

**T.C.
MERSİN ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
TURİZM İŞLETMECİLİĞİ
ANABİLİM DALI**



**KONAKLAMA İŞLETMELERİNDE YÖNETİMSEL AŞIRI
GÜVENİN SERMAYE YAPISI KARARLARI VE FİRMA
DEĞERİNE ETKİSİ: ULUSLARARASI BİR ANALİZ**

Doktora Tezi

**Hazırlayan
Sema Nur ÜNLÜBULDUK**

**Danışman
Prof. Dr. Erdinç KARADENİZ**

HAZİRAN-2025, MERSİN

**T.C.
MERSİN ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
TURİZM İŞLETMECİLİĞİ
ANABİLİM DALI**

**KONAKLAMA İŞLETMELERİNDE YÖNETİMSEL AŞIRI GÜVENİN
SERMAYE YAPISI KARARLARI VE FİRMA DEĞERİNE ETKİSİ:
ULUSLARARASI BİR ANALİZ**

Doktora Tezi

**Hazırlayan
Sema Nur ÜNLÜBULDUK
ORCID No: 0000-0002-8973-8305**

**Danışman
Prof. Dr. Erdinç KARADENİZ
ORCID No: 0000-0003-2658-8490**

HAZİRAN-2025, MERSİN

ÖZET

KONAKLAMA İŞLETMELERİNDE YÖNETİMSSEL AŞIRI GÜVENİN SERMAYE YAPISI KARARLARI VE FİRMA DEĞERİNE ETKİSİ: ULUSLARARASI BİR ANALİZ

Davranışsal finans, bireylerin karar alma süreçlerinde her zaman rasyonel davranmadığını, psikolojik ve duygusal etkenlerin bu süreçlerde belirleyici olabileceğini öne sürmektedir. Bu kapsamda, yöneticilerin bilgi ve yetkinliklerini abartmalarına neden olan yönetimsel aşırı güven, davranışsal finansın incelediği temel bilişsel yanlılıklardan biridir ve finansal kararları doğrudan etkileyebilmektedir. Bu tezin üç temel amacı bulunmaktadır. Birinci amaç gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki konaklama işletmelerinde yönetimsel aşırı güven düzeyini ve bu düzeyin kriz dönemlerindeki eğilimlerini incelemektir. İkinci amaç gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki konaklama işletmelerinde yönetimsel aşırı güvenin sermaye yapısı ve firma değeri üzerindeki etkilerini karşılaştırmalı olarak analiz etmektir. Üçüncü amaç ise gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki konaklama işletmelerinde, yönetimsel aşırı güvene sürekli olarak sahip olan yöneticilerle olmayanlar arasında; sermaye yapısı, firma değeri ve ilgili kontrol değişkenleri bakımından farklılıklar olup olmadığını araştırmaktır. Belirlenen amaçlar doğrultusunda, 2004-2023 döneminde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren konaklama işletmelerine ait veriler kullanılmıştır. Bu veriler üzerinde sabit ve rassal etkiler modelleriyle panel veri analizi gerçekleştirilmiş ve Mann-Whitney U ile bağımsız örneklem t testleri kullanılarak farklılık testleri uygulanmıştır. Çalışma bulguları, yönetici aşırı güveninin gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde farklı düzeylerde gözlemlendiğini ve kriz dönemlerinin bu eğilim üzerinde farklı yönlerde etkiler yarattığını ortaya koymaktadır. Yönetici aşırı güveni, gelişmiş ülkelerde faaliyet gösteren konaklama işletmelerinde toplam ve kısa vadeli kaldıraç oranlarını negatif yönde etkilerken; gelişmekte olan ülkelerdeki konaklama işletmelerinde kısa vadeli borçlanmayı pozitif yönde etkilemiştir. Yönetici aşırı güveninin firma değerine etkisi ise her iki grup için negatif yöndedir. Yapılan farklılık testleri, gelişmiş ülkelerde aşırı güven eğilimi göstermeyen yöneticilerin yer aldığı konaklama işletmelerinin daha yüksek borçlanma düzeyine sahip olduğunu göstermiştir. Öte yandan gelişmekte olan ülkelerde aşırı güven eğilimi gösteren yöneticilerin bulunduğu konaklama işletmelerinde kısa vadeli borçlanma düzeyinin daha yüksek olduğu belirlenmiştir. Firma değeri açısından her iki grupta anlamlı bir farklılık saptanmamıştır.

Anahtar Kelimeler: Davranışsal Finans, Yönetimsel Aşırı Güven, Sermaye Yapısı, Firma Değeri, Konaklama İşletmeleri, Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler.

Danışman: Prof. Dr., Erdiñ KARADENİZ, Turizm İşletmeciliği Anabilim Dalı, Mersin Üniversitesi, Mersin

ABSTRACT

THE EFFECT OF MANAGERIAL OVERCONFIDENCE ON CAPITAL STRUCTURE DECISIONS AND FIRM VALUE IN ACCOMMODATION COMPANIES: AN INTERNATIONAL ANALYSIS

Behavioral finance suggests that individuals do not always act rationally in their decision-making processes and that psychological and emotional factors can play a decisive role. In this context, managerial overconfidence defined as managers' tendency to overestimate their knowledge and capabilities is one of the core cognitive biases studied within behavioral finance, and it can directly influence financial decisions. This thesis has three main objectives. The first objective is to examine the level of managerial overconfidence in accommodation companies operating in developed and developing countries and to investigate the trends of this overconfidence during crisis periods. The second objective is to comparatively analyze the effects of managerial overconfidence on capital structure and firm value in accommodation companies in developed and developing countries. The third objective is to investigate whether there are significant differences in terms of capital structure, firm value, and related control variables between accommodation companies with consistently overconfident managers and those without, in both developed and developing countries. In line with these aims, data from accommodation companies operating in developed and developing countries during the 2004–2023 period were used. Panel data analysis was conducted on these data using fixed and random effects models, and difference tests were applied using the Mann-Whitney U and independent samples t-tests. The findings of the study reveal that managerial overconfidence is observed at different levels in developed and developing countries and that crisis periods have varying effects on this tendency. Managerial overconfidence negatively affects total and short-term leverage ratios in accommodation companies operating in developed countries, whereas it positively affects short-term borrowing in those operating in developing countries. The impact of managerial overconfidence on firm value is negative in both groups. Difference tests show that accommodation companies in developed countries with non-overconfident managers have higher debt levels. On the other hand, in developing countries, accommodation companies with overconfident managers exhibit higher levels of short-term borrowing. No significant difference was found between the two groups in terms of firm value.

Keywords: Behavioral Finance, Managerial Overconfidence, Capital Structure, Firm Value, Accommodation Companies, Developed and Developing Countries.

Advisor: Prof. Dr. Erdiñç KARADENİZ, Department of Tourism Management, Mersin University, Mersin

TEŞEKKÜR

Tez çalışmamın tamamlanmasında emeği geçen ve katkılarıyla süreci anlamlı kılan değerli insanlara teşekkürlerimi sunmak isterim. Öncelikle, doktora eğitimim süresince bilgi birikimi ve tecrübeleriyle yoluma ışık tutan, eleştirel düşünmeyi teşvik eden yaklaşımı ve bilimsel titizliğiyle akademik gelişimimde önemli bir rol üstlenen danışmanım Prof. Dr. Erdinç KARADENİZ'e en içten şükranlarımı sunarım. Tez sürecinde yapıcı ve destekleyici tutumuyla değerli katkılarda bulunan ve metodolojiye yönelik rehberliği ile çalışmamı daha sağlam bir temele dayandırmamı sağlayan Prof. Dr. Ömer İSKENDEROĞLU'na çok teşekkür ederim. Bilimsel yaklaşımları ve kıymetli görüşleriyle tezime değer katan jüri üyelerim Prof. Dr. Levent KOŞAN, Dr. Öğr. Üyesi İlter HELVACI ve Dr. Öğr. Üyesi Mehmet BEYAZGÜL'e ayrı ayrı teşekkürlerimi sunarım.

Doktora süreci yalnızca akademik bir yolculuk değil, aynı zamanda zihinsel ve duygusal güce dayalı uzun soluklu bir deneyimdi. Tanıştığımız ilk günden itibaren varlığıyla bana güç veren, bu yolculuğun her anına eşlik eden çok sevgili Cemile Öcek BENLİ'ye ve Senem BEYAZ'a teşekkürlerimi sunarım. Emek birliğimiz ve dostluğumuz sürecin en değerli kazanımlarındandı. Hoşgörülü tavrıyla yanımda olan ve yoğun dönemlerin ardından bana soluklanma fırsatı sunan Arda YILDIZ'a çok teşekkür ederim.

Bu yolculuğu mümkün kılan fedakârlığı, sevgisi ve desteği için annem Filiz ATASOY'a minnettarım. Güçlü karakterin ve bitmeyen öğrenme tutkunla ilham kaynağımsın. Her koşulda yanımda olan biricik kardeşim Kaan ÜNLÜBULDUK'a, varlığı ve yol arkadaşlığı için gönülden teşekkür ederim. Son teşekkürüm babama. Bugün aramızda olsaydı, gözlerinde gurur olurdu. Minnetle anıyorum.

