmuştur. Yapılan analiz sonucunda aşırı güven değişkeni ile firma değeri arasında negatif yönlü bir etki görülmesine rağmen anlamlı bir sonuç elde edilemediği için araştırmaya kontrol değişkenlerinin eklenmesine karar verilmiştir. Kontrol değişkenleri eklenirken hem yönetici güveninde hem de firma değerine etkisi olan değişkenler araştırmaya dahil edilmiştir.

Yapılan araştırma sonucunda aşırı güven değişkeninin sadece girişim değerinin firma değeri olarak kullanıldığı modelde firma değerine istatistiki olarak %1 önem düzeyinde anlamlı negatif etkisi olduğu bulunmakla birlikte, yapılan araştırma sonucunda tobin q ve borsa değerinin firma değeri olarak kullanıldığı her iki modelde de işaretin yönünün negatif olduğu tespit edilmiştir. Bu durum aşırı güvenin firma değerini negatif yönde etkilediğini göstermiştir. Aşırı güvenin firma değerini negatif yönde etkilemesi yönetici aşırı güveninin yöneticilerde yanlış hesaplamalara yol açtığını, başarıları kendilerine atfetmeleri nedeniyle bu kararı aldıkları ve yöneticilerin aşırı güven dolayısıyla yatırımın riskini hafife alarak iyimser davrandıklarını ve yanlış bir yatırım kararı verdiklerini gösterebilir. Elde edilen bu sonuç Malmendier ve Tate (2004), Lu, Taffle ve John (2009), Lin, Machgluk, Oppenheimer ve Reif (2008), Baker, Dutta, Saadi ve Zhu (2012) ve Lui ve Xie (2011) çalışmaları ile benzerlik göstermektedir.

Tobin q ve girişim değerinin firma değeri olarak kullanıldığı modellerde PD/DD oranı ile firma değeri arasında istatistiki olarak %1 önem düzeyinde anlamlı negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. PD/DD oranının yükselmesi firmanın özsermayesinin defter değerinden daha fazla piyasa değerine sahip olduğunu gösterir. PD/DD oranı artarken firma değerinin düşmesi yatırımcılar açısından firmanın aşırı değerlendirildiği anlamına gelebilir. Fakat yönetici aşırı güveni açısından durumu ele aldığımızda bu durum, yöneticinin iyimser ve/veya aşırı güvenli davranarak yatırım kararı almasını etkilemiş ve yanlış yatırım kararı alması sonucunda alınan bu kararın piyasa tarafından olumsuz olarak algılandığını gösterebilir. Elde edilen bu sonuç PD/DD oranının firma değerini anlamlı ve pozitif etkilediği sonucuna ulaşan Birgili ve Düzer (2010) ve Ayrıçay ve Türk (2014) çalışmalarıyla benzerlik göstermemektedir. Bu durumun nedeni birleşme ve satın alma gerçekleştiren firmaların özelliklerinin farkı olmasından kaynaklanabilir.

Bu çalışmanın literatüre katkısı finansal karar alırken yönetici güvenini belirleyen bir ölçek geliştirilmiş olmasıdır. Yapılan yerli ve yabancı literatür araştırması sonucunda ulaşılan kaynaklarda bu ihtiyacı karşılayacak bir ölçeğin var olmadığı görülmüştür. Bu ihtiyacın giderilmesi için ölçek geliştirilmesine karar verilmiştir. Geliştirilen bu ölçek bu konuda ülkemizde geliştirilen öncü ölçek olma özelliği taşımaktadır. Geliştirilen bu ölçek ile yöneticilerin finansal karar alırken güvenli davranmalarının birleşme ve satın alma kararları üzerine bir etkisi olup olmadığı belirlenmeye çalışılmıştır.

Yapılan çalışmanın literatüre diğer bir katkısı ise birleşme ve satın alma gerçekleştiren yöneticilerde aşırı güven davranışının firma değeri üzerine bir etkisinin olup olmadığının araştırılmasıdır. Yapılan yerli ve yabancı literatür araştırması sonucunda ulaşılan kaynaklarda yönetici aşırı güveninin firma değerine etkisi araştırılmış olmakla birlikte, birleşme ve satın almalarda yönetici aşırı güveninin firma değeri üzerine etkisini araştıran bir çalışmaya rastlanmamıştır.

Bu çalışmanın akademik çalışmalara katkısının yanısıra yöneticilere de katkısı olacağı düşünülmektedir. Firmada alınan kararların firma değeri üzerindeki etkisi ve bu kararların alınmasında yöneticilerin söz sahibi olduğu düşünüldüğünde yöneticilerin finansal karar alırkenki davranışlarında hangi önyargıların hatalara neden olabileceğinin farkında olunması önemli olabilir. Ayrıca firmada alınan finansal kararlarda yapılan hataların en aza indirilmesinde yöneticilerin karar alırken etkilenebileceği önyargıları tanımaları hatalarının azaltılmasında etkili olabilir. Bu nedenle yöneticilerde karşılaşılabilecek önyargıların farkındalığının sağlanması vasıtasıyla çalışmanın yöneticilere de katkısı olacağı düşünülmektedir. Ayrıca, bu konu hakkında daha sonra çalışma yapmayı düşünenlere yönetici sayısını artırmaları ya da kullanılan dönemi değiştirmeleri tavsiye edilmektedir.

## KAYNAKÇA

- Ackert, L. F., Church, B. K., and Deaves, R. (2003). Emotion And Financial Markets. *Economic Review-Federal Reserve Bank of Atlanta*, 88(2), 33.
- Adam, T.R., Fernando C.S., and Golubeva, E. (2012). Managerial Overconfidence and Corporate Risk Management. SFB 649 Discussion Paper 2012-018. 1-37.
- Adams, R. B., Almeida, H., and Ferreira, D. (2005). Powerful Ceos and Their Impact on Corporate Performance. *The Review of Financial Studies*, 18(4), 1403-1432.
- Aghabaki, M. (2014). *Kurumsal Yönetim İlkeleri ile Firma Değeri ve Hisse Senedi Getiri Oranı Arasındaki İlişkisi: İmkb'de Bir Uygulama*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Erzurum.
- Aguiar, R. A., and Sales, R. M. (2010, December), "Overreact Analysis in the American Stock Market: A Fuzzy C-means Algorithm Approach," *International Journal of Trade, Economics and Finance*, Vol.1, No.4, 325-330.
- Aguila, N. (2009, Mayo), "Behavioral Finance: Learning From Market Anomalies and Psychological Factors," *Revista de Instituciones, Ideasy Mercados* NO: 50, 47-104, ISSN 1852-5970.
- Akgöbek, İ. (2011). *Büyüme Stratejisi Olarak Şirket Birleşme ve Satın Almaları Türk Perakende Sektöründe Bir Araştırma*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Karaman.
- Akgüç, Ö. (1998). *Finansal Yönetim* (8. Baskı). İstanbul: Avcıol Basım Yayın.
- Akin, H. (2009). *Menkul Kıymet Portföy Yatırımlarında Davranışsal Finans Yönteminin Kullanılması ve Bir Uygulama Örneği*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimleri Enstitüsü, Konya.
- Akinbuli, S. F., and Kelilume, I. (2013). The Effects of Mergers and Acquisition on Corporate Growth And Profitability: Evidence From Nigeria. *Global Journal of Business Research*, 7 (1), 43-58.
- Akkum, T. (2000, Mayıs). Firmalarda Yeniden Yapılanma (I): Firmaların Büyümesi Satın Alma ve Birleşmeler. *Yönetim*, Yıl 11, Sayı 36, 51-67.

- Aksoy, T., ve Şahin, I. (2009). *Belirsizlik Altında Karar Alma: Geleneksel ve Modern Yaklaşımlar* (No. 2009/7). Discussion Paper.
- Aktaş, F.B. (2012). *Davranışsal Finans ve Yatırımcı Psikolojisi İMKB Üzerine Ampirik Bir Analiz*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Alevy, J., Landry, C., and List, J. (2008). Anchors Away: Field Experiments on Anchoring of Economic Valuations. *WorkingPaper0810 GreenvilleNCEast Carolina*.
- Ali, A. M., and Anis, J. (2012). CEO Emotional Bias and Dividend Policy: Bayesian Network Method. *Business and Economic Horizons (BEH)*, 7(1232-2016-101100), 1.
- Alkan, G. İ., ve Demireli, E. (2007). Türkiye’de Kullanılan Bazı Şirket Değerleme Yöntemleri ve Bir Uygulama. *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 9(2), 27-39.
- Altay, E. (2008). Sermaye Piyasasında Sürü Davranışı: İMKB’de Piyasa Yönünde Sürü Davranışının Analizi. *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar*, 2(1), 27-58.
- Anaberk, Z. (2008). *Şirket Birleşmelerinin İnsan Kaynakları Politikası Açısından Değerlendirilmesi: Avea Örnek Olay İncelemesi*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Anderson, C., and Brion, S. (2010). *Overconfidence and the Attainment Of Power*. Unpublished manuscript. University of California at Berkeley.
- Andreou, P. C., Doukas, J. A., and Louca, C. (2011). *Corporate Diversification and Managerial Overconfidence*. Working Paper, Durham, UK: Durham University Business School.
- Andreou, P. C., Cooper, I., de Olalla Lopez, I. G., and Louca, C. (2018). Managerial Overconfidence and The Buyback Anomaly. *Journal of Empirical Finance*, 49, 142-156.
- Atik, M., Köse, Y., ve Yılmaz, B. (2015). Türk Bankacılık Sektöründe Konut Kredisi Kullanan Tüketicilerin Davranış Kararlarını Şekillendiren Eğilimlerden “Sürü Davranışı” Varlığının Araştırılması. *International Journal of Economic & Administrative Studies*, 8(15), 193-206.
- Aydın, N. (1990). *İşletmelerin Birleşmesinde Finansal Analiz ve Bir Uygulama Örneği*. Ankara: TOBB Yayınları.
- Aydın, N., Başar, M., ve Çoşkun, M. (2010). *Finansal Yönetim*. Ankara: Detay Yayıncılık.

- Aydın, N., Şen, M., ve Berk, N. (2012). *Finansal Yönetim I*. (1. Basım). Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları.
- Aydın, Ü., ve Ağan, B. (2016). Rasyonel Olmayan Kararların Finansal Yatırım Tercihleri Üzerindeki Etkisi: Davranışsal Finans Çerçevesinde Bir Uygulama. *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, Cilt 12, Yıl 12, Sayı 2, 95-112.
- Ayrıçay, Y., ve Türk, V. E. (2014). Finansal Oranlar ve Firma Değeri İlişkisi: BİST’de Bir Uygulama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (64), 53-70.
- Aygün, M., ve İç, S. (2010). Genel Müdürün Aynı Zamanda Yönetim Kurulu Üyesi Olması Firma Performansını Etkiler mi?. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (47). 192-201.
- Baccar, A., Ben Mohamed, E., and Bouri, A. (2013). Managerial Optimism, Overconfidence and Board Characteristics: Towards A New Role Of Corporate Governance. *Australian Journal of Basic and Applied Sciences*, 7(7), 287-301.
- Baddeley, M. (2010). Herding, Social Influence and Economic Decision-Making: Socio-Psychological and Neuroscientific Analyses. *Philosophical Transactions of the Royal Society B: Biological Sciences*, 365(1538), 281-290.
- Baddeley, M. (2011). A Behavioural Analysis of Online Privacy and Security. Web: <http://www.econ.cam.ac.uk/dae/repec/cam/pdf/cwpe1147.pdf>, 25 Haziran 2017’de alınmıştır.
- Baddeley, M., Burke, C., Schultz, W., and Tobler, P. (2012). Herding in Financial Behaviour: A Behavioural and Neuroeconomic Analysis of Individual Differences. Web: <https://www.repository.cam.ac.uk/bitstream/handle/1810/257113/cwpe1225.pdf?sequence=1>, 26 Nisan 2018’de alınmıştır.
- Baker, H. K., Dutta, S., Saadi, S., and Zhu, P. (2012). Are Good Performers Bad Acquirers?. *Financial Management*, 41(1), 95-118.
- Baker, M., and Wurgler, J. (2012). Behavioral Corporate Finance: An Updated Survey. Forthcoming in *Handbook of the Economics of Finance: Volume 2* George M. Constantinides, Milton Harris, and Rene M. Stulz, Eds. Elsevier Press. 1-80.
- Baker, H. K., and Nofsinger, J.R. (Editörler). (2010). Behavioral Finance, Investors, Corporations, and Markets. JohnWiley & Sons, Inc., Canada.
- Banerjee, A.V. (1992). A Simple Model Of Herd Behavior. *The Quarterly Journal of Economics*, 107(3), 797-817.

- Barak, O. (2006). *Hisse Senedi Piyasalarında Anomaliler ve Bunları Açıklamak Üzere Geliştirilen Davranışsal Finans Modelleri –İMKB’de Bir Uygulama-*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Barber, B.M., and Odean, T. (2005). *Advances in Behavioral Finance* (Vol. 2). Thaler, R. H., (Eds), *Individual Investors* (pp. 443-469). Princeton University Press.
- Barberies, N., and Thaler, R. (2003). Handbook of the Economics of Finance. Constantinides, G.M., Harris, M., and Stulz, R. (Eds). *A Survey of Behavioral Finance* (pp.1052-1090). Elsevier Science B.V.
- Barberies, N., Shleifer, A., and Vishny, R.W. (2005). *Advances in Behavioral Finance* (Vol. 2). Thaler, R. H., (Eds), *A Model of Investor Sentiment* (pp. 423-459), Princeton University Press.
- Barnard, J.W. (2008). Narcissism, Over-Optimism, Fear, Anger, and Depression: The Interior Lives of Corporate Leaders. *University of Cincinnati Law Review*, 77, 405-430.
- Bayar, Y. (2011). Yatırımcı Davranışlarının Davranışçı Yaklaşım Çerçevesinde Değerlendirilmesi. *Girişimcilik ve Kalkınma Dergisi*, (6:2), 133-160.
- Bayar, Y. (2012). *Davranışsal Finans Perspektifinden Küresel Finansal Krizin Yatırımcı Davranışlarına Etkileri*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Bayırlı, R. (2006). *Yaratıcı Muhasebe, Etik, Firma Değeri ve Örnek Bir Uygulama*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Bayrak, O. K. (2012, Ağustos). Davranışsal Finans. *Sermaye Piyasasında Gündem Dergisi*, Sayı 120, ISSN 1304-8155, 6-17.
- Bayraktaroğlu A. (2009). *Hissedar Değeri ile Geleneksel ve Çağdaş Finansal Performans Ölçütleri Arasındaki İlişki: İMKB Şirketleri Üzerine Bir Uygulama*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kayseri.
- Beber, A., and Fabbri, D. (2012). Who Times The Foreign Exchange Market? Corporate Speculation and CEO Characteristics. *Journal of Corporate Finance*, 18(5), 1065-1087.
- Beckhaus, G.M. (2013). Comply or Explain-A Flexible Mechanism to Countervail Behavioral Biases in M&A Transactions. *University Of Miami Business Lawreview*, 21, 183.



- Ben-David, I., Graham, J.R., and Harvey, C.R. (2007). Managerial Overconfidence and Corporate Policies (No. w13711). *National Bureau of Economic Research*.
- Ben-David, I., Graham, J.R., and Harvey, C.R. (2013). Managerial Miscalibration. *The Quarterly Journal of Economics*, 128(4), 1547-1584.
- Berk, N. (2000). *Finansal Yönetim*. (5. Baskı). İstanbul: Türkmen kitabevi.
- Berke, B., Özcan, B., ve Dizdarlar, H.I., (2014, Ekim). Döviz Piyasasının Etkinliği: Türkiye için Bir Analiz. *Ege Akademik Bakış Dergisi*, Cilt: 14, Sayı: 4, 621-636.
- Brennan, N. M., and Conroy, J. P. (2013). Executive Hubris: The Case of A Bank CEO. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 26(2), 172-195.
- Berlo, K. (2014). *The Influence Of CEO and CFO Overconfidence on Earnings Management*. Master Thesis, Faculty of Economics and Business, University of Amsterdam.
- Bertrand, M., and Schoar, A. (2003). Managing With Style: The Effect of Managers on Firm Policies. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(4), 1169-1208.
- Bhattacharya, R. (2012). Behavioral Finance: An Insight Into The Psychological and Sociological Biases Affecting Financial Decision of Investors. *ZENITH International Journal of Business Economics & Management Research*, 2(7), 147-157.
- Bikhchandani, S., and Sharma, S. (2000). Herd Behavior in Financial Markets. *IMF Staff papers*, 47(3), 279-310.
- Bilir, H., ve Kulalı, İ. (2014). İndirgenmiş Nakit Akış ve Göreceli Değerleme Yöntemlerinin Karşılaştırılması. *Siyaset, Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi*, 2(2), 39-55.
- Billett, M. T., and Qian, Y. (2005). Are Overconfident Managers Born or Made? Evidence of Self-Attribution Bias from Frequent Acquirers. Web: <http://www.econ.yale.edu/~shiller/behfin/2005-11/qian-billett.pdf>, 16 Eylül 2017'de alınmıştır.
- Birgili, E., ve Düzer, M. (2010). Finansal Analizde Kullanılan Oranlar ve Firma Değeri İlişkisi: İMKB'de Bir Uygulama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (46), 74-83.
- Bisen, V., and Pandey M. (2013, June). Applying Behavioural Finance by Analysing Investor Behaviour in Lucknow City. *Indian Journal of Applied Research*, 3(6), 353-355.