İÇİNDEKİLER

	Sayfa
İÇ KAPAK	i
ONAY	ii
ETİK BEYAN	iii
ÖZET	iv
ABSTRACT	v
TEŞEKKÜR	vi
İÇİNDEKİLER	vii
TABLolar DİZİNİ	x
ŞEKİLLER DİZİNİ	xii
KISALTMALAR VE SİMGELER	xiii
GİRİŞ	1
1. KURAMSAL ÇERÇEVE	6
1.1. Finansal Karar Kavramı ve Kapsamı	6
1.2. Geleneksel Finans İlke ve Teorileri	7
1.2.1. Geleneksel Finans İlkeleri	7
1.2.2. Geleneksel Finans Teorileri	9
1.2.2.1. Beklenen Fayda Teorisi	9
1.2.2.2. Etkin Piyasa Hipotezi	10
1.2.2.3. Modern Portföy Teorisi	11
1.2.2.4. Modigliani-Miller Teorisi	13
1.2.2.5. Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli	15
1.2.2.6. Arbitraj Fiyatlama Teorisi	18
1.2.2.7. Opsiyon Fiyatlama Teorisi	20
1.3. Davranışsal Finans	21
1.3.1. Davranışsal Finansın Tarihsel Gelişimi	24
1.3.2. Beklenti Teorisi	26
1.4. Bireylerin Rasyonel Karar Almasını Engelleyen Eğilimler	28
1.4.1. Psikolojik Önyargılar	29
1.4.1.1. Bilişsel Kısayollar	29
1.4.1.2. Bilişsel Önyargılar	31
1.4.1.3. Davranışsal Eğilimler	35
1.4.1.3.1. Zihinsel Muhasebe	35
1.4.1.3.2. Çerçeveleme Etkisi	37
1.4.1.3.3. Yatkınlık Etkisi	39
1.4.1.3.4. Çıpalama Etkisi	40
1.4.1.3.5. Sürü Psikolojisi	42
1.4.1.3.6. Duygusal Sezgi	44
1.4.1.3.7. Belirsizlikten Kaçınma	47
1.4.1.3.8. Uyumlu Beklentiler	48
1.5. Yönetimsel Aşırı Güven	50
1.5.1. Yönetimsel Aşırı Güvenin Ölçümünde Kullanılan Yöntemler	55
1.5.1.1. Hisse Senedi Opsiyon Yöntemi	56
1.5.1.2. Sermaye Harcamaları Yöntemi	58
1.5.1.3. Aşırı Yatırım Yöntemi	62
1.5.1.4. Basında Çıkan Haber Yöntemi	63
1.5.1.5. Anket Dayalı Yöntem	66
1.5.1.6. Güven Endeksleri Yöntemi	68
1.5.1.7. Yöneticilerin Demografik ve Kişilik Özelliklerini Dikkate Alan Yöntem	69
1.5.1.8. Diğer Yöntemler	71
1.6. Yönetimsel Aşırı Güven ve Sermaye Yapısı İlişkisi	72

1.7. Yönetimsel Aşırı Güven ve Firma Değeri İlişkisi	77
2. LİTERATÜR	83
2.1. Yönetimsel Aşırı Güvenin Sermaye Yapısı Kararları Üzerine Etkisini Belirlemeye Yönelik Gerçekleştirilen Araştırmalar	84
2.2. Yönetimsel Aşırı Güvenin Firma Değerine Etkisini Belirlemeye Yönelik Gerçekleştirilen Araştırmalar	92
3. MATERYAL VE YÖNTEM	100
3.1. Araştırmanın Problem İfadesi	100
3.2. Araştırmanın Amacı ve Kapsamı	102
3.3. Araştırmanın Önemi	103
3.4. Araştırma Soruları	104
3.5. Araştırma Örneklemi ve Veri Kaynakları	105
3.6. Araştırmanın Model ve Değişkenleri	109
3.7. Analiz Yöntemi	124
3.7.1. Panel Veri Analizi ve Panel Veri Modelleri	124
3.7.1.1. Yatay Kesit Bağımlılığı	130
3.7.1.2. Homojenite Testi	133
3.7.1.3. Birim Kök Testi	134
3.7.1.4. Panel Veri Modelinin Belirlenmesine Yönelik Testler	139
3.7.1.5. Panel Veri Modelinde Temel Varsayımlardan Sınanmasına Yönelik Testler	141
3.7.1.6. Driscoll ve Kraay Dirençli Standart Hata Tahmincisi	143
3.7.2. İstatistiksel Farklılık Testleri	144
3.8. Araştırmanın Sınırlılıkları	147
4. BULGULAR	150
4.1. Gelişmiş Ülke Örneklemine Yönelik Bulgular	150
4.1.1. Gelişmiş Ülke Örneklemine Yönetimsel Aşırı Güvenin Sermaye Yapısı Kararlarına Etkisine Yönelik Bulgular	152
4.1.1.1. Tanımlayıcı İstatistik Bulguları	152
4.1.1.2. Korelasyon Tabloları	155
4.1.1.3. Yatay Kesit Bağımlılığı Test Bulguları	156
4.1.1.4. Homojenite Test Bulguları	157
4.1.1.5. Birim Kök Test Bulguları	158
4.1.1.6. Panel Modeli Belirleme Test Bulguları	159
4.1.1.7. Regresyon Analizi Bulguları	160
4.1.1.8. Modellerin Temel Varsayımlarına Yönelik Test Bulguları	161
4.1.1.9. Driscoll-Kraay Tahmin Bulguları	162
4.1.2. Gelişmiş Ülke Örneklemine Yönetimsel Aşırı Güvenin Firma Değerine Etkisine Yönelik Bulgular	166
4.1.2.1. Tanımlayıcı İstatistik Bulguları	166
4.1.2.2. Korelasyon Tabloları	167
4.1.2.3. Yatay Kesit Bağımlılığı Test Bulguları	167
4.1.2.4. Homojenite Test Bulguları	168
4.1.2.5. Birim Kök Test Bulguları	169
4.1.2.6. Panel Modeli Belirleme Test Bulguları	170
4.1.2.7. Regresyon Analiz Bulguları	170
4.1.2.8. Modelin Temel Varsayımlarına Yönelik Test Bulguları	171
4.1.2.9. Driscoll-Kraay Tahmin Bulguları	172
4.2. Gelişmekte Olan Ülke Örneklemine Yönelik Bulgular	174
4.2.1. Gelişmekte Olan Ülke Örneklemine Yönetimsel Aşırı Güvenin Sermaye Yapısı Kararlarına Etkisine Yönelik Bulgular	175
4.2.1.1. Tanımlayıcı İstatistik Bulguları	176
4.2.1.2. Korelasyon Tabloları	178
4.2.1.3. Yatay Kesit Bağımlılığı Test Bulguları	179
4.2.1.4. Homojenite Test Bulguları	179
4.2.1.5. Birim Kök Test Bulguları	180

4.2.1.6. Panel Modeli Belirleme Test Bulguları	181
4.2.1.7. Regresyon Analiz Bulguları	182
4.2.1.8. Modellerin Temel Varsayımlarına Yönelik Test Bulguları	183
4.2.1.9. Driscoll-Kraay Tahmin Bulguları	184
4.2.2. Gelişmekte Olan Ülke Örnekleminde Yönetimsel Aşırı Güvenin Firma Değerine Etkisine Yönelik Bulgular	187
4.2.2.1. Tanımlayıcı İstatistik Bulguları	188
4.2.2.2. Korelasyon Tabloları	188
4.2.2.3. Yatay Kesit Bağımlılığı Test Bulguları	189
4.2.2.4. Homojenite Test Bulguları	190
4.2.2.5. Birim Kök Test Bulguları	191
4.2.2.6. Panel Modeli Belirleme Test Bulguları	191
4.2.2.7. Gelişmekte Olan Ülke Örnekleminde Yönelik Regresyon Analiz Bulguları	192
4.2.2.8. Gelişmekte Olan Ülke Örnekleminde Yönelik Modellerin Temel Varsayımları Test Bulguları	193
4.2.2.9. Driscoll Kraay Tahmin Bulguları	194
4.3. Farklılık Testlerine Yönelik Bulgular	195
4.3.1. Gelişmiş Ülke Örnekleminde Yönelik Bulgular	196
4.3.2. Gelişmekte Olan Ülke Örnekleminde Yönelik Bulgular	199
4.4. Bulguların Değerlendirilmesi	201
SONUÇ	227
KAYNAKLAR	233
EKLER	258
BENZERLİK RAPORU ÖZET SAYFASI	260
ÖZGEÇMİŞ	261

TABLOLAR DİZİNİ

	Sayfa
Tablo 3.1. Gelişmekte Olan ve Gelişen Ekonomiler ile Gelişmiş Ekonomiler Sınıflandırmasında Yer Alan Ülkeler	106
Tablo 3.2. Analiz Kapsamındaki Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler ile İşletme Sayıları	107
Tablo 3.3. Gelişmiş Ülke Kapsamında Aşırı Güven Varlığı ve Aşırı Güven Yokluğu Gösteren Ülkeler ile İşletme Sayıları	108
Tablo 3.4. Gelişmekte Olan Ülke Kapsamında Aşırı Güven Varlığı ve Aşırı Güven Yokluğu Gösteren Ülkeler ile İşletme Sayıları	109
Tablo 3.5. Model 1’de Yer Alan Değişkenler, Hesaplanma Şekilleri ve Referans Çalışmalar	112
Tablo 3.6. Model 2’de Yer Alan Değişkenler, Hesaplanma Şekilleri ve Referans Çalışmalar	116
Tablo 3.7. Model 3’te Yer Alan Değişkenler, Hesaplanma Şekilleri ve Referans Çalışmalar	119
Tablo 3.8. Model 4’te Yer Alan Değişkenler, Hesaplanma Şekilleri ve Referans Çalışmalar	121
Tablo 3.9. Panel Veri Kullanmanın Avantajları ve Dezavantajları	126
Tablo 4.1. Gelişmiş Ülke Örneklemine Yönelik Yönetimsel Aşırı Güvenin Yıllara Göre Dağılımı	151
Tablo 4.2. Gelişmiş Ülke Örneklemine Yönelik Tanımlayıcı İstatistikler	152
Tablo 4.3. Bağımsız ve Kontrol Değişkenleri Arasındaki Korelasyon Tablosu (Model 1, Model 2 ve Model 3)	156
Tablo 4.4. Gelişmiş Ülke Örneklemine Yönelik Yatay Kesit Bağımlılığı Test Bulguları	157
Tablo 4.5. Değişkenlere Yönelik Homojenite Test Bulguları	158
Tablo 4.6. Modeller Yönelik Homojenite Test Bulguları	158
Tablo 4.7. Değişkenlere Yönelik Birim Kök Testi Bulguları	159
Tablo 4.8. Gelişmiş Ülke Örneklemine Yönelik Model Belirleme Test Bulguları	160
Tablo 4.9. Gelişmiş Ülke Örneklemine yönelik Model 1, Model 2, Model 3 Sabit Etkiler Regresyon Analizi Bulguları	160
Tablo 4.10. Gelişmiş Ülke Örneklemine Yönelik Modellerin Otokorelasyon Test Bulguları	161
Tablo 4.11. Gelişmiş Ülke Örneklemine Yönelik Modellerin Değişen Varyans Test Bulguları	162
Tablo 4.12. Gelişmiş Ülke Örneklemine Yönelik Driscoll Kraay Sabit Etkiler Regresyon Analiz Bulguları (Model 1)	163
Tablo 4.13. Gelişmiş Ülke Örneklemine Yönelik Driscoll Kraay Sabit Etkiler Regresyon Analiz Bulguları (Model 2)	164
Tablo 4.14. Gelişmiş Ülke Örneklemine Yönelik Driscoll Kraay Sabit Etkiler Regresyon Analiz Bulguları (Model 3)	165
Tablo 4.15. Gelişmiş Ülke Örneklemine Yönelik Tanımlayıcı İstatistikler	166
Tablo 4.16. Bağımsız Değişkenler Arasındaki Korelasyon Tablosu (Model 4)	167
Tablo 4.17. Gelişmiş Ülke Örneklemine Yönelik Yatay Kesit Bağımlılığı Test Bulguları	168
Tablo 4.18. Değişkenlere Yönelik Homojenite Test Bulguları	168
Tablo 4.19. Modele Yönelik Homojenite Test Bulguları	169
Tablo 4.20. Değişkenlere Yönelik Birim Kök Testi Bulguları	169
Tablo 4.21. Gelişmiş Ülke Örneklemine Yönelik Model Belirleme Test Bulguları	170
Tablo 4.22. Gelişmiş Ülke Örneklemine Yönelik Model 4’e İlişkin Sabit Etkiler Regresyon Bulguları	171
Tablo 4.23. Gelişmiş Ülke Örneklemine Yönelik Modelin Otokorelasyon Test Bulguları	171
Tablo 4.24. Gelişmiş Ülke Örneklemine Yönelik Modellerin Değişen Varyans Test Bulguları	172
Tablo 4.25. Gelişmiş Ülke Örneklemine Yönelik Driscoll Kraay Sabit Etkiler Analiz Bulguları (Model 4)	173
Tablo 4.26. Gelişmekte Olan Ülke Örneklemine Yönelik Yönetimsel Aşırı Güvenin Yıllara Göre Dağılımı	174
Tablo 4.27. Gelişmekte Olan Ülke Örneklemine Yönelik Tanımlayıcı İstatistikler	176
Tablo 4.28. Bağımsız Değişkenler Arasındaki Korelasyon Tablosu (Model 1, Model 2 ve Model 3)	178
Tablo 4.29. Gelişmekte Olan Ülke Örneklemine Yönelik Yatay Kesit Bağımlılığı Test Bulguları	179
Tablo 4.30. Değişkenlere Yönelik Homojenite Test Bulguları	180