- Boles, J., Davydov, Y., and Volkman-Wise, J. (2014). *CEO Overconfidence, Corporate Governance, and the Demand for Directors and Officers Insurance*. Working paper.
- Borghgraef, T. (2014). *Acquisition Motives and Methods of Financing*. Master Thesis. Ghent University.
- Bostancı, F. (2003). *Davranışçı Finans*. Sermaye Piyasası Kurulu, Yeterlilik Etüdü, İstanbul.
- Brizek, M. G. (2014). Comparative Analysis of Individual Investor Portfolios Based on Behavioral Finance and Efficient Market Theories. *Research in Business and Economics Journal*, Web: <https://pdfs.semanticscholar.org/748c/88cb4aa4bfb8bd635d37d21e36077cc64998.pdf>, 16 Kasım 2018'de alınmıştır.
- Bulut, E., ve Er, B. (2018). Yönetici İyimserliğinin Kurumsal Yatırım Kararları Üzerindeki Etkileri: Turizm Sektörü Örneği. *Journal of Accounting & Finance*, (77).
- Büker, S., Aşıkoğlu, R., ve Sevil, G. (2011). *Finansal Yönetim*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları.
- Büyüköztürk, Ş. (2002). Faktör Analizi: Temel Kavramlar ve Ölçek Geliştirmede Kullanımı. *Kuram ve Uygulamada Eğitim Yönetimi Dergisi*, 8(4), 470-483.
- Büyüköztürk Ş., Çakmak E.K., Akgün Ö.E, Karadeniz Ş.ve Demirel F. (2008). *Bilimsel Araştırma Yöntemleri* (1. Baskı), Ankara: Pegem Akademi.
- Brealey, R.A., Myers, S.C., and Marcus, A.J. (2007). *İşletme Finansının Temelleri*. (Çev. Bozkurt, Ü., Arıkan, T., ve Doğukanlı, H.) İstanbul: Mac Graw Hill-Literatür. (Eserin orijinali 1995'de yayımlanmıştır).
- Brown, R., and Sarma, N. (2007). CEO Overconfidence, CEO Dominance and Corporate Acquisitions. *Journal of Economics and Business*, 59(5), 358-379.
- Byrne, A., Utkus, S.P. (2013). Behavioural Finance. Web: <https://www.vanguard.co.uk/documents/portal/literature/behaviourial-finance-guide.pdf>, 15 Ocak 2018'de alınmıştır.
- Caliendo, F., and Huang, K.X. (2007). Overconfidence in Financial Markets and Consumption Over The Life Cycle. Working Paper No. 07-3.
- Ceylan, A., ve Korkmaz T. (2008), *İşletmelerde Finansal Yönetim (10. Basım)*, Bursa: Ekin Basın Yayım Dağıtım.

- Chambers, N. (2009). *Firma Değerlemesi* (2. Baskı). İstanbul: Beta Basım Dağıtım Yayınları.
- Chang, C., Jiang, J., and Kim, K.A. (2009). A Test of The Representativeness Bias Effect on Stock Prices: A Study of Super Bowl Commercial Likeability. *Economics Letters*, 103(1), 49-51.
- Chena, S. S., Hoa, K. Y., and Ho, P.H. (2010). CEO Overconfidence and the Long-Term Performance Following Unexpected R&D Increases. Web: [http://www.fin.ntu.edu.tw/~conference/conference2010/proceedings/proceeding/7/7-1\(A210\).pdf](http://www.fin.ntu.edu.tw/~conference/conference2010/proceedings/proceeding/7/7-1(A210).pdf), 5 Şubat 2017'de alınmıştır.
- Chen, H. J., and Chen, C.H. (2012). *Managerial Overconfidence and Bank Risk Taking: A Cross-Country Analysis* (No. 1). Working Paper.
- Cihangir, M. (2004). *Türkiye'de Banka Birleşmeleri ve Birleşen Bankaların Verimlilik ve Etkinliğinin Ölçülmesi Üzerine Karşılaştırmalı - Uygulamalı Bir İnceleme*. Yayımlanmamış Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Cooper, A.C., Woo, C.Y., and Dunkelberg, W.C. (1988). Entrepreneurs' Perceived Chances For Success. *Journal of Business Venturing*, 3(2), 97-108.
- Croci, E., Petmezas, D., and Vagenas-Nanos, E. (2010). Managerial Overconfidence in High And Low Valuation Markets and Gains to Acquisitions. *International Review of Financial Analysis*, 19(5), 368-378.
- Curtis, G. (2004). Modern Portfolio Theory and Behavioral Finance. *The Journal of Wealth Management*, 7(2), 16-22.
- Çalışkan, B.Ö., Yavuz, M., ve Akca, M. (2017). Elektronik Ortamda Alışveriş Yapan Tüketicilerin Algıladıkları Web Sitesi Hizmet Kalitesi ve Bilişsel Çelişkileri Arasındaki İlişkide Kurumsal İtibarin Rolü. *Sosyal Bilimler Dergisi*, 4(13), 136-146.
- Çiftçi, M., ve Seymen, R. (2011). Türkiye'de 1995'ten 2004'e Kamusal Sağlık Hizmetlerinde Bölgelerarası Uyumlaşma Süreci. *Uluslararası İnsan Bilimleri Dergisi*, 8(2), 1073-1089.
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining The Value of Any Asset (Third Edition)*. John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2016). *Damodaran on Valuation: Security Analysis For Investment and Corporate Finance*. John Wiley & Sons.

- De Bondt, W.F., Muradoglu, Y.G., Shefrin, H., and Staikouras, S.K. (2008). Behavioral finance: Quo vadis?. ***Journal of Applied Finance (Formerly Financial Practice and Education)***, Vol. 18, No. 2.
- De Bodt, E., Cousin, J.G., and Roll, R. (2014). *The Hubris Hypothesis: Empirical Evidence*. Web: <https://authors.library.caltech.edu/79433/1/sswp1390.pdf>, 23 Mart 2017'de alınmıştır.
- Demirgüneş, K. (2016, Ocak). Firma Değerinin Finansal Belirleyicileri: Ampirik Bir Analiz. ***Kastamonu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi***, Sayı:11, 159-179.
- Demirkol, İ. (2006). *Entelektüel Sermayenin Firma Değerine Etkisi ve İMKB'de Sektörel Uygulamalar*. Yayımlanmamış Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Deo, M., and Shah, A. (2012). Testing Hubris Hypothesis of Mergers And Acquisitions: Evidence from India. ***Business & Management Quarterly Review***, 3(2), 48-58, 2012 ISSN 2180-2777.
- Dimson, E., and Mussavian, M. (1998). A Brief History of Market Efficiency. ***European Financial Management***, 4(1), 91-103.
- Doğukanlı, H., Ergün, B. (2011). Davranışsal Finans Etkin Piyasalara Karşı: Aşırı Tepki Hipotezinin İmkb'de Araştırılması, ***Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi***, Cilt 20, Sayı 1, 2011, Sayfa 321-336.
- Doukas, J. A., and Petmezas, D. (2007). Acquisitions, Overconfident Managers and Self- Attribution Bias. ***European Financial Management***, 13(3), 531-577.
- Döm, S. (2003). *Yatırımcı Psikolojisi: İMKB Üzerine Ampirik Bir Çalışma*. Değişim Yayınları.
- Dürüst, Ç. (2017). Bilişsel Çelişki Kuramına Göre Boşanmış Bireylerin Değerlendirilmesi. ***Turkish International Journal of Special Education an Guidance & Conselling***. Vol, 6(2).
- Ede, M. (2007). *Davranışsal Finans ve Bireysel Yatırımcı Davranışları Üzerine Ampirik Bir Uygulama*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul.
- Eichholtz, P., and Yonder, E. (2011, September). CEO Overconfidence, Corporate Investment Activity, and Performance: Evidence from REITs. In ***The 2011 Annual Meeting of the Academy of Behavioral Finance & Economics*** (p. 128).

- Ekici, H. (2013). Şirket Değerleme Kavramı, Değerleme Kavramının Farklı Alanlar Açısından İncelenmesi ve Değerlemenin Hukuksal Boyutu. *Vergi Sorunları Dergisi*, 303, 161-168.
- Eller, E., Lerner, E., Streicher, P.D.B., Sachs, R., and Re, M. (2013). *Psychological Influences on the Individual Assessment of Risks*. Emerging Risk Discussion Paper). Munich. Retrieved from [https://www.munichre.com/site/corporate/get/documents/mr/assetpool.shared/Documents/0\\_Corporate%20Website/1\\_The%20Group/Focus/Emerging%20Risks/2013-09-emerging-risk-discussion-paper-en.Pdf](https://www.munichre.com/site/corporate/get/documents/mr/assetpool.shared/Documents/0_Corporate%20Website/1_The%20Group/Focus/Emerging%20Risks/2013-09-emerging-risk-discussion-paper-en.Pdf), 15 Ekim 2017'de alınmıştır.
- El-Khatib, R., Fogel, K., and Jandik, T. (2012). CEO Network Centrality and Merger Performance. Web: [www.researchgate.net/publication/256015794\\_CEO\\_Network\\_Centrality\\_and\\_Merger\\_Performance](http://www.researchgate.net/publication/256015794_CEO_Network_Centrality_and_Merger_Performance), 30 Haziran 2018'de alınmıştır.
- Elmas, B. (1997). Sermaye Piyasalarında Etkinlik ve Sınırlı Arbitraj: İmkb'den Deliller. *İMKB Dergisi*, Cilt: 13 Sayı: 49 ISSN 1301-1650, s.43-62.
- Ercan, M.K., ve Üreten, A. (2000). *Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Ercan, M.K., Öztürk, M.B., ve Demirgüneş, K. (2003). *Değere Dayalı Yönetim ve Entelektüel Sermaye*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Ercan, M.K., Öztürk, M.B., Küçük Kaplan İ., Başçı, E. Ş., ve Demirgüneş, K. (2006). *Firma Değerlemesi ve Banka Uygulaması*. İstanbul: Literatür Yayınları.
- Ercan, M. K. ve Ban, Ü. (2010). *Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim* (6. Baskı). Ankara: Gazi Kitabevi.
- Erkuş, A. (2011). *Davranış Bilimleri için Bilimsel Araştırma Süreci* (3. Baskı). Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Erkuş, A. (2012). Varolan Ölçek Geliştirme Yöntemleri ve Ölçme Kuramları Psikolojik Ölçek Geliştirmede Ne Kadar İşlevsel: Yeni Bir Öneri. *Eğitimde Ve Psikolojide Ölçme Ve Değerlendirme Dergisi*, 3(2), 279-290.
- Erkuş, A. (2016). *Psikolojide Ölçme ve Ölçek Geliştirme-I Temel Kavramlar ve İşlemler*. (3. Baskı). Ankara: Pegem Akademi.
- Erkuş, A. (2018). *Ölçme Geliştirme Seminer Notları*. Mersin Turizm Mezunları Derneği.
- Ertekin, Y., ve Yurtsever, G. (2001). Yönetimde Narsisizm Üzerine Bir Deneme. *Amme İdaresi Dergisi*, 34(3), 37-45.

- Eser, R., ve ToıgonBaeva, D. (2011, Nisan). Psikoloji ve İktisadın Birleşimi Olarak, Davranışsal İktisat. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İibf Dergisi*, 6(1), 287- 321.
- Everts, T. (2007). *CFO, Optimism and Overconfidence*. Master Thesis, Faculty of Economics and Business Administration Maastricht University
- Eyceyurt, T., ve Serçemeli, M. (2013). Şirket Birleşme ve Satın Almalarının Hisse Senedi Fiyatına Etkisi. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*. 27(1), 159-175.
- Faikoğlu, S. (2012). *İMKB’de İşlem Yapan Bireysel Yatırımcıların Davranışsal Finans Açısından İncelenmesi*. Yayımlanmamış Doktora Tezi, Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Sakarya.
- Fairchild, R.J. (2005). The Effect of Managerial Overconfidence, Asymmetric Information, and Moral Hazard on Capital Structure Decisions. Web: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=711845](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=711845), 9 Eylül 2017’de alınmıştır.
- Fama, E.F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Fama, E.F. (1991). Efficient Capital Markets: II. *The Journal of Finance*, 46(5), 1575-1617.
- Farahmand, F., and Spafford, E.H. (2009, June). Insider Behavior: An Analysis of Decision Under Risk. *In Proceedings Of The 1st International Workshop On Managing Insider Security Threats (MIST 2009)* (p. 22).
- Felleg, R., Moers, F., and Renders, A. (2012). Investor Reaction to Higher Earnings Management Incentives of Overoptimistic Ceos. *The Accounting Review*, 85(6), 1951-1984.
- Fernandez, P. (2007). Company Valuation Methods. The Most Common Errors in Valuations. *IESE Business School*, 1-27.
- Frieder, L. (2004). Evidence on Behavioral Biases in Trading Activity. Web: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=479983](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=479983), 16 Kasım 2018’de alınmıştır.
- Forbes, D.P. (2005). Are Some Entrepreneurs More Overconfident Than Others?. *Journal Of Business Venturing*, 20(5), 623-640.
- Forster, W.R., and Sarasvathy, S.D. (2007). *When Hubris Is Good: An Error Based Theory of Entrepreneurial Overconfidence*. Working paper, Darden Graduate School of Business, University of Virginia, Virginia.

- Forrester, R.C. (2014). *Behavioral Finance: Factors Influencing Angel Investor Decisions*. Doktoral Thesis, Coles College of Business Kennesaw State University.
- Fuller, R.J. (1998). Behavioral Finance and The Sources of Alpha. *Journal of Pension Plan Investing*, 2(3), 291-293.
- Fulton, M., and Larson, K.A. (2009). Overconfidence and Hubris: The Demise of Agricultural Co-Operatives in Western Canada. *Journal of Rural Cooperation*, 37(886-2016-64662), 166.
- Gervais, S. (2009). Behavioral Finance: Capital Budgeting and Other Investment Decisions. *Fuqua School of Business Duke University*, 3, Web:  
<https://faculty.fuqua.duke.edu/~sgervais/Research/Papers/BookChapter.OvCapitalBudgeting.pdf>, 22 Mat'ta alınmıştır.
- Gervais, S., Heaton, J.B., and Odean, T. (2002). The Positive Role of Overconfidence and Optimism in Investment Policy. *Rodney L White Center for Financial Research-Working Papers*.
- Gervais, S., Heaton, J.B., and Odean, T. (2003). Overconfidence, Investment Policy, and Executive Stock Options. *Rodney L. White Center for Financial Research Working Paper*, 15(02).
- Gervais, S., Heaton, J.B., and Odean, T. (2011). Overconfidence, Compensation Contracts, and Capital Budgeting. *The Journal of Finance*, 66(5), 1735-1777.
- Gippel, J.K. (2013). A Revolution in Finance?. *Australian Journal of Management*, 38(1), 125-146.
- Glaser, M., Nöth, M., and Weber, M. (2003). Behavioral Finance. *Rationalitätskonzepte, Entscheidungsverhalten und ökonomische Modellierung*, 3.
- Goel, A.M., and Thakor, A.V. (2002). Do Overconfident Managers Make Better Leaders. *Working Paper, University of Michigan*.
- Gort, C. (2009). Overconfidence and Active Management: An Empirical Study Across Swiss Pension Plans. *The Journal of Behavioral Finance*, 10(2), 69-80.
- Gökbulut, R.İ. (2009). *Hissedar Değeri ile Finansal Performans Ölçütleri Arasındaki İlişki ve İMKB Üzerine Bir Araştırma*. Yayımlanmamış Doktora Tezi. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Graham, J. R., Harvey, C.R., and Puri, M. (2013). Managerial Attitudes and Corporate Actions. *Journal of Financial Economics*, 109(1), 103-121.

- Griffin, D., and Tversky, A. (1992). The Weighing of Evidence and The Determinants of Confidence. *Cognitive Psychology*, 24(3), 411-435.
- Gürbüz, A.O., Ergincan, Y. (2004). *Şirket Değerlemesi Klasik ve Modern Yaklaşımlar*. İstanbul: Literatür Yayıncılık Dağıtım.
- Gürbüz, S. ve Şahin, F. (2014). *Sosyal Bilimlerde Araştırma Yöntemleri Felsefe-Yöntem-Analiz*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Güriş, S., Çağlayan, E. (2005). *Ekonometri Temel Kavramlar*. İstanbul: Der Yayınları:282.
- Gürsoy, C.T. (2007). *Finansal Yönetim İlkeleri*. İstanbul: Doğu Üniversitesi Yayınları.
- Gürünlü, M. (2011, Temmuz). Finansal Piyasaların Etkinliği Teorisinden Davranışsal Finansa: Finans Teorisinin Evrimi. *Maliye Finans Yazıları*, Yıl: 25 Sayı: 92, 31-50.
- Hackbarth, D. (2008). Managerial Traits and Capital Structure Decisions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(4), 843-881.
- Han, S., Lai, C.G., and Ho, C.L. (2015, August). CEO Confidence or Overconfidence? The Impact of CEO overconfidence on Risk Taking and Firm Performance in the US Property-Liability Insurance Companies. *In Third World Risk and Insurance Economics Congress (WRIEC)*.
- Hatipoğlu, Y.Z. (2012). Davranışsal İktisat: Bilişsel Psikoloji ile Krizi Anlamak. 3.Uluslararası Ekonomi Konferansı, Web: [https://www.researchgate.net/profile/Zeliha\\_Hatip/publication/289999508\\_full\\_article\\_of\\_the\\_conferencedavranissal\\_iktisatbilissel\\_psikoloji\\_i\\_le\\_krizi\\_anlamakbehavioral\\_economicsunderstanding\\_the\\_crisis\\_with\\_congitive\\_w\\_psychology/links/56942c2008ae820ff072b85a.pdf](https://www.researchgate.net/profile/Zeliha_Hatip/publication/289999508_full_article_of_the_conferencedavranissal_iktisatbilissel_psikoloji_i_le_krizi_anlamakbehavioral_economicsunderstanding_the_crisis_with_congitive_w_psychology/links/56942c2008ae820ff072b85a.pdf), 10 Mart 2018'de alınmıştır.
- Hayta, A.B. (2014). Bireysel Yatırımcıların Finansal Risk Algısına Etki Eden Psikolojik Önyargılar. *Türkiye Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 183(183), 329-352.
- Heath, C., and Tversky, A. (1991). Preference and Belief: Ambiguity and Competence in Choice Under Uncertainty. *Journal of risk and uncertainty*, 4(1), 5-28.
- Heaton, J.B. (2002). Managerial Optimism and Corporate Finance. *Financial Management*, 33-45.
- Heaton, J.B. (2005). *Advances in Behavioral Finance: Volume II*. (Edt. Thaler, R.H.), Princeton University Press, New York.