Tablo 4.31. Modellerle Yönelik Homojenite Test Bulguları	180
Tablo 4.32. Değişkenlere Yönelik Birim Kök Testi Bulguları	181
Tablo 4.33. Gelişmekte Olan Ülke Örnekleminde Model Belirleme Test Bulguları	181
Tablo 4.34. Gelişmekte Olan Ülke Örneklemine Yönelik Model 1, Model 2, Model 3 Sabit Etkiler Regresyon Bulguları	182
Tablo 4.35. Gelişmekte Olan Ülke Örneklemine Yönelik Modellerin Otokorelasyon Test Bulguları	183
Tablo 4.36. Gelişmekte Olan Ülke Örneklemine Yönelik Modellerin Değişen Varyans Test Bulguları	184
Tablo 4.37. Gelişmekte Olan Ülke Örneklemine Yönelik Driscoll Kraay Sabit Etkiler Regresyon Analiz Bulguları (Model 1)	185
Tablo 4.38. Gelişmekte Olan Ülke Örneklemine Yönelik Driscoll Kraay Sabit Etkiler Regresyon Analiz Bulguları (Model 2)	186
Tablo 4.39. Gelişmekte Olan Ülke Örneklemine Yönelik Driscoll Kraay Rassal Etkiler Regresyon Analiz Bulguları (Model 3)	187
Tablo 4.40. Gelişmekte Olan Ülke Örneklemine Yönelik Tanımlayıcı İstatistikler	188
Tablo 4.41. Bağımsız Değişkenler Arasındaki Korelasyon Tablosu (Model 4)	189
Tablo 4.42. Gelişmekte Olan Ülke Örneklemine Yönelik Yatay Kesit Bağımlılığı Test Bulguları	189
Tablo 4.43. Değişkenlere Yönelik Homojenite Test Bulguları	190
Tablo 4.44. Model 4'e Yönelik Homojenite Test Bulguları	190
Tablo 4.45. Değişkenlere Yönelik Birim Kök Testi Bulguları	191
Tablo 4.46. Gelişmekte Olan Ülke Örnekleminde Model Belirleme Test Bulguları	192
Tablo 4.47. Gelişmekte Olan Ülke Örneklemine Yönelik Model 4'e İlişkin Sabit Etkiler Regresyon Bulguları	192
Tablo 4.48. Gelişmekte Olan Ülke Örneklemine Yönelik Modellerin Otokorelasyon Test Bulguları	193
Tablo 4.49. Gelişmekte Olan Ülke Örneklemine Yönelik Modellerin Değişen Varyans Test Bulguları	193
Tablo 4.50. Gelişmekte Olan Ülke Örneklemine Yönelik Driscoll Kraay Rassal Etkiler Analiz Bulguları (Model 4)	194
Tablo 4.51. Gelişmiş Ülke Örneklemine Yönelik Normal Dağılım Testi Bulguları	196
Tablo 4.52. Gelişmiş Ülke Örneklemine Yönelik Mann Whitney U Farklılık Test Bulguları	197
Tablo 4.53. Gelişmiş Ülke Örneklemine Yönelik T Testi Bulguları	198
Tablo 4.54. Gelişmekte Olan Ülke Örneklemine Yönelik Normal Dağılım Testi Bulguları	199
Tablo 4.55. Gelişmekte Olan Ülke Örneklemine Yönelik Mann Whitney U Farklılık Test Bulguları	200
Tablo 4.56. Gelişmekte olan Ülke Örneklemine Yönelik T Testi Bulguları	201
Tablo 4.57. Model 1, 2 ve 3'e İlişkin Karşılaştırmalı Bulgular	213
Tablo 4.58. Model 4'e İlişkin Karşılaştırmalı Bulgular	218
Tablo 4.59. Bağımlı Değişkenlere İlişkin Farklılık Testinin Karşılaştırmalı Bulguları	222
Tablo 4.60. Kontrol Değişkenlere İlişkin Farklılık Testinin Karşılaştırmalı Bulguları	225

ŞEKİLLER DİZİNİ

	Sayfa
Şekil 3.1. Panel Veri Analizi Süreci	129
Şekil 3.2. Panel Birim Kök Testleri	135
Şekil 3.3. Model Belirleme Testleri	140
Şekil 3.4. Farklılık Testi Süreci	145

KISALTMALAR VE SİMGELER

Kısaltma/Simge	Tanım
AFM	Arbitraj Fiyatlama Modeli
AOSM	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
AFT	Arbitraj Fiyatlama Teorisi
ASE	Amman Stock Exchange- Amman Menkul Kıymetler Borsası
ATHEX	Athens Stock Exchange- Atina Menkul Kıymetler Borsası
AQSE	Aquis Stock Exchange- Aquis Menkul Kıymetler Borsası
B3S.A.	Brasil, Bolsa, Balcão- Brezilya Borsası
BBV	Bolsa Boliviana de Valores- Bolivya Menkul Kıymetler Borsası
BIST	Borsa İstanbul
BLSE	Banja Luka Stock Exchange- Banja Luka Menkul Kıymetler Borsası
BM	Bursa Malezya- Malezya Borsası
BME	Bolsas y Mercados Españoles- İspanya Borsası
BMV	Bolsa Mexicana de Valores- Meksika Menkul Kıymetler Borsası
BSE ¹	Bahrain Bourse- Bahreyn Borsası
BSE ²	Bulgarian Stock Exchange- Bulgaristan Menkul Kıymetler Borsası
BSE ³	Bombay Stock Exchange- Bombay Menkul Kıymetler Borsası
BVL	Bolsa de Valores de Lima- Lima Menkul Kıymetler Borsası
BVB	Bursa de Valori București- Bükreş Menkul Kıymetler Borsası
CAPEX	Capital Expenditure- Sermaye Harcamaları
CAPM	Capital Asset Pricing Model- Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli
CEO	Chief Executive Officer
CFO	Chief Financial Officer
COVID-19	Corona Virus Disease 2019- 2019 Koronavirüs Hastalığı
CSE ¹	Colombo Stock Exchange- Kolombo Menkul Kıymetler Borsası
CSE ²	Cyprus Stock Exchange- Kıbrıs Menkul Kıymetler Borsası
DSE	Dhaka Stock Exchange- Dakka Menkul Kıymetler Borsası
EGX	Egyptian Exchange- Mısır Borsası
EPA	Euronext Paris- Paris Borsası
EPH	Etkin Piyasa Hipotezi
FSE	Fukuoka Stock Exchange- Fukuoka Menkul Kıymetler Borsası
FSNA	Firmaya Serbest Nakit Akışı
GSYİH	Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla
HAM	Hamburg Stock Exchange- Hamburg Menkul Kıymetler Borsası
HKEX	Hong Kong Stock Exchange- Hong Kong Menkul Kıymetler Borsası
HNX	Hanoi Stock Exchange- Hanoi Menkul Kıymetler Borsası
IDX	Indonesia Stock Exchange- Endonezya Menkul Kıymetler Borsası
ISX	Iraq Stock Exchange- Irak Menkul Kıymetler Borsası
JSE	Johannesburg Stock Exchange- Johannesburg Menkul Kıymetler Borsası
KRX	Korea Exchange- Kore Borsası
LIS	Euronext Lisbon- Lizbon Borsası
LISE	Ljubljana Stock Exchange- Ljubljana Menkul Kıymetler Borsası
LSEG	London Stock Exchange Group- Londra Menkul Kıymetler Borsası Grubu
MNSE	Montenegro Stock Exchange- Karadağ Menkul Kıymetler Borsası
MOEX	Moscow Exchange- Moskova Borsası
MSE ¹	Malta Stock Exchange- Malta Menkul Kıymetler Borsası
MSE ²	Malawi Stock Exchange- Malavi Menkul Kıymetler Borsası
MSE ³	Macedonian Stock Exchange- Makedonya Menkul Kıymetler Borsası
MSM	Muscat Securities Market- Umman Menkul Kıymetler Borsası
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations- Ulusal Menkul Kıymet Satıcıları Otomatik Fiyatlandırma Sistemi
NASDAQ CPH	NASDAQ Copenhagen- NASDAQ Kopenhag

Kısaltma/Simgesi	Tanım
NSE	National Stock Exchange of India- Hindistan Ulusal Menkul Kıymetler Borsası
NYSE	New York Stock Exchange- New York Menkul Kıymetler Borsası
OMX	Optionsmäklarna Stockholm Exchange- Stockholm Borsası
PSE	Philippine Stock Exchange- Filipinler Menkul Kıymetler Borsası
PSX	Pakistan Stock Exchange- Pakistan Menkul Kıymetler Borsası
RSF	Russell Sage Foundation- Russell Sage Vakfı
SEMDEX	Stock Exchange of Mauritius- Mauritius Menkul Kıymetler Borsası
SET	Stock Exchange of Thailand- Tayland Menkul Kıymetler Borsası
SGX	Singapore Exchange- Singapur Borsası
SIX	Swiss Infrastructure and Exchange- İsviçre Borsası
SSE	Shanghai Stock Exchange- Şanghay Menkul Kıymetler Borsası
SZSE	Shenzhen Stock Exchange- Shenzhen Menkul Kıymetler Borsası
TADAWUL	Saudi Stock Exchange- Suudi Arabistan Menkul Kıymetler Borsası
TASE	Tel Aviv Stock Exchange- Tel Aviv Menkul Kıymetler Borsası
TDK	Türk Dil Kurumu
TPEX	Taipei Exchange- Taipei Borsası
TYO	Tokyo Stock Exchange- Tokyo Menkul Kıymetler Borsası
TWSE	Taiwan Stock Exchange- Tayvan Menkul Kıymetler Borsası
YAG	Yönetimsel Aşırı Güven
WSE	Warsaw Stock Exchange- Varşova Menkul Kıymetler Borsası
XMUN	Frankfurt Stock Exchange- Frankfurt Menkul Kıymetler Borsası
ZSE ¹	Zagreb Stock Exchange- Zagreb Menkul Kıymetler Borsası
ZSE ²	Zimbabwe Stock Exchange- Zimbabve Menkul Kıymetler Borsası

GİRİŞ

Etkin piyasaların ve rasyonel yatırımcıların mevcudiyeti varsayımıyla geleneksel finans teorisi, uzun yıllar boyunca akademisyenler ve finans uzmanları tarafından finansal karar alma süreçlerinde temel bir rehber olarak kabul görmüştür. Bu teori, bireylerin karar alma süreçlerinde mevcut tüm bilgileri dikkate aldıklarını ve bu bilgileri en iyi seçeneği belirlemek amacıyla mantıklı ve objektif bir şekilde değerlendirme yetisine sahip olduklarını öne sürmektedir (De Bont vd., 2008, s. 2). Bu varsayımlar, piyasaların her zaman mevcut bilgiyi tam olarak yansıttığını ve menkul kıymetlerin fiyatlarının da bu bilgiye dayalı olarak doğru bir şekilde belirlendiğini ileri sürmektedir. Bununla birlikte, zaman içerisinde geleneksel finans teorisinin sınırlılıkları daha belirgin hale gelmiştir (Shiller, 2003, ss. 83-84). Özellikle bireysel karar alma süreçlerinin nesnel olmayışı ve duygusal, psikolojik faktörlerden etkilenmesi, geleneksel finansın geçerliliği konusunda soru işaretleri yaratmıştır. Finansal piyasalardaki menkul kıymetlerin her zaman geleneksel finansın varsaydığı gibi rasyonel bir şekilde fiyatlandırılmadığı gözlemlenebilmektedir. Bireylerin irrasyonel davranışlarda bulunabilmesi ve piyasalarda beklenmeyen dalgalanmaların yaşanması, geleneksel finansın bazı durumlarda yetersiz kaldığını göstermiştir (Schindler, 2007, s. 17).

Yukarıda ifade edilen sınırlılıklar, davranışsal finansın ortaya çıkmasına ve gelişmesine zemin hazırlamıştır. Davranışsal finans, bireylerin karar alma süreçlerinde yalnızca mantığın değil, aynı zamanda psikolojik ve duygusal faktörlerin de etkili olduğunu savunan bir disiplin olarak ortaya çıkmıştır. Davranışsal finans, psikoloji ve ekonomiyi birleştirerek geleneksel finans teorisinin bireylerin her zaman rasyonel davrandığı varsayımına alternatif bir yaklaşım sunmaktadır (Glaser vd., 2004, s. 527). Bu yaklaşım, bireylerin finansal kararlar alırken çeşitli yanlılıklar, duygusal tepkiler ve davranışsal önyargılar sergileyebildiğini öne sürmekte ve bunların piyasa sonuçlarını nasıl etkilediğini açıklamaya çalışmaktadır (Raphael, 2023, s. 776). Bu perspektif, yatırımcılar ve yöneticilerin finansal kararlarını sadece mantık ve objektif verilerle değil, aynı zamanda kendi önyargıları ve psikolojik sınırlamalarının etkisiyle aldıklarını vurgulamaktadır (İmamoğlu ve Çevik, 2020, s. 247). Ayrıca, bu önyargıların anlaşılması ve bu doğrultuda stratejiler geliştirilmesi, bireylerin ve kurumların daha bilinçli ve etkili kararlar alması açısından önem arz etmektedir. Sonuç olarak, davranışsal finans, irrasyonel davranışları tanımlayarak finansal piyasaların daha iyi anlaşılmasını sağlamaya ve piyasalarda daha akıllıca stratejiler geliştirilmesine olanak tanımaktadır (Padmavathy, 2024, s. 196).

Daniel Kahneman ve Amos Tversky tarafından 1970'lerde gerçekleştirilen öncü çalışmalar (Kahneman ve Tversky, 1979; Tversky ve Kahneman, 1973), davranışsal finansın temelleri için oldukça büyük bir öneme sahiptir. Kahneman ve Tversky'nin bu çalışmaları, bireylerin karar alma süreçlerinde sistematik hatalar ve önyargılar sergilediğini göstererek modern davranışsal finansın gelişiminde büyük bir etki yaratmış ve günümüze kadar geniş bir yelpazede uygulanmıştır (Kamoune ve Ibenrissoul, 2022, s. 289). Bugün, davranışsal finans teorileri ve uygulamaları finansal planlama ve yönetim, kişisel

harcama alışkanlıkları, yatırım stratejileri, ticaret davranışları ve portföy yönetimi gibi birçok alanda kendine yer bulmaktadır.

Bireylerin karar alırken etkilendikleri önyargılardan biri aşırı güven eğilimidir. Aşırı güven eğiliminde, bireylerin kendi yeteneklerine duydukları öznel güven, bu yeteneklerin objektif doğruluğundan daha abartılı olarak kabul görmektedir. Nobel Ekonomi Ödülü'nün sahibi olan Daniel Kahneman tarafından bilişsel önyargıların en önemlisi olarak adlandırılan aşırı güven önyargısı, duygusal, bilişsel ve sosyal faktörlerden etkilenmektedir (Kahneman, 2015, s. 24). Özellikle karmaşık ve belirsiz durumlarla karşılaşıldığında, daha belirgin hale gelen bu eğilimin kökeninde bireylerin kendilerini ve yeteneklerini olduğundan daha üstün görme eğilimi yatmaktadır. Aşırı güven bireylerin risk alabilme kapasitesini artırarak ve yenilikçi fikirlerin ortaya çıkmasına katkıda bulunabilmektedir. Ancak, aynı zamanda bu önyargı, bireylerin kendi bilgi ve becerilerine gereğinden fazla güvenerek hatalı kararlar almalarına yol açabilmektedir (Moore ve Healy, 2008, s. 502).

İşletmelerde alınan finansal kararlarda aşırı güven eğiliminin etkisi, yatırımcı ve yöneticilerin bilgi ve becerilerine aşırı güven duyarak, harcamaları ve başarısızlık riskini olduğundan daha düşük değerlendirerek kararlar almaları şeklinde görülmektedir. Aşırı güven eğilimi, yöneticilerin kendi bilgi ve yeteneklerine olan inançlarının gerçekçi olmayan bir şekilde yüksek olmasına neden olmaktadır. Bu eğilim, genellikle geçmişteki başarıların aşırı vurgulanması ve başarısızlıkların göz ardı edilmesiyle pekişmektedir (Longjie ve Anfeng, 2017, s. 109). Aşırı güven eğilimine sahip yöneticiler, piyasa ve endüstri analizlerini yeterince dikkate almadan sadece kendi içgüdülerine ve geçmiş başarılarına dayanarak kararlar alabilmektedirler. Bunun yanı sıra aşırı güvenli yöneticilerin kendi bilgilerine olan aşırı güvenleri nedeniyle karar alma süreçlerinde bağımsız danışmanlardan veya uzmanlardan yeterince faydalanmamaları ve dışarıdan gelecek tavsiyeleri dikkate almamaları yaygın bir durumdur (Invernizzi, 2017, s. 14). Bu durum stratejik hatalara yol açabilmektedir. Buna ek olarak, aşırı güvenli yöneticiler, işletmelerin finansal raporlama ve denetim süreçlerinde de objektif olmaktan uzaklaşabilirler (Rajabalizadeh, 2023, s. 361). Finansal verilerin aşırı iyimser tahminlerle sunulması, yatırımcıları yanıltabilir ve işletmenin gerçek performansını gizleyebilir. Bu durum, uzun vadede işletmenin itibarını zedelemekte ve piyasa değerinin düşmesine neden olabilmektedir (Schrund ve Zechman, 2012, s. 313). Bu bağlamda aşırı güven, özellikle finansal karar süreçlerinde önemli etkiler doğurabilir; bireyler riskleri küçümseyebilir, aşırı borçlanmaya gidebilir veya piyasa dinamiklerini yanlış yorumlayabilir.

Yöneticiler, sermaye yapısı gibi işletmeler için hayati önem taşıyan bir konuda karar verme yetkisine sahiptirler. Sermaye yapısı kararları, işletmenin uzun vadeli başarısı ve sürdürülebilirliği üzerinde doğrudan etkili olmaktadır. Sermaye yapısı, devamlılık arz eden kısa vadeli yükümlülükler, uzun vadeli borçlar ve öz sermayeden meydana gelen bileşimdir. Söz konusu bileşimin doğru kurulması, işletmenin finansal istikrarı ve büyüme potansiyeli için kritik öneme sahiptir (Abor, 2007, s. 28). Aşırı güven önyargısına sahip yöneticiler, firma değerinin belirleyicileri arasında kabul gören sermaye yapısı, yatırım stratejileri ve risk yönetimi gibi konularda objektif değerlendirmeler yapmaktan ziyade, kendi

beceri ve bilgilerine aşırı güvenerek hareket edebilirler. Aşırı güvenli yöneticiler, düşük borçlanma maliyetlerinin geçici olduğu dönemlerde aşırı borçlanma yoluna gidebilir veya tam tersine, borçlanmadan kaçınarak büyüme fırsatlarını kaçırabilirler. Her iki durumda da işletmenin uzun vadeli finansal sağlığı tehlikeye girebilmektedir. Bu durum, zaman zaman işletmenin finansal sağlığını tehlikeye atabilecek kararların alınmasına neden olabilmektedir (Fairchild, 2009, s. 7). İşletmelerde yatırım stratejilerinin belirlenmesinde de aşırı güven önyargısı önemli bir rol oynamaktadır. Yöneticiler, piyasa trendlerini ve ekonomik göstergeleri yeterince analiz etmeden, kendi bilgi ve içgüdülerine dayanarak yatırım kararları alabilirler. Bu tür stratejik hatalar, işletmenin sermayesinin yanlış yönlendirilmesine ve potansiyel getiri fırsatlarının kaçırılmasına neden olabilmektedir. Öte yandan, risk yönetimi alanında da aşırı güvenin olumsuz etkileri görülebilmektedir. Yöneticiler, işletmenin karşı karşıya olduğu riskleri doğru bir şekilde değerlendiremez ve risk azaltıcı önlemleri zamanında alamazlarsa, beklenmedik finansal kayıplarla karşılaşabilmektedir (Benayad ve Aasri, 2023, s. 14).