- Hiller, N.J., and Hambrick, D.C. (2005). Conceptualizing Executive Hubris: The Role of (Hyper-) Core Self-Evaluations in Strategic Decision-Making. *Strategic Management Journal*, 26(4), 297-319.
- Huang, J., and Kisgen, D.J. (2013). Gender and Corporate Finance: Are Male Executives Overconfident Relative to Female Executives?. *Journal of Financial Economics*, 108(3), 822-839.
- Ifcher, J., and Zarghamee, H. (2011). Negative Affect and Overconfidence: A Laboratory Investigation. Web: [pdfs.semanticscholar.org/f902/ca32d8791d4fc7fcd2729179d20d0fb6d211.pdf](https://pdfs.semanticscholar.org/f902/ca32d8791d4fc7fcd2729179d20d0fb6d211.pdf), 10 Mart 2018'de alınmıştır.
- Inoue, K., Kato, H.K., and Yamasaki, T. (2012). Managerial Overconfidence: Evidence From Japanese Ceos. Web: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2043681](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2043681), 13 Eylül 2017'de alınmıştır.
- İçke, B.T. (2006). *Firma Birleşme ve Satın Almalarının Hisse Senedi Değeri Açısından Analizi ve İMKB'de Bir Uygulama*. Yayımlanmamış Doktora Tezi. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- İskenderoğlu, Ö., Karadeniz, E., ve Ayyıldız, N. (2015). Enerji Sektörünün Finansal Analizi: Türkiye ve Avrupa Enerji Sektörü Karşılaştırması. *İşletme ve İktisat Çalışmaları Dergisi*, 3(3), 86-97.
- İvgen, H. (2003). *Hisse senedi Yatırımcıları Analistler ve Şirket Yöneticileri İçin Şirket Değerleme*. İstanbul: Finnet Yayınları.
- Janiszewski, C., and Uy, D. (2008). Precision Of The Anchor Influences The Amount of Adjustment. *Psychological Science*, 19(2), 121-127.
- Kahneman, D., and Tversky, A. (1984). Choices, Values and Frames. *American Psychologist*, 4, 341-350.
- Kahneman, D., and Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 47(2), 263-291.
- Kahyaoğlu, M.B. (2012). Demografik ve Sosyo Ekonomik Faktörlerin Aşırı Güven Bilişsel Önyargısı Üzerindeki Etkisi: İMKB Bireysel Hisse Senedi Yatırımcıları Üzerine Bir Analiz. *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, Cilt: 49, Sayı 563, 73-87.
- Kahyaoğlu, M. B., ve Ülkü, S. (2012). Temsililik Hevristikinin Algılanan Risk Üzerindeki Etkisi: İMKB Bireysel Hisse Senedi Yatırımcıları Üzerine Bir Uygulama. *Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi*, 4(1), 53-59.

- Kalaycı, Ş. (Editör). (2005). SPSS Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistik Teknikler, Ankara: Asil Yayın Dağıtım.
- Karagöz, Y., ve Kösterelioğlu, İ. (2008). İletişim Becerileri Değerlendirme Ölçeğinin Faktör Analizi Metodu ile Geliştirilmesi. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, (21).
- Karan, M.B. (2013). *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi* (4. Baskı). Ankara: Gazi Kitapevi.
- Kanıt, R., ve Baykan, U.N. (2004). Bina Yaklaşık Maliyetinin Çoklu Doğrusal Regresyon ile Belirlenmesi. *Politeknik dergisi*, 7(4), 359-369.
- Kasiani, M, Namazian, A., Zeydabadi, F.A., and Taghinejad Z. (2015). Managerial Overconfidence and Firm Value. *Indian Journal of Fundamental and Applied Life Sciences* ISSN: 2231– 6345 (Online), Vol.5 (S1), 2176-2182.
- Kayaalp, G. T., Güney, M. Ç., ve Cebeci, Z. (2015). Çoklu Doğrusal Regresyon Modelinde Değişken Seçiminin Zootekniye Uygulanışı. *Çukurova Üniversitesi Ziraat Fakültesi Dergisi*, 30(1), 1-8.
- Kepez, M. (2006). *İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine (İNA) Göre Firma Değerinin Tespiti ve İNA Yöntemine Göre Firma Değerlemesi İçin Metodolojik Yaklaşım*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul.
- Kıyılar, M., ve Akkaya, M. (2016). *Davranışsal Finans*. İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Kilian, S., and Schindler, A. (2014). *Influence of CEO Characteristics on Short-Term M&A Performance*. Master of Degree Project in Corporate and Financial Management, Lund University.
- Kliger, D., and Kudryavtsev, A. (2010). The Availability Heuristic And Investors' Reaction to Company-Specific Events. *The Journal of Behavioral Finance*, 11(1), 50-65.
- Koğar, H. (2010). *Farklı Örneklem Büyüklüklerinde Uç Değerlerle Baş Etme Yöntemlerinin Puanların Geçerlik ve Güvenirlik Kanıtları Üzerindeki Etkisi*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi Eğitim Bilimleri Enstitüsü, Ankara.
- Korkmaz, T. ve Ceylan A. (2010). *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi* (5. Baskı). Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Köklü, N. (1995). Tutumların Ölçülmesi ve Likert Tipi Ölçeklerde Kullanılan Seçenekler. *Ankara Üniversitesi Eğitim Bilimleri Fakültesi Dergisi*, 28(2), 81-93.

- Köse, M. (2010). *Şirketlerde Yatay Birleşme ve Devirler: Türkiye Üzerine Bir Uygulama*. Yayınlanmamış Doktora Tezi. Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana.
- Kula, V. (2001). İşletmelerin Sermaye Yapısını Açıklamada Finansal Hiyerarşi Teorisi. *Active Finans*, s.18, ss. 18-20.
- Langabeer, J.R., and DelliFraine, J. (2011). Does CEO Optimism Affect Strategic Process?. *Management Research Review*, 34(8), 857-868.
- Lee, J.M.M., Hwang, B.H., and Chen, H. (2015). Behavioral Differences Between Founder Ceos and Professional Ceos: The Role of Overconfidence. *In Academy of Management Proceedings*, No. 1.
- Li, J., and Tang, Y.I. (2010). CEO Hubris and Firm Risk Taking in China: The Moderating Role of Managerial Discretion. *Academy of Management Journal*, 53(1), 45-68.
- Lin, Y. H., Hu, S.Y., and Chen, M.S. (2005). Managerial Optimism and Corporate Investment: Some Empirical Evidence from Taiwan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(5), 523-546.
- Lin, B. X., Michayluk, D., Oppenheimer, H.R., and Reid, S.F. (2008). Hubris Amongst Japanese Bidders. *Pacific-Basin Finance Journal*, 16(1-2), 121-159.
- Lin, Y. H., Hu, S.Y., and Chen, M.S. (2008). Testing Pecking Order Prediction from the Viewpoint of Managerial Optimism: Some Empirical Evidence from Taiwan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 16(1-2), 160-181.
- Liu, H.H., and Chiu, Y.Y. (2015). Sales Framing, Mental Accounting, and Discount Assignments. *Asia Pacific Management Review*, 20(4), 201-209.
- Liu, Y., Taffler, R., and John, K. (2009). CEO Value Destruction in M&A Deals and Beyond. *Long range planning*, 31, 347-353.
- Lovric, M.M. (2011). *Behavioral Finance and Agent-Based Artificial Markets*, Doktoral Thesis, Erasmus University Rotterdam.
- Lui, H., and Xie L. (2011). CEO Hubris, Firm Investment and Firm Performance. *Psychology Research*, 05 (2011), 1838—658X.
- Luppe, M.R., and Fávero, L.P.L. (2012). Anchoring Heuristic and The Estimation of Accounting and Financial Indicators. *International Journal of Finance and Accounting*, 1(5), 120-130.

- Malkiel, B.G., and Fama, E.F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Malmendier, U., and Tate, G. (2004). Who Makes Acquisitions? A Test of the Overconfidence Hypothesis. *NBER Working Paper*.
- Malmendier, U., and Tate, G. (2005). CEO Overconfidence And Corporate Investment. Web:  
[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=354387&rec=1&sr\\_cabs=1805028&alg=7&pos=1](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=354387&rec=1&sr_cabs=1805028&alg=7&pos=1), 22 Ocak 2018'de alınmıştır.
- Malmendier, U., and Tate, G. (2008). Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and The Market's Reaction. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 20-43.
- Malmendier, U., and Zheng, H. (2012). Managerial Duties and Managerial Biases. *University of California at Berkeley Working Paper*.
- Manzan, S., and Westerhoff, F. (2005). Representativeness of News and Exchange Rate Dynamics. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 29(4), 677-689.
- Menkhoff, L., Schmeling, M., and Schmidt, U. (2013). Overconfidence, Experience, and Professionalism: An Experimental Study. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 86, 92-101.
- Mishra, K. C., and Metilda, M.J. (2015). A Study on The Impact of Investment Experience, Gender, and Level of Education on Overconfidence and Self-Attribution Bias. *IIMB Management Review*, 27(4), 228-239.
- Nakip, M. (2008). *Pazarlama Araştırmalarına Giriş (SPSS Destekli)* (3. Baskı). Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Nofsinger, J.R. (2001). *Investment Madness: How Psychology Affects Your Investing--and What To Do About It*. Financial Times Prentice Hall.
- Nyakundi, J., Njuguna, A., and Omboi, B. (2017). Effect of Managerial Overconfidence on Ranking of Financing Decisions by Financial Managers of Firms Listed in NSE. *European Journal of Business and Strategic Management*, 2(7), 1-20.
- Okka, O. (2010). *Finansal Yönetim Teori ve Çözümlü Problemler* (4.Baskı). Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Olsen, R.A. (2008). Perceptions of Financial Risk: Axioms And Affect. *The Icfai University Journal of Behavioral Finance*, 5(4), 58-80.
- Otluoğlu, E. (2009). *Davranışsal Finans Çerçevesinde Aşırı Güven Hipotezinin Test Edilmesi: İMKB'de Bir Uygulama*. Yayımlanmamış