Yönetimsel aşırı güveninin, doğrudan firma değeri üzerinde de önemli etkilere sahip olduğunu söylemek mümkündür. Firma değeri, yatırımcıların işletmeye olan güvenini yansıtan bir göstergedir ve yöneticilerin aldığı kararların kalitesine bağlı olarak artıp azalabilir. Aşırı güven yöneticilerin büyüme için stratejik imkânları değerlendirmelerine olanak tanıyarak firmanın değerine fayda sağlayabilecek daha yüksek hisse senedi performansları sağlayabilir. Öte yandan kısa vadeli kazançlar maksimize edilmeye çalışılırken, uzun vadeli stratejik hedefler göz ardı edilebilmektedir. Bu durum, işletmenin gelecekteki büyüme potansiyelini ve sürdürülebilirliğini olumsuz etkileyebilir. Örneğin, yüksek riskli yatırımlar veya gereksiz genişleme projeleri, başlangıçta olumlu sonuçlar verse de uzun vadede firma değerini düşürebilmektedir (Kunjal vd., 2021, s. 2). Bu bağlamda, yöneticilerin finansal yönetimle ilgili kararlar üzerindeki etkisi göz önünde bulundurulduğunda, aşırı güven eğilimine sahip olup olmamaları ve bu yönde verdikleri kararların sonuçlarının incelenmesinin önem arz ettiği düşünülmektedir. Yöneticilerin aşırı güven eğilimleri, işletme performansını ve yatırımcı güvenini doğrudan etkileyebilecek potansiyele sahiptir. Bu nedenle, aşırı güven önyargısının etkilerini anlamak ve bu önyargıyı minimize edecek stratejiler geliştirmek, işletmelerin uzun vadeli başarısı için hayati öneme sahiptir. Yöneticilerin, kendi bilgi ve yeteneklerine olan güvenlerini dengelemeleri ve çeşitli veri analizlerine dayalı kararlar almaları, işletmenin uzun vadeli başarısını ve sürdürülebilirliğini sağlamada kritik bir rol oynamaktadır.

Turizm sektörü, küresel ekonomide en hızlı büyüyen ve en dinamik sektörlerden biri olarak kabul edilmektedir. Dünya çapında milyonlarca kişiye istihdam sağlarken, birçok ülkenin gayri safi yurtiçi hasılasına (GSYİH) önemli katkılarda bulunmaktadır. Turizm sektörünün ekonomik önemi yalnızca gelir yaratma, istihdama katkısı ve döviz kazandırma işleviyle sınırlı kalmayıp, aynı zamanda diğer sektörlerle güçlü bağlantıları sayesinde ekonomiyi bütüncül bir şekilde desteklemektedir. Turistlerin alışveriş, ulaşım, yemek gibi alanlarda yaptıkları harcamalar, ekonomik canlılığı artırmaktadır. Dolayısıyla turizm sektörünün gelişimi, ulaştırma, inşaat ve perakende gibi birçok sektöre

doğrudan katkı sağlamaktadır. Örneğin, havalimanı, yol ve altyapı projeleri inşaat sektörünü desteklerken, turistlerin ulaşımına olan talebi de ulaştırma sektörünü canlandırmaktadır (Ardahaey, 2011, ss. 207-209). Turizm sektöründe faaliyet gösteren konaklama işletmelerinde yarattıkları istihdam, döviz kazancı elde etme ve yeni iş fırsatlarıyla yerel halkın gelir elde etmesine olanak tanırken, turizm rehberleri, tedarik zinciri çalışanları gibi geniş bir iş gücüne de fayda sağlamaktadır. Ayrıca, yerel ürün ve hizmetlerin tüketimini artırarak yerel ekonominin canlanmasına katkıda bulunmakta ve yiyecek-içecek tedarikçileri, temizlik hizmetleri gibi birçok yan sektörle iş birliği yaparak bu sektörlerin gelişimini desteklemektedir (Pereira vd., 2021, s. 3).

Konaklama işletmelerinin ekonomik ve sosyal faydaları dikkate alındığında işletme yöneticilerinin verdikleri kararlarda aşırı güven eğiliminin etkisi, turizm sektörü ve ülke ekonomilerinin gelişimi açısından son derece önemlidir. Turizm sektöründeki işletmeler, talep dalgalanmaları, ekonomik krizler ve değişen tüketici davranışları gibi belirsizliklere karşı daha savunmasız bir yapıdadır. Özellikle konaklama işletmeleri, büyük ölçekli sermaye yatırımları ve uzun vadeli finansal kararlar gerektirmektedir. Turizm sektörünün ekonomik yapısı ve dinamikleri göz önüne alındığında bu işletmelerde sermaye yapısı, yatırım ve risk yönetimi gibi kritik yönetsel süreçlerdeki alınan finansal kararlar hem işletmenin sürdürülebilirliğini hem de sektörün ve yerel-ulusal ekonominin gelişimini doğrudan etkilemektedir. Yöneticilerin, objektif değerlendirmeler yerine kendi bilgi ve becerilerine aşırı güvenerek hareket etmeleri, stratejik hata riskini artırabilir ve işletmenin uzun vadeli başarısını tehlikeye atabilmektedir. Dolayısıyla, yöneticilerin karar alma süreçlerinde aşırı güven eğilimlerinin farkında olmaları ve bu önyargıyı minimize edecek stratejiler geliştirmeleri hem konaklama işletmelerinin sürdürülebilirliği hem de turizm sektörünün ve dolayısıyla ülke ekonomisinin sağlıklı bir şekilde gelişmesi açısından kritik öneme sahiptir. Yöneticilerin karar verme süreçlerinde daha dikkatli ve bilinçli olmaları, aşırı güven eğilimlerini kontrol altında tutmaları ve objektif verilere dayalı stratejik kararlar almalarının, genel ekonomik istikrar ve büyüme için gerekli olduğu düşünülmektedir.

Bu tez çalışmasının üç temel amacı bulunmaktadır. Birinci amaç, gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerde faaliyet gösteren konaklama işletmelerinde yönetsel aşırı güvenin varlığını tespit etmek ve küresel kriz dönemlerindeki seyrini inceleyerek krizlerin bu eğilim üzerindeki olası etkilerini değerlendirmektir. İkinci amaç, yönetsel aşırı güven eğilimlerinin, sermaye yapısı kararları ve firma değeri üzerindeki etkilerini, gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerde faaliyet gösteren konaklama işletmeleri bağlamında incelemektir. Üçüncü amaç ise gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerde faaliyet gösteren konaklama işletmeleri içinde sürekli aşırı güven varlığı görülen ve aşırı güven varlığı hiç görülmeyen işletmeler arasında sermaye yapısı, firma değeri, firma karlılığı, firma büyüklüğü, piyasa değeri defter değeri, nakit akış oranı açısından istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık olup olmadığını saptamaktır. Literatür incelendiğinde, davranışsal finans ve yatırımcı davranışları konularının hem dünyada hem Türkiye’deki araştırmalarda sıkça yer bulduğu görülmüştür. Özellikle uluslararası bağlamda gerçekleştirilen araştırmalar, davranışsal önyargıların sermaye yapısı kararlarında

ve firma değeri üzerinde etkili olduğunu göstermektedir. Ancak yönetsel aşırı güvenin sermaye yapısı kararlarına ve firma değerine etkisi bağlamında Türkiye’de yapılan araştırmaların sınırlı olduğu saptanmıştır. Özellikle konaklama işletmelerine yönelik aşırı güvenin sermaye yapısı kararlarını ve firma değerine olan etkilerini inceleyen araştırmaların kısıtlı sayıda olduğu gözlemlenmiştir. Bu bağlamda aşırı güven eğiliminin sadece yatırımcı davranışları ile sınırlı kalmayıp, yönetsel açıdan ele alınmasının, işletmeler açısından uygulanacak politikaların belirlenmesinde önem arz ettiği düşünülmektedir. Bu araştırma turizm sektöründeki konaklama işletmelerine özgü bu finansal dinamikleri inceleyerek, aşırı güven eğiliminin sektördeki etkilerini daha iyi anlamayı amaçlamaktadır. Araştırma sonucunda analiz kapsamındaki gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren konaklama işletmeleri yöneticilerinde aşırı güven olup olmadığının belirlenmesinin, eğer aşırı güven varsa konaklama işletmelerinin sermaye yapısı kararlarına ve firma değeri üzerine etkilerinin karşılaştırılmasının turizm sektörüne ve turizm ile finans literatürüne katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

Araştırma beş bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde, kuramsal çerçeve başlığı altında finansal karar kavramı ve kapsamı tanımlanarak geleneksel finans teorileri ile davranışsal finansın temelleri açıklanmış, ayrıca bireylerin rasyonel karar almasını engelleyen eğilimlere değinilmiştir. Ayrıca yönetsel aşırı güven kavramı incelenmiş ve bu bağlamda yönetsel aşırı güvenin ölçümünde kullanılan yöntemler tartışılmıştır. Son olarak, aşırı güvenin sermaye yapısı ve firma değeri üzerindeki etkisi teorik olarak ele alınmıştır. Araştırmanın ikinci bölümünde, yönetsel aşırı güvenin sermaye yapısı kararlarına ve firma değerine etkisini inceleyen çalışmalar, literatür başlığı altında ele alınmıştır. Üçüncü bölümde, araştırmanın amacı, önemi, yöntemi ve kullanılan veri seti detaylı bir şekilde ele alınmış, ardından araştırmanın sınırlılıkları açıklanmıştır. Dördüncü bölümde, analizden elde edilen bulgular gelişmiş ve gelişmekte olan ülke örneklemeleri bağlamında ayrı ayrı sunulmuştur. Son bölümde ise analiz sonuçları işletmelerin faaliyet gösterdikleri ülkelerin gelişmişlik seviyesi, sektör ve sermaye yapısı teorileri açısından genel bir değerlendirme yapılmaya çalışılarak konaklama alt sektöründeki işletmelere ve gelecekte yapılacak araştırmalara yönelik öneriler sunulmaya çalışılmıştır.

1. KURAMSAL ÇERÇEVE

Tezin bu bölümünde, finansal karar kavramı ve kapsamı, geleneksel finans teorileri, davranışsal finans kavramı ve bireylerin rasyonel karar almasını engelleyen eğilimler üzerinde durulmaktadır. Bu kapsamda aşırı güven kavramı açıklanmaya çalışılarak, aşırı güvenin ölçümünde kullanılan yöntemlere yer verilmiştir. Son olarak yönetimsel aşırı güvenin sermaye yapısı kararları ile firma değeri üzerindeki etkileri teorik olarak sunulmaya çalışılmıştır.

1.1. Finansal Karar Kavramı ve Kapsamı

Finansal kararlar, zaman, risk ve belirsizlik faktörlerinin önemli bir rol oynadığı karmaşık süreçlerdir. Bu kararların etkinliği, karar vericilerin tercihlerini ve seçim alternatiflerini ne kadar iyi analiz edebildikleri ile doğrudan ilişkilidir (Hallerbach ve Spronk, 2002, s. 118). İşletmenin kuruluş amacı, ölçeği veya faaliyet alanı ne olursa olsun, alınan finansal kararlar, sunulan hizmetlerin çeşitliliği, fiyatlandırma, bulunabilirlik ve kalite üzerinde önemli etkilere sahiptir. Ayrıca, finansal kararlar, işletmenin risk düzeyini, piyasa değerini ve ortaklarının refahını en üst düzeye çıkarma başarısını doğrudan etkilemektedir. Özetle, finansal karar alma süreçlerinin, yalnızca işletme düzeyinde değil, tüm ekonomi genelinde günlük olarak hissedilen geniş kapsamlı etkileri bulunmaktadır (Moyer vd., 2012, s. 4).

Son yıllarda yaşanan değişim ve gelişimle birlikte, finans yöneticisi tarafından alınan kararların önemi de artmıştır. İşletmelerin sürdürülebilirliğini koruması ve başta ortakları olmak üzere bütün paydaşlarına değer yaratabilmesi için yöneticilerin etkin finansal karar almaları gerekmektedir. İşletmelerde finans yöneticilerinin alması gereken kararlar; yatırım, finansman ve karpayı dağıtım kararları olmak üzere üç grup altında toplanmaktadır. İşletmeler kurulum aşamasında ve sonrasında, ihtiyaç duydukları varlıklara yatırım yapmak zorundadırlar. Bu yatırımlar faaliyet gösterilen sektörün yapısı ve özelliklerine göre kısa ya da uzun vadeli olacak şekilde farklılık gösterebilmektedir. Yatırım kararları (sermaye bütçelemesi), işletmenin sahip olduğu kısıtlı fonların, risk ve getirileri göz önünde bulundurularak alternatif yatırım seçenekleri için kullanılmasını kapsamaktadır. İşletmelerin gerçekleştirmeyi planladıkları yatırımlar için gereksinim duydukları fonların nasıl, ne zaman, nereden ve hangi maliyetle karşılanacağı konusu ise finansman kararlarını (sermaye yapısı) oluşturmaktadır. Finansal yönetim kararlarından sonuncusu olan kâr payı dağıtım kararları ise faaliyetler sonucu elde edilen karların hissedarlara dağıtılması ya da işletme bünyesinde tutulması tercihlerini kapsamaktadır. Günümüzde finans yöneticileri işletme stratejisine uygun bir şekilde zamanlama, nakit akışı, risk ve maliyet faktörlerini gözönünde bulundurarak ve firma değerini maksimize etmek amacıyla bu üç temel kararı almak durumundadır (Aydın, 2010, ss. 5-11).

Finansal kararlar genellikle ayrı ayrı sunulmasına rağmen, çeşitli şekillerde birbirine bağlıdır. Öncelikle işletmede gerçekleştirilen yatırımın türü ve miktarı, ilerleyen dönemdeki kazançların ve potansiyel kar paylarının seviyesinde etkin bir rol oynamaktadır. Bununla birlikte sermaye yapısı

tercihinin sermaye maliyeti üzerinde etkisi bulunmaktadır. Öte yandan kâr payı dağıtım politikası, bir işletmenin sermaye yapısındaki öz kaynak düzeyini etkileyen bir faktördür ve buna bağlı olarak sermaye maliyetini de etkilediği bilinmektedir (Moyer vd., 2012, s. 554). Bu bağlamda günümüzde finansal yönetim kararlarının nihai amacı ortakların servetlerini ve firma değerini en üst düzeye çıkarmaktır. Bu amaca ulaşabilmek için yatırım, finansman ve kâr payı dağıtım kararlarının doğru bir şekilde verilmesi ve kararların etkin bir biçimde uygulanması gerekmektedir (Tekin, 2016a, s. 172).

1.2. Geleneksel Finans İlke ve Teorileri

Geleneksel finans, tüm iktisadi süreç içinde rasyonel davranan "homo-economicus" birey hipotezi üzerine kurulmuştur. "Homo-economicus" olası tüm alternatifleri optimize etmekte, tüm sonuçları tam olarak öngörmekte ve sadece bu sonuçları dikkate almaktadır. Örneğin, "homo-economicus" çeşitli yatırım alternatifleri arasında bir seçim yapmayı düşündüğünde, ilgili tüm varlıkları dikkate alarak doğru tahminler yapabilmektedir. Ayrıca "homo-economicus"un son derece yüksek hesaplama yeteneklerine sahip olduğu kabul edilmektedir (Simon, 1955, s. 99). Homo-economicus birey kavramı mükemmel rasyonellik, mükemmel bilgi ve mükemmel kişisel çıkar olmak üzere üç temel varsayıma dayanmaktadır (Pompian, 2006, s. 15). Teoride homo-economicus olan kişi, maddi varlıkları ve tüketimi öncelendirmektedir. Aldıkları kararlarda kendi çıkarlarını maksimize etmeyi tercih etmektedir. Duygusal davranmaktan kaçınmakta, riski sevmemekte ve başkalarının davranışlarından etkilenmemektedir. Özünde, ekonomik rasyonalite kavramı, temsilcilerin kendileri için mümkün olan en iyi seçimleri yaptığı anlamına gelmektedir. Bu durum cazip olmasına rağmen, bu kavramın geçerliliği insan davranışı ve finansal piyasaların işleyişine dair oldukça iddialı ve gerçekçi olmayan varsayımlara dayanmaktadır (Baltussen, 2009, s. 5).

Homo economicus ile başlayan geleneksel finans teorilerinin geçerliliği günümüzde tartışılan bir konu haline gelmiştir. Homo economicus'un varlığına meydan okuyan bilim insanları, bunu, eksiksiz bilginin zorluğu ve rasyonelliğin temel varsayımları bağlamında reddetmektedirler. Etkin piyasa hipotezinde var olan rasyonel birey varsayımı yerine, insanın ekonomik karar alma sürecini daha gerçekçi bir şekilde temsil etmek amacıyla standart beklenen fayda teorisinin varsayımlarını genişleten "sınırlı rasyonellik" kavramı ortaya çıkmıştır. Sınırlı rasyonalite, bireylerin seçimlerinin rasyonel olabileceğini savunurken, seçim sırasında kullanılan bilgi ve bilişsel yeteneğin sınırlı olduğunu varsaymaktadır (Pompian, 2006, s. 23).

1.2.1. Geleneksel Finans İlkeleri

Finans literatüründe genel bağlamda kabul gören teoriler geleneksel finans çatısı altında toplanmaktadır (Ricciardi ve Simon, 2000, s. 1). Geleneksel finansın ortaya çıkışı incelendiğinde rasyonel tercih etme davranışına ilk olarak 1776 yılında Adam Smith tarafından gerçekleştirilen çalışmada değinildiği görülmektedir. Söz konusu çalışmada, eksiksiz ve mükemmel bilgiye sahip bireylerin, bu bilgiyi doğru ve etkin bir biçimde işleyerek karar verme süreçlerini tamamladıkları

varsayımı bulunmaktadır (Tekin, 2016b, s. 78). Kavramın gelişimi incelendiğinde, geleneksel finansın 1950'li yılların sonlarına ve 1960'lı yılların başına kadar uzandığı görülmektedir. Öncelikle İktisat alanında Nobel Ödülü kazanan Merton Miller ve Franco Modigliani, yatırımcıları 1961'de rasyonel olarak nitelendirmiştir. Sonrasında Eugene Fama tarafından 1965 yılında etkin piyasa terimi ortaya atılmıştır. Bir diğer Nobelist olan Harry Markowitz, 1952 yılında düşük risk düzeylerinde en fazla getiriyi sağlamayı bekleyen yatırımcılara ilk optimum portföy kuramını geliştirmiştir. 1959 yılında söz konusu kuramı daha ayrıntılı bir şekilde reçete etmiştir. 1964 yılında William Sharpe, Markowitz'in optimum portföy kuramını basitleştirmiş ve sermaye varlıkları fiyatlama modelini (CAPM) geliştirmiştir (Statman, 2017, ss. 6-7). Devam eden süreçte Ross, CAPM'e alternatif bir yaklaşım olarak Arbitraj Fiyatlama Teorisi'ni (AFT) geliştirmiştir. Ross, 1971 yılında yayımlamaya başladığı çalışmalarla CAPM'in o dönemde riskli varlıkların sermaye piyasalarındaki analizinde yaygın olarak kabul gören bir yöntem olduğunu ifade etmekle birlikte, bu modelin ampirik olarak test edilmesinin mümkün olmadığını dolaylı olarak belirtmiştir. Buna karşılık, AFT'nin ampirik doğrulama açısından uygulanabilir bir model olduğunu savunmuştur (Huberman, 1982, ss. 183-184). Geleneksel finans teorileri, genellikle doğrudan gözlemlenemeyen büyüklüklere dayalı hesaplamalar üzerine kuruluyken, opsiyon fiyatlandırma modelleri finans alanında önemli bir yenilik getirerek, analizlerin somut ve ölçülebilir verilere dayanmasını sağlamıştır. Nobel ödülü sahibi Robert Merton ve Myron Scholes ile Fischer Black'in katkılarıyla geliştirilen Black-Scholes-Merton modeli, opsiyon fiyatlandırmasını piyasa değeri, kullanım fiyatı, vade süresi ve risksiz faiz oranı gibi ölçülebilir değişkenler üzerine inşa etmiştir. Bu gelişme, finans alanında hem analiz süreçlerini güvenilir kılmış hem de teorik modellerin pratik uygulanabilirliğini artırmıştır (Miller, 2000, s. 13). Bu gelişmeler ışığında şekillenen geleneksel finans teorisinin dokuz temel ilkeye dayandığı görülmektedir (Aydın vd., 2014, ss. 18-20);

- *Risk-getiri dengesi sağlanmalıdır:* Bireylerin risk algıları farklılık göstermektedir. Bununla birlikte yatırım seçeneklerinin riskleri ve getirileri de farklılık göstermektedir. Üstlenilen risk ne kadar yüksek olursa beklenen getiri de o kadar yüksek olmalıdır.
- *Para zaman değerine sahiptir:* Bugün sahip olunan paranın tüketim hakkından vazgeçmek, ancak gelecekte daha fazla tüketim hakkı beklendiğinde gerçekleşmektedir. Paranın kullanım zamanındaki tercihle oluşan bir kavramdır.
- *Kar değil nakit akışı önemlidir:* Kar ve nakit akışı farklı iki kavramdır. Muhasebe kayıtlarında görülen kar, nakit akışlarına evrilmediği sürece kullanılması mümkün değildir.
- *Nakit akışlarındaki artış dikkate alınmalıdır:* Alınan finansal kararlarda nakit akışlarının sağlayacağı katkı önemlidir. O nedenle kararlar, sağlanacak nakit akışları göz önünde bulundurularak alınmalıdır.
- *Rekabetin yoğun olduğu piyasalarda karlı projeler bulmak zordur:* Karlı iş fırsatlarının daha çok kişi tarafından tercih edilmesi rekabeti artıracaktır. Artan rekabetle birlikte karlılık azalacaktır. Bu durum başarısızlığı devamında getirecektir.