- Yüksek Lisans Tezi. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Fakültesi, İstanbul.
- Ovla, H.D., ve Taşdelen, B. (2012). Aykırı Değer Yönetimi. *Mersin Üniversitesi Sağlık Bilimleri Dergisi*, 5(3).
- Öz, B., Önal, S., ve Mat, M. (2017). Muhasebe Alanında Çalışma İsteğini Belirleyen Faktörlerin İncelenmesi: İşletme Bölümü Öğrencileri Üzerinde Bir Uygulama. *Osmaniye Korkut Ata Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 1(2), 1-12.
- Özcan, C., ve Ayvaz, B. (2015). Çoklu Regresyon Yöntemi ile Tedarik Zinciri Performansı ve Uygulama Derecesinin İşletme Karlılığı Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi. *İstanbul Ticaret Üniversitesi Fen Bilimleri Dergisi*, 14(28), 1.
- Özerbaş A., Şahin Ç., Köse E., Özkan H.H., Bahar H.H., Özbek R., Yeşil R. ve Genç S. Z., (2010). *Bilimsel Araştırma Yöntemleri*. Kıncal R. Y.,(Editör). (1. Baskı), Ankara: Nobel yayım dağıtım.
- Özgür, E. (2004). Faktörleştirme (Extraction) Sonuçlarının karşılaştırılarak, Veri Setinin iyi Tanımlanıp Tanımlanmadığının Belirlenmesi. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 18(3-4), 92-102.
- Öztunalı, A. (2008). *Birleşme ve Satın Almalar Yoluyla Değer Yaratımı*. Yayınlanmamış Doktora Tezi. Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Pamukçu, A., ve Ögüz, A.A. (Temmuz, 2014). Firma Değerlemede Entelektüel Sermayenin Yeri ve Önemi. *Marmara Üniversitesi Öneri Dergisi*. 42, 69-87.
- Park, C., and Kim, H. (2009). The Effect of Managerial Overconfidence on Leverage. *International Business & Economics Research Journal*, 8(12), 115-126.
- Pompian, M.M. (2006). *Behavioral Finance and Wealth Management: How to Build Optimal Portfolios That Account for Investor Biases*. John Wiley & Sons, Inc. New Jersey.
- Prims, J.P., and Moore, D.A. (2017). Overconfidence Over The Lifespan. *Judgment And Decision Making*, 12(1), 29.
- Proeger, T.E. (2014). *Analyzing the Analyst. Heuristics and Biases, Group Decision-Making and Rational Herding in Forecasting Experiments*. Doctoral Thesis, Georg-August-Universität Göttingen.
- Ramcharran, H. (2002). An Empirical Analysis of The Determinants of The P/E Ratio in Emerging Markets. *Emerging Markets Review*, 3(2), 165-178.

- Ross, S. A., Westerfield. R.W., and Jaffe, J. (2013). *Corporate Finance*. (Tenth Edition). Mc Graw- Hill Irwin.
- Sansar, N.G. (2016, Ekim). Değişen Finansal Akımlar: Rasyonalizmden Davranışsal Finans Yaklaşımına. *İstanbul Gelişim Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt: 3 Sayı: 2, 135-150.
- Saraç, M. (2015). Finansal Yönetim. Web: [http://content.lms.sabis.sakarya.edu.tr/Uploads/59053/28262/finans\\_der\\_snotlari-2015.pdf](http://content.lms.sabis.sakarya.edu.tr/Uploads/59053/28262/finans_der_snotlari-2015.pdf), 15 Mayıs 2016 tarihinde alınmıştır.
- Sevil, G., Temizel F., ve Meriç E. (2017). Fiyat Kazanç Oranı ve Ortalamaya Dönüş: BIST Holding Uygulaması. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, Özel Sayı, 780-787.
- Sezer, D. (2013). *Yatırımcı Davranışlarının Etkinliği ve Psikolojik Yanılsamalar*. Yayınlanmamış Doktora Tezi. Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Aydın.
- Shah, P., and Arora, P. (2014). M&A Announcements and Their Effect on Return to Shareholders: An Event Study. *Accounting and Finance Research*, 3(2), 170.
- Sefil, S., ve Çilingiroğlu, H.K. (2011). Davranışsal Finansın Temelleri: Karar Vermenin Bilişsel Ve Duygusal Eğilimleri. *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Sayı:19, 247-268.
- Sevil, G., Başar, M., ve Çoşkun, M. (2013). *Finansal Yönetim II* (1. Baskı). Ankara: Saray Matbaacılık.
- Skala, D. (2008). Overconfidence in Psychology and Finance-An Interdisciplinary Literature Review. Web: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1261907](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1261907), 15 Temmuz 2017'de alınmıştır.
- Stein, M. (2013). Overconfidence and Firm Value. Master Thesis.
- Subash, R. (2012). *Role of Behavioral Finance in Portfolio Investment Decisions: Evidence from India*. Master Thesis. Faculty Of Social Sciences. Charles University In Prague.
- Sue, D.R. (2004). *Cognitive Anomalies and The Assumption of Economic Rationality: An Empirical Investigation of UNC Students*, (Doctoral dissertation). University of North Carolina-Chapel Hill.
- Schwartz, H. (2010). Behavioral Finance, Investors, Corporations, and Markets. Baker, H. K., Nofsinger, J.R. (Eds). *Heuristics or Rules of Thumb* (pp.57-72). JohnWiley & Sons, Inc., Canada.

- Sümer, E., ve Aybar, Ş. (2016). Etkin Piyasalar Hipotezinin, Finansal Piyasaları Açıklamadaki Yetersizliği ve Davranışsal Finans. *Erzincan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, IX-II: 75-84.
- Svarc, P., and Svarcova, N. (2008). Technology Adoption in Complex Social Networks.  
Web:<http://www.necsi.edu/events/iccs7/papers/6b97d761a768b96c391066a0ccbd.pdf>, 26 ağustos 2017'de alınmıştır.
- Şahin, İ.E. (2011). *Şirket Birleşmelerinin Etkinlik Açısından Değerlendirilmesi ve Türk Bankacılık Sektöründe Bir Uygulama*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.
- Şahin, İ.E. ve Yılmaz, B. (2010). Şirket Birleşmeleri, Birleşmelerde Tarihsel Gelişim Süreci ve Uygulanan Ödeme Yöntemleri, *Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 10(19), 63-74.
- Şahinler, S. (2000). The Basic Principles of Fitting Linear Regression Model by Least Squares Method. *Journal of Agricultural Faculty, Mustafa Kemal University*, 5(19), 57-73.
- Shen, P. (2000). The P/E Ratio and Stock Market Performance. *Economic Review (Kansas City)*, 85(4), 23-23.
- Şenel, S.A., Tuncel, M., Önoğul, Ö., ve Karşlı, C. (2011). Türkiye Muhasebe Standartlarında Yer Alan Bir Değerleme Ölçüsü: Gerçeğe Uygun Değer. *E Journal of New World Sciences Academy Social Sciences*. 6(1), 48-76.
- Şener, U. (2015). Beklenen Fayda Yaklaşımı ve Bu Yaklaşımın Sistematik İhlalleri. *İstanbul Aydın Üniversitesi Dergisi*, 7(27), 37-68.
- Taner, B., ve Akkaya, G.C. (2003). İşletme Değerini Belirleme Yöntemleri Ve Farklı Sektörlerdeki İşletmeler Üzerine Bir Uygulama. *Ege Akademik Bakış Dergisi*, 3(1), 1-7.
- Taşdemir, M. (2007/1). Belirsizlik Altında Tercihler ve Beklenen Fayda Modelinin Yetersizlikleri. *Sosyal Bilimler Dergisi*, 307-3018.
- Tekbaş, M.Ş., Seval, B., Köse, A., Kıyılar, M., ve Sarıkovanlık, V. (2014). *Finansal Yönetim ve Mali Analiz*. Lisanslama Sınavları Çalışma Kitapları: Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu A.Ş.
- Tekbaş, M.Ş., Köse, A., Sarıkovanlık, V., Sarıoğlu, S.E., Baş, N.K., ve Özdemir, K. (2014). *Temel Finans Matematiği ve Değerleme Yöntemleri*. Lisanslama Sınavları Çalışma Kitabı: Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu A.Ş.

- Thaler, R.H. (1999). Mental Accounting Matters. *Journal of Behavioral Decision Making*, 12(3), 183-206.
- Thaler, R.H. (2000). From Homo Economicus to Homo Sapiens. *Journal Of Economic Perspectives*, 14(1), 133-141.
- Torun, S. (2012). *Muhasebe Verilerinin Firma Değeri ve Risk Belirleme Açısından Önemi ve İMKB Üzerine Örnek Bir Uygulama*. Yayımlanmamış Doktora Tezi. Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Tufan, E. (2008). *Davranışsal Finans Finansal Kararları Yönlendiren Sosyal Psikolojik Anomalilerin Davranışsal Finans Bağlamında İncelenmesi ve İMKB Açısından Değerlendirilmesi*. (1. Baskı), Ankara: İmaj Yayınevi.
- Tufan, C., ve Sarıççek, R. (2013, Aralık). Davranışsal Finans Modelleri, Etkin Piyasa Hipotezi ve Anomalilerine İlişkin Bir Değerlendirme. *Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt 15, Sayı 2, 159-182.
- Turguttopbaş, P.N. (2008). *Yatırımcı Davranışlarının Finansal Kararlara Etkileri ve Davranışsal Finans Teorilerinin İmkb'de Test Edilmesi (Davranışsal Finans)*. Yayımlanmış Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Turaboğlu, T.T. (2004). Vekalet-Temsil-Problem ve Maliyetler. *Ekonomik Yaklaşım*, 15(51), 109-124.
- Tversky, A., and Kahneman, D. (1973). Availability: A Heuristic for Judging Frequency and Probability. *Cognitive psychology*, 5(2), 207-232.
- Tversky, A., and Kahneman, D. (1974). Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases. *Science*, 185(4157), 1124-1131.
- Uğur, S. (2011). *Finansal Risk Yönetiminin Firma Değeri Üzerine Etkileri*. Yayımlanmamış Doktora Tezi. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Uyumaz, G., Dirlik, E.M., Çokluk, Ö. (2016). Açıklayıcı Faktör Analizinde Tekrar Edilebilirlik: Kavram ve Uygulama. *Abant İzzet Baysal Eğitim Fakültesi Dergisi*, 16(2), 659-675.
- Van Frederikslust, R.A., Wal, V.D.V., and Westdijk, H. (2000). *Shareholder Wealth Effects of Mergers and Acquisitions*. Web: <https://pdfs.semanticscholar.org/7d9f/18df42bab2a3812cc5e896bda7dfa4098fe8.pdf>, 30 Kasım 2018'de alınmıştır.
- Vitanova, I. (2014). Nurturing CEO Overconfidence: The Dynamics of Corporate Governance, Managerial Beliefs and Firm Performance.