- *Sermaye piyasalarının yapısı önemlidir:* Yöneticilerin aldıkları kararlarda hissedar refahını ve piyasa değerini maksimize etme amacı vardır. Ancak bu amacın gerçekleştirilmesi için piyasaların etkin olup olmadığı ve bu bağlamda doğru değeri gösterip göstermediği önem arz etmektedir.
- *Temsil maliyeti sorunu dikkate alınmalıdır:* Yönetici ve hissedarlar arasındaki çıkar çatışmalarından kaynaklanan temsil maliyeti, işletme amacı olan hissedar refahını maksimize etme amacı ile çakışabilmektedir.
- *Finansal kararlarda vergilerin etkisi göz önünde bulundurulmalıdır:* Ülkelerde uygulanan vergi politikaları, alınan finansal kararları ve sonuçlarını etkilemektedir.
- *Tüm riskler eşit değildir:* Varlıkların riskleri aynı değildir. Riskleri en aza indirmek için çeşitlendirmeye başvurulabilir. Bununla birlikte tüm risklerin çeşitlendirmeyle azaltılması mümkün değildir.

1.2.2. Geleneksel Finans Teorileri

Finans literatüründe beklenen fayda teorisi, etkin piyasa hipotezi, modern portföy teorisi, Modigliani-Miller teorisi, sermaye varlıkları fiyatlama modeli, opsiyon fiyatlama teorisi, arbitraj fiyatlama teorisinin geleneksel finansa yön veren teoriler oldukları kabul edilmektedir. Aşağıda söz konusu teoriler özetlenmeye çalışılmıştır.

1.2.2.1. Beklenen Fayda Teorisi

Klasik rasyonalite kavramı, 1960'lı yılların sonlarına kadar finans ve ekonomi teorilerinde hâkim olduğu için karar alma sorununa gerçekçi çözümler sunma temeline dayanmaktadır. Söz konusu dönemde homo economicus birey kavramı temel paradigma olarak kabul görmektedir. Homo economicus'u temel alan ve rasyonel seçim modeli olan beklenen fayda teorisi, bireylerin belirsiz bir koşul altında verdiği rasyonel kararları açıklamaya çalışmaktadır (Tomak, 2009, s. 148). Beklenen fayda kavramı ilk defa 1738 yılında Daniel Bernoulli tarafından ortaya atılmıştır. Teori bireylerin risk altındayken verdikleri kararları analiz etmektedir. Karar vericinin beklenen fayda değerlerini, değerlerin kendi olasılıkları ile çarparak elde edilen toplamı karşılaştırmasıyla bulunmaktadır. Karar verici elde ettiği riskli veya belirtisiz beklentiler arasında seçim yapmak durumundadır. Bu bağlamda beklenen fayda teorisi bireylerin kararlarını verirken rasyonel davrandıklarını, kendi çıkarları doğrultusunda seçimler yaptıklarını, riskten kaçındıklarını ve beklenen faydanın maksimize edilmesi ilkelerine dayandıklarını vurgulamaktadır (Mongin, 1997, s. 1).

Daniel Bernoulli'nin St. Petersburg Paradoksu olarak isimlendirilen problemi çözebilmek için geliştirdiği beklenen fayda teorisi, bireylerin davranışlarını ve aldıkları kararları fayda fonksiyonu yoluyla açıklamayı hedeflemektedir. Söz konusu paradoks yazı tura oyunundan esinlenerek ortaya çıkmıştır. Oyunun ödülü, madeni para tura gelene kadar atılacak sayı ile ilişkilidir. Bu bağlamda oyunda madeni para tura gelene kadar n kere atıldığında, ödül $2n$ olmaktadır. Oyun içinde tura gelme ihtimali

$\frac{1}{2}$ iken, n kerede tura gelme ihtimali $(1/2)^n$ 'dir. Oyun içinde beklenen parasal değer sonsuzken, Bernouilli, bireylerin bu oyuna katılmak için fazla para ödemek istemediğini gözlemlemiştir. Bireylerin bekledikleri faydayı maksimize etmeyi, beklenen parasal değeri maksimize etmeye tercih ettikleri tespitinde bulunmuştur (Taşdemir, 2007, s. 308). Beklenen fayda teorisine göre, bireyler tarafından verilen kararların temeli bireyin kendisi tarafından hesaplanan olasılıklara dayanmaktadır. Bireyler tüm olasılıklar içinden kendileri için en yüksek seviyede yarar sağlayacak karara yönelmektedirler (Tekin, 2016b, s. 79).

1944 yılında von Neumann ve Morgenstern, beklenen fayda teorisini öznel olması bağlamında eleştirmiş ve neredeyse her türlü rasyonel karar verici tarafından kabul edilebilecek eklemeler yapmışlardır. Beklenen fayda teorisi uzun zamandan beri belirsizlik altındaki tercihler için tanımlayıcı bir model olarak kullanılmasına rağmen, her zaman gerçek davranışı tam olarak tanımlayamaması konusundaki eksikliği ile ilgili eleştirilmiştir (Hens ve Bachmann, 2008, s. 13). Davranışsal ekonominin bir bileşeni olan davranışsal finans, psikoloji ve sosyoloji gibi davranış bilimlerinde oluşturulan teorilerin yardımıyla, beklenen fayda teorisi ve rasyonel davranış modeli dışında yeni gözlemler yapılmasına olanak sağlamıştır (Frankfurter ve McGoun, 2000, s. 201).

1.2.2.2. Etkin Piyasa Hipotezi

Etkin piyasa hipotezi (EPH), Fama tarafından 1960'lı yıllarda geliştirilmiş ve özellikle 1980'lerden itibaren finans teorisinin temel taşlarından biri haline gelmiştir. Fama (1965a), borsa fiyatlarının rassal yürüyüş modeline uygun hareket ettiğini göstererek “etkin piyasa” kavramını ilk kez tanımlamıştır. Aynı yıl yayımlanan bir diğer çalışmasında (Fama, 1965b), bu modelin teknik ve temel analiz yöntemlerine metodolojik zorluklar getirdiğini tartışmıştır. Fama'nın (1970) “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work” başlıklı çalışması ise EPH üzerine yapılan teorik ve ampirik incelemelerin temel referansı olmuş ve piyasa etkinliği kavramını sistematik bir çerçeveye oturtmuştur.

EPH, finansal piyasaların bilgi açısından etkin olduğunu ve varlık fiyatlarının mevcut tüm bilgiyi tam olarak yansıttığını savunmaktadır. Hipotez, üç temel varsayıma dayanır: (1) Yatırımcılar rasyonel davranır ve varlık değerlerini mantıksal bir şekilde değerlendirir; (2) Yatırımcılar tüm ilgili bilgilere erişebilir ve bu bilgileri karar alma süreçlerinde etkin bir şekilde kullanır; (3) Yatırımcılar kişisel çıkarlarını maksimize etmeye odaklanır (Karan, 2018, s. 277-278). Bu çerçevede, etkin bir piyasada işlem maliyetleri ve bilgi erişim engelleri minimumdur, böylece fiyatlar her an mevcut bilgiyi doğru bir şekilde yansıtır. EPH, piyasa etkinliğini üç formda ele almaktadır (Fama, 1991, ss. 1575-1577);

- Zayıf form etkinlik, geçmiş fiyatlar ve işlem hacmi gibi verilere dayalı analizlerin gelecekteki fiyatları öngöremeyeceğini savunur.

- Yarı güçlü form etkinlik, kamuya açık bilgilerin (örneğin, işletme bilançoları) fiyatlara hızla yansıdığını ve bu bilgilere dayalı stratejilerin piyasayı yenemeyeceğini öne sürer.
- Güçlü form etkinlik ise özel bilgilere sahip yatırımcıların bile sistematik olarak piyasadandan yüksek getiri elde edemeyeceğini ileri sürer.

EPH'ye göre, piyasanın etkinlik düzeyi arttıkça fiyat hareketleri daha öngörülemez ve rassal bir hal almaktadır. Bu rassallık, piyasanın tesadüfi bir yapısından değil, yatırımcıların bilgi avantajlarını hızla fiyatlara yansıtmasından kaynaklanmaktadır. İdeal koşullarda (sıfır işlem maliyeti ve piyasa sürtünmesi olmayan bir ortamda), fiyatlar tüm bilgileri eksiksiz yansıttığından, bilgiye dayalı işlemlerle sistematik kâr elde etmek mümkün olmamaktadır (Aguila, 2009, s. 53; Lo, 2007, ss. 2-3). Rassal yürüyüş teorisi, yeni bilgilerin anında ve serbestçe fiyatlara yansması durumunda, gelecekteki fiyat değişimlerinin yalnızca yeni bilgilere bağlı olacağını ve geçmiş verilerden bağımsız gerçekleşeceğini öne sürmektedir. Bu nedenle, haberlerin öngörülemez doğası fiyat değişimlerini de tahmin edilemez hale getirmektedir (Malkiel, 2003, s. 59).

Geleneksel finans teorisi, EPH'yi destekleyen homo economicus kavramına dayanmaktadır ve bu doğrultuda yatırımcıların tam rasyonel olduğunu, mükemmel bilgiye eriştiğini varsaymaktadır. Ancak, bu varsayımlar son yıllarda davranışsal finans tarafından eleştirilmektedir. Sınırlı rasyonalite çerçevesi, yatırımcıların bilişsel kapasiteleri ve duygusal eğilimleri nedeniyle tam rasyonel olmadığını savunmaktadır. Örneğin, bireylerin kısa vadeli kazançlara yönelmesi veya toplumsal değerlerle kişisel çıkarlar arasında çelişkiler yaşaması, homo economicus modelinin açıklayamadığı durumlardır (Pompian, 2006, ss. 23-24). Davranışsal finans, yatırımcıların irrasyonel kararlarının piyasalarda anomalilere yol açabileceğini göstererek EPH'nin kapsamını sorgulamış ve finans teorisine yeni bir boyut kazandırmıştır.