Web: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3167415](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3167415), 16 Şubat 2017'de alınmıştır.

- Yalçın, S. (2014). *Aşırı Güven ve Borç Düzeyi İlişkisi: Bist İnşaat Sektöründe Ampirik Bir İnceleme*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gümüşhane Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Gümüşhane.
- Yavuzarslan, E. (2007). *Artık Kar Yöntemi ve Şirket Değerlemesinde Kullanımı*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Yazıcı, K. (1997). *Özelleştirmede Değerleme Yöntemleri ve Değerleme Kriterleri*. Uzmanlık Tezi. Yıllık Programlar ve Konjoktör Değerlendirme Genel Müdürlüğü Finansman Dairesi Başkanlığı.
- Yıldız, F. (2006). *Birleşmelerde Firma Değerinin Belirlenmesi ve Birleşmenin Satın Alan Firmanın Hisse Senedi Performansına Etkileri Üzerine Bir Uygulama*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kayseri.
- Yılmaz, H. (2015). *Firmalarda Sermaye Yapısının Firma Değeri ve Performansı Üzerine Etkisi*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Cumhuriyet Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Sivas.
- Yılmaz, E., ve Koğar, H. (2015). Uç Değerle Baş Etmede Kullanılan Farklı Tekniklerin Bazı İstatistiksel Analiz Sonuçları Üzerindeki Etkisi. *Başkent University Journal of Education*, 2(1), 61-67.
- Yim, S. (2013). The Acquisitiveness Of Youth: CEO Age and Acquisition Behavior. *Journal of Financial Economics*, 108(1), 250-273.
- Zindel, M. L., Zindel, T., and Quirino, M.G. (2014). Cognitive Bias and Their Implications on The Financial Market. *International Journal of Engineering & Technology*, 14(3), 11-18.
- Walters, B.A., Kroll, M.J., and Wright, P. (2007). CEO Tenure, Boards of Directors, and Acquisition Performance. *Journal of Business Research*, 60(4), 331-338.

### EK-1. Araştırmada Yer Alan Firmalara Ait Liste

<b>Firma Adı</b>
İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.ř.
Akenerji Elektrik Üretim A.ř.
Arena Bilgisayar Sanayi Ve Ticaret A.ř.
Escort Teknoloji Yatırım A.ř.
İndeks Bilgisayar Sistemleri Mühendislik Sanayi Ve Ticaret A.ř.
Serve Film Prodüksiyon Eğlence A.ř.
Netaş Telekomünikasyon A.ř.
Turcas Petrol A.ř.
Sarkuysan Elektrolitik Bakır San. Ve Ticaret A.ř.
Doğan şirketler Grubu Holding A.ř.
Gentaş Genel Metal Sanayi Ve Ticaret A.ř.
Türk Hava Yolları A.O.
Ülker Bisküvi Sanayi A.ř.
Reysaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.ř.
Metal Gayrimenkul A.ř.
Migros Ticaret A.ř.
Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.ř.
Olmuksan International Paper Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.ř.
Tav Havalimanları Holding A.ř.
Turkcell Finansman A.ř.
Eczacıbaşı İlaç Sınai ve Finansal Yatırımlar Sanayi ve Ticaret A.ř.
Soda Sanayi A.ř.
Türkiye Halk Bankası A.ř.
Koç Holding A.ř.
AVOD Kurutulmuş Gıda ve Tarım Ürünleri A.ř.
Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.ř.
Aygaz A.ř.
Bimeks Bilgi İşlem ve Dış Ticaret A.ř.
Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret A.ř.
Kerevitaş Gıda Sanayi ve Ticaret A.ř.
QNB Finansbank A.ř.
şekerbank T.A.ř.
Akiş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.ř.
Euro Yatırım Holding A.ř.

Temapol Polimer Plastik ve İnşaat Sanayi Ticaret A.Ş.
BİM Birleşik Mağazalar A.Ş.
Polisan Holding A.Ş.
Gözde Girişim Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Aksa Enerji Üretim A.Ş.
Akdeniz Güvenlik Hizmetleri A.Ş.
Yeşil Yatırım Holding A.Ş.
Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş.
Türk Telekomünikasyon A.Ş.
Lokman Hekim Engürüsağ Sağlık, Turizm, Eğitim Hizmetleri ve İnşaat Taahüt İşleri A.Ş.
Carrefoursa Carrefour Sabancı Ticaret Merkezi A.Ş.
Tat Gıda Sanayi A.Ş.
Global Menkul Değerler A.Ş.
GSD Holding A.Ş.
Akfen Holding A.Ş.
Kardemir Karabük Demir Çelik Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Türkiye Ekonomi Bankası A.Ş.
Egeli&Co Tarım Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Dagi Yatırım Holding A.Ş.
Anel Elektrik Proje Taahüt ve Ticaret A.Ş.
Odaş Elektrik Üretim Sanayi Ticaret A.Ş.
Artı Yatırım Holding A.Ş.
Aselsan Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Denizbank A.Ş.
Borusan Yatırım ve Pazarlama A.Ş.
Gedik Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Vanet Gıda Sanayi İç ve Dış Ticaret A.Ş.
Güler Yatırım Holding A.Ş.

## EK-2 Finansal Karar Alırken Yönetici Davranışı Belirleme Ölçeği

Sayın Katılımcı,

Bu anket çalışması Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim dalı Muhasebe Finansman Bilim dalı doktora tez öğrencisi Reyhan Can tarafından yürütülmekte olan firma yöneticilerinin yönetme tarzlarını araştıran bir doktora tez çalışması için hazırlanmıştır. Burada vermiş olduğunuz cevaplar gizli kalacaktır ve hiçbir şekilde cevap veren yönetici hakkında üçüncü kişilere bilgi verilmeyecektir. Soruları dikkatlice okuyup gerçeğe uygun, doğru ve samimi cevaplar verirseniz bu çalışmaya katkınız büyük olacaktır

Çok değerli zamanınızı ayırıp, görüşlerinizi, bilgi ve birikimlerinizi paylaştığınız, bilimsel bir çalışmaya içtenlikle katkıda bulunduğunuz ve bilimsel çalışmaya verdiğiniz destek için teşekkürü bir borç bilirim. Lütfen soruları tam olarak okuduktan sonra kendinize en uygun olan cevabı işaretleyiniz.

Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi  
Tez Danışmanı  
Doç. Dr. Hatice Işın DİZDARLAR  
Öğrenci  
Reyhan CAN

1. Cinsiyetiniz nedir?  
 Erkek  Kadın
2. Yaşınız ?  
 30 ve altı  31-40  41-50  51-60  61 ve üzeri
3. Medeni durumunuz nedir?  
 Evli  Bekar
4. Eğitim düzeyiniz nedir?  
 Lise ise 8. Soruya geçiniz  
 Lisans  Yüksek Lisans  Doktora
5. Eğitim gördüğünüz fakülte hangisidir?  
 İktisadi, Mali ve İdari Bilimler  İşletme, Endüstri, Sanayi Mühendisliği  
 Mühendislik  Diğer
6. Yüksek Lisans Eğitiminiz nedir?  
 İktisadi, Mali ve İdari Bilimler  İşletme, Endüstri, Sanayi Mühendisliği  
 Mühendislik  Diğer
7. Doktora eğitiminiz nedir?  
 İktisadi, Mali ve İdari Bilimler  İşletme, Endüstri, Sanayi Mühendisliği  
 Mühendislik  Diğer

8. Bu firmada ne kadar süredir çalışmaktasınız?  
 5 yıl ve daha az  6-10 yıl  11-15  16-20  21 ve daha fazla
9. Bu firmada yönetici pozisyonunuzda ne kadar süredir çalışmaktasınız?  
 5 yıl ve daha az  6-10 yıl  11-15  16-20  21 ve daha fazla
10. Yöneticilik pozisyonunda bulunduğunuz süre zarfında firmanızda hiç birleşme veya satın alma gerçekleştirildi mi?  
 Hayır  1  2  3  4  5 veya daha fazla
11. Bu firmadaki yöneticilik görevinden önce başka bir firmada yöneticilik görevinde (ne kadar süre) buldunuz mu?  
 Hayır  3 yıl ve daha az  3-8 yıl  9-14  15-20  21 ve daha fazla
12. Bundan önce yöneticilik görevinde bulduysanız bulunduğunuz süre zarfında firmanızda hiç birleşme veya satın alma gerçekleştirildi mi?  
 Hayır  
 Evet  1  2  3  4  5 veya daha fazla
13. Aşağıdaki ifadelere, size uygunluk düzeyine göre katılımınızı belirtir misiniz? Lütfen her ifadeye bir kez işaret koyunuz ve hiçbir ifadeyi boş bırakmamaya çalışınız.

	İFADELER	Hiç katılmıyorum	Katılmıyorum	Kararsızım	Katılıyorum	Tamamen katılıyorum
1	Türkiye'nin ekonomik göstergelerini doğruya yakın bir şekilde tahmin edebilirim.					
2	Risk almayı sevmem.					
3	Firmada aksayan birimleri tespit edip gerekli düzeltmeleri en kısa sürede sağlayabilirim.					
4	Firma ile ilgili herhangi bir karar alırken çok kaygı duyarım.					
5	Döviz kuru hareketlerini önceden öngörebilirim.					
6	Yaptığım işlerde onaylanmaya ihtiyaç duyarım.					

		Hiç katılmıyorum	Katılmıyorum	Kararsızım	Katılıyorum	Tamamen katılıyorum
7	Firmada kendi sorumlu olduğum alanda benim kontrolümün dışında bir durumun gerçekleşmesi söz konusu değildir.					
8	Yeni aldığım bir yatırım kararı uykularımı kaçıtır.					
9	Herhangi bir olumsuzluğu firma adına olumlu bir duruma çevirebilirim.					
10	Firmamın gerçekleştirmek istediği projenin riskini gerçeğe yakın bir şekilde tahmin edebilirim.					
11	Sonucundan emin olmadığım da başkalarının öngörülerini kararlarım da etkili olabilir.					
12	Firmada hiç beklenmedik bir şekilde ortaya çıkan bir durum söz konusu olduğunda olumsuz sonuçları firma lehine çevirebilirim.					
13	Yeniliklere uyum sağlamak yerine geleneksel yöntemleri kullanmayı tercih ederim.					
14	Firmanın kar elde etmesinde katkım büyüktür.					
15	Bir hedefe odaklanmak ve hedefe ulaşmak benim için kolaydır.					
16	Firma ile ilgili bir karar söz konusu olduğunda çok gergin olurum.					

		Hiç katılmıyorum	Katılmıyorum	Kararsızım	Katılıyorum	Tamamen katılıyorum
17	Yönettiğim firmalarda başarısızlık söz konusu değildir.					
18	Firmam için tahmin ettiğim kazanç miktarı, gerçekleşen kazanç miktarından her zaman daha düşüktür.					
19	Firmam için hazırladığım planlar kusursuzdur.					
20	Zoru hemen başarırım, imkansız biraz zaman alır.					
21	Firmada hiç beklenmedik bir şekilde ortaya çıkan bir durum söz konusu olduğunda elim ayağım birbirine dolaşır.					
22	Firma hisse senedi fiyat tahminlerim ile piyasada oluşan hisse senedi fiyatları aynıdır.					
23	Yönettiğim firmalarda projelerin başarısız olma ihtimali yoktur.					
24	Sunduğum projeyi diğer yöneticiler beğenmezse derhal geri çekerim.					
25	Firmamı çok iyi yönetirim.					
26	Tehditleri fırsatlara dönüştürebilirim.					
27	Aniden ortaya çıkan finansal ya da ekonomik krizleri firmam açısından fırsata dönüştürmek beni zorlar.					
28	Ben olmasam firma çöker.					

		Hiç katılmıyorum	Katılmıyorum	Kararsızım	Katılıyorum	Tamamen katılıyorum
29	Çalıştığım firmaya ilişkin bir sorunun çözümünde diğer yöneticilerle farklı düşündüğümü fark edersem, görüşümü açıklamam.					
30	Firmadan ayrılmam durumunda yerimi doldurabilecek bir kişinin olmadığını görüyorum.					
31	Firmanın mali konularında kendimden başka kimseye güvenmem.					
32	Yurt dışı ekonomik verilerini doğru bir şekilde değerlendirebilirim.					
33	Ekonomik belirsizlikler planladığım kararları ertelememe neden olur.					
34	Firmada karşılaşılabilecek potansiyel riskleri daima önceden tahmin edebilirim.					
35	Onaylanacağımdan emin olduğum kararlarımı açıklarım, emin değilsem susmayı tercih ederim.					
36	Meslektaşlarımla karşılaştırıldığında risk alma düzeyim oldukça yüksektir.					
37	Firma adına alınan kararın yanlış olduğunu bilsem de ortakların görüşüne karşı çıkmam.					
38	Piyasanın hareketli olduğu dönemlerde doğru kararları alarak firma değerinin artmasını sağlayabilirim.					



## EK-2. İki Yapılı Faktör İçinde Yer Alan İfadeler

<p style="text-align: center;">Güven</p>	<ol style="list-style-type: none"><li>1. Firmada aksayan birimleri tespit edip gerekli düzeltmeleri en kısa sürede sağlayabilirim.</li><li>2. Firmamın gerçekleştirmek istediği projenin riskini gerçeğe yakın bir şekilde tahmin edebilirim.</li><li>3. Firmada hiç beklenmedik bir şekilde ortaya çıkan bir durum söz konusu olduğunda olumsuz sonuçları firma lehine çevirebilirim.</li><li>4. Firmanın kar elde etmesinde katkı büyüktür.</li><li>5. Bir hedefe odaklanmak ve hedefe ulaşmak benim için kolaydır.</li><li>6. Yönettiğim firmalarda başarısızlık söz konusu değildir.</li><li>7. Firmam için hazırladığım planlar kusursuzdur.</li><li>8. Firmamı çok iyi yönetirim.</li><li>9. Tehditleri fırsatlara dönüştürebilirim.</li><li>10. Firmada karşılaşılabilecek potansiyel riskleri daima önceden tahmin edebilirim.</li><li>11. Piyasanın hareketli olduğu dönemlerde doğru kararları alarak firma değerinin artmasını sağlayabilirim.</li></ol>
<p style="text-align: center;">Güvensizlik</p>	<p style="text-align: center;">(Pasiflik)</p> <ol style="list-style-type: none"><li>1. Sunduğum projeyi diğer yöneticiler beğenmezse derhal geri çekerim.</li><li>2. Çalıştığım firmaya ilişkin bir sorunun çözümünde diğer yöneticilerle farklı düşündüğümü fark edersem, görüşümü açıklamam.</li><li>3. Onaylanacağımdan emin olduğum kararlarımı açıklarım, emin değilsem susmayı tercih ederim.</li><li>4. Firma adına alınan kararın yanlış olduğunu bilsem de ortakların görüşüne karşı çıkmam.</li></ol> <p style="text-align: center;">(Kaygı)</p> <ol style="list-style-type: none"><li>1. Firma ile ilgili herhangi bir karar alırken çok kaygı duyarım.</li><li>2. Yeni aldığım bir yatırım kararı uykularımı kaçırır.</li><li>3. Firma ile ilgili bir karar söz konusu olduğunda çok gergin olurum.</li></ol>

## ÖZGEÇMİŞ

### **Kişisel Bilgiler**

Adı ve Soyadı : Reyhan CAN  
Doğum Yeri ve Tarihi : Bilecik 1979  
Medeni Hali : Evli, 1 Çocuk Sahibi  
İletişim Bilgileri : ryhancan@gmail.com

### **EĞİTİM**

- 2011-2013 : Niğde Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Ana Bilim Dalı, Muhasebe-Finansman, Yüksek Lisans Programı  
2000-2002 : Anadolu Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü  
1998-2000 : Çanakkale 18 Mart Üniversitesi, Yenice Meslek Yüksekokulu, Bilgisayarlı Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Programı (Bölüm 3. sù)  
1993-1997 : Bozüyük Anadolu Öğretmen Lisesi

### **İŞ DENEYİMLERİ**

- 2011 : Mucur Anadolu Sağlık Meslek Lisesi, Ücretli İngilizce Öğretmeni  
2010 : Mucur Atatürk İlköğretim Okulu, Ücretli İngilizce Öğretmeni  
2000-2001 : Kuyucu SMM Bürosu, Ön Muhasebe Elemanı

### **TAMAMLANAN TEZLER**

“Finansman Hiyerarşisi Kuramı ve Borsa İstanbul (BIST) 100 Endeksi Üzerine Bir Uygulama” Yüksek Lisans Tezi, Temmuz 2013.

### **MAKALELER**

- 2017: “Aşırı Tepki Hipotezinin Geçerliliğinin Test Edilmesi: Borsa İstanbul Üzerine Bir Araştırma”, Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi (Doç. Dr. H. Işın Dizdarlar ve Reyhan Can)(16. UIK Özel Sayısı)  
2013 : “2008 Küresel Finansal Krizin İşletmelerin Sermaye Yapısına Etkisinin İncelenmesi” Sosyal Bilimler Araştırmaları Konferansı, Nisan 2013, (Yrd. Doç. Dr. H. Işın Dizdarlar, Yrd. Doç. Dr. Okyay Uçan ve Reyhan Can) (Sosyal ve Beşeri Bilimler Dergisi)

### **BİLDİRİLER**

- 2018 : “Borsa İstanbul’da Sürü Davranışının Varlığının Araştırılması”, C-IASOS Uluslararası Uygulamalı Sosyal Bilimler Kongresi, Nisan 2018, (Reyhan Can, Doç. Dr. H. Işın Dizdarlar)

- 2017 : “Gerçeğe Uygun Değer Yaklaşımı Ve İşletme Yönetimi Üzerindeki Etkisinin Değerlendirilmesi” 3. Uluslararası Sosyal Bilimler Sempozyumu, 2017, (Reyhan Can, Yrd. Doç. Dr. İncilay Erduru, Prof. Dr. Ali Deran)
- 2013 : “İşletmelerde Çevreyi Korumaya Yönelik Finansal Araçlar”, 12. Ulusal İşletmecilik Kongresi, Mayıs 2013, (Yrd. Doç. Dr. H. Işın Dizdarlar ve Reyhan Can)