1.2.2.3. Modern Portföy Teorisi

Portföy teorisi, finans literatüründe geleneksel ve modern yaklaşımlar olmak üzere iki temel çerçevede incelenmektedir. Geleneksel portföy yaklaşımı, basit çeşitlendirme ilkesine dayanırken; modern portföy yaklaşımı, istatistiksel ve matematiksel yöntemlerle risk ve getiriyi optimize etmeyi hedeflemektedir (Korkmaz vd., 2013, s. 71).

Geleneksel portföy yaklaşımı, 1935'te J. R. Hick'in "Para Teorisinin Basitleştirilmesi için Bir Öneri" başlıklı makalesinde ortaya atılan fikirlerden etkilenmiştir. Bu yaklaşım, riskin beklenen getiri ve yatırım süresi üzerindeki etkisine odaklanmaktadır (Markowitz, 1999, s. 11). Temel olarak, "tüm yumurtaları aynı sepete koymamak" prensibiyle, sermayenin farklı varlıklara dağıtılmasıyla riskin azaltılabileceğini savunmaktadır. Ancak, varlıkların birbirleriyle olan ilişkisini göz ardı ederek yalnızca çeşitlendirme yoluyla riskin minimize edilebileceğini öne sürmektedir. Bu yaklaşım, aşırı çeşitlendirme, geçmiş getiriler ve kovaryanslar gibi verilerin yeterince dikkate alınmaması ve uygulama zorlukları nedeniyle eleştirilmiştir (Çakmak, 2008, s. 38; Baykan, 2010, s. 24).

1952 yılında Journal of Finance dergisinde, Harry Markowitz tarafından yazılan bir makale yayınlamıştır. “Portföy Seçimi” başlıklı bu makaledeki ana fikir, günümüzde modern portföy teorisi olarak adlandırılan teorinin temeli olarak görülmektedir. Önceleri çok ses getirmeyen teori, zamanla finans çevrelerinde güçlü bir şekilde kabul görmüştür. Rasyonel bir yatırımcı beklenen getirileri en üst düzeye çıkarmak ve riski en aza indirmek istemektedir. Modern portföy teorisi, portföy oluştururken risk iştahının ve yatırımların beklenen performansının dikkate alınmasını öngörmektedir (Markowitz, 1952, ss. 79-90).

Harry Markowitz’ın 1952’de yayımladığı çalışma, modern finansın başlangıcı olarak kabul edilmiş ve finans dünyasında önemli bir dönüşüme öncülük etmiştir. Getiriyi beklenen değer, riski ise varyans olarak tanımlayan bu yaklaşım, finans analizine matematiksel istatistik araçlarını dahil ederek alana katkı sağlamıştır. O dönemde risk yalnızca olası kayıplarla ilişkilendirilirken, Markowitz riski varyansla tanımlayarak daha kapsamlı bir anlayış sunmuştur (Miller, 2000, s.9). Teori, rasyonel bir yatırımcının beklenen getiriyi maksimize ederken riski en aza indirmeyi hedeflediğini varsaymaktadır. Bu amaçla, portföyün bütününe odaklanarak tek tek varlıklar yerine varlıkların beklenen getirileri, standart sapmaları ve birbirleriyle korelasyonları analiz edilmektedir. Böylece, belirli bir risk seviyesinde en yüksek getiriyi sağlayan veya belirli bir getiri için en düşük riski sunan optimal portföy oluşturulabilir (Francis ve Kim, 2013, ss. 2-3).

Markowitz, çalışmasında geleneksel portföy teorisini eleştirmiştir. Varlıklar arasındaki ilişkiyi kabul etmeden, sadece varlıkların getirilerini temel alarak çeşitlendirme ile tüm riskin ortadan kaldırılması savını kabul etmeyen Markowitz, kabul edilen getiri düzeyi bağlamında risk seviyesinin azaltılabilmesinin mümkün olduğunu vurgulamıştır (Markowitz, 1952, s. 79). 1952-1959 yılları arasında geliştirdiği optimum portföy kuramı ile modern portföy teorisinin temellerini atmış ve aynı risk seviyesinde daha yüksek getiri sağlayan veya aynı getiri düzeyinde daha düşük risk içeren varlıkları portföye dahil etmeyi önermiştir. Böylece, belirli bir risk seviyesinde getirinin nasıl maksimize edilebileceğini araştırmıştır (İskenderoğlu ve Karadeniz, 2011, s. 237).

Markowitz’in ortaya koyduğu modern portföy teorisinin temel varsayımları şunlardır (Korkmaz vd., 2013, ss. 97-98, Reilly ve Brown, 2002, s. 211);

- Yatırımcılar, her yatırım alternatifini belirli bir zaman aralığında beklenen getirilerin olasılık dağılımı ile tanımlanan bir seçenek olarak değerlendirmektedir.
- Yatırımcılar, tek dönemlik beklenen faydayı en üst düzeye çıkarmaktadır ve fayda eğrileri, servetin azalan marjinal faydasını göstermektedir.
- Yatırımcılar, portföy riskini beklenen getirilerin değişkenliğine (varyansına) göre tahmin etmektedir.

- Yatırımcı kararları, yalnızca beklenen getiri ve risk unsurlarına dayandırılmaktadır. Dolayısıyla yatırımcıların fayda fonksiyonları, beklenen getiri ile getirilerin beklenen varyansı (veya standart sapması) arasındaki ilişkiye bağlıdır.
- Yatırımcılar belirli bir risk düzeyinde daha yüksek getiriye tercih ederken, belirli bir beklenen getiri seviyesinde ise daha düşük riski rasyonel bir seçim olarak görmektedir.
- Tüm yatırımcılar rasyoneldir.
- Teoriye göre piyasa etkin ve dengededir. Bilgiler menkul kıymet fiyatlarına hızlı ve doğru bir şekilde yansımaktadır.

Modern portföy teorisi, portföy yönetiminde devrim yaratmış olsa da bazı varsayımları nedeniyle eleştirilmiştir. Özellikle, yatırımcıların tam rasyonel olduğu ve yalnızca getiri-risk dengesine odaklandığı varsayımı, davranışsal finans tarafından sorgulanmaktadır. Davranışsal finans, yatırımcıların bilişsel önyargılar ve duygusal faktörler nedeniyle irrasyonel kararlar alabileceğini öne sürmektedir. Bu eleştiriler, modern portföy teorisinin pratikteki uygulanabilirliğini tartışmaya açsa da teori finansal analizde temel bir çerçeve olarak önemini korumaktadır.

1.2.2.4. Modigliani-Miller Teorisi

1950'li yılların başlarına kadar kurumsal finans ve sermaye yapısı üzerine hâkim olan teoriler, sermaye maliyeti sorununu genellikle kesinlik varsayımlarına dayanarak ele almış ve fiziksel varlıkların sabit gelir akışları sağladığını kabul etmiştir. Ancak, bu yaklaşımlar belirsizlik ortamında yetersiz kalmış, kâr maksimizasyonu kriteri anlamını yitirmiş ve yatırım kararlarını değerlendirmek için sahiplerin öznel fayda fonksiyonları öne çıkmıştır. Beklenen getiri ile riski dengeleyen bu fonksiyonlar, sermaye maliyetini öznel bir kavrama dönüştürdüğü için normatif ve analitik açıdan çeşitli sınırlamalara yol açmıştır. Bu çerçevede Modigliani ve Miller (1958), kurumsal finans disiplininin gereksinimlerini karşılamada dönemin mevcut makroekonomik ve mikroekonomik teorilerinin yetersiz kaldığını öne sürerek sermaye yapısı ile firma değeri arasındaki ilişkiyi daha etkin bir biçimde açıklamayı amaçlayan yenilikçi bir teori geliştirme gerekliliğini ortaya koymuştur. Bu bağlamda Modigliani-Miller teorisinin temel varsayımları şu şekilde sıralanmıştır (Copeland vd., 2005; 559; Modigliani ve Miller, 1958, ss. 268-281):

- Piyasa yatırımcılarının rasyonelliği ve finansal varlıkların bölünebilirliği: Finansal piyasalarda faaliyet gösteren yatırımcıların tümü, rasyonel karar alma kapasitesine sahiptir. Ayrıca, finansal varlıklar en küçük birimlere ayrılabilir şekilde işlem görmektedir.
- Tam rekabet koşulları ve bilgiye eş zamanlı erişim: Sermaye piyasalarında tam rekabet ortamı hâkimdir. Piyasaya dair herhangi bir bilgi veya haber, tüm yatırımcılara eş zamanlı ve ücretsiz olarak ulaşabilmektedir.

- Borçlanmanın karlılık üzerindeki etkisi: İşletmelerin faiz ve vergi öncesi kârı, borç kullanımından bağımsızdır. Bu bağlamda borçlanma, işletmenin karlılığı üzerinde doğrudan bir değişiklik yaratmaz.
- Risk gruplarına göre işletmelerin sınıflandırılması: İşletmeler, taşıdıkları risk seviyeleri doğrultusunda belirli gruplara ayrılmaktadır. Aynı grupta yer alan işletmelerin benzer iş risklerine sahip olduğu ve gelir dalgalanmaları açısından benzer olasılıklarla karşı karşıya olduğu varsayılmaktadır.
- Yatırımcıların borçlanma koşulları: Piyasalarda faaliyet gösteren yatırımcılar, işletmelerle aynı şartlarda borçlanabilme imkânına sahiptir.
- İşlem maliyetlerinin bulunmaması: Finansal varlıkların alım ve satım işlemleri herhangi bir komisyon veya işlem maliyeti gerektirmeksizin gerçekleştirilmektedir.
- İflas maliyetlerinin göz ardı edilmesi: İşletmelerin iflas etmesi durumunda herhangi bir maliyetin ortaya çıkmadığı kabul edilmekte, bu nedenle iflas riski finansal karar alma süreçlerinde belirleyici bir faktör olarak değerlendirilmemektedir.
- Vergilerin teorik çerçevedeki konumu: İlk aşamada, finansal teori kapsamında vergiler dikkate alınmamış olmakla birlikte, ilerleyen süreçlerde bu varsayım değiştirilmiş ve vergiler analize dâhil edilmiştir.

Modigliani-Miller (1958), bu varsayımları temel alarak iki farklı önerme ileri sürmüştür. Birinci önerme, bir işletmeneim toplam piyasa değerinin sermaye yapısından bağımsız olduğunu savunmaktadır. Firma değeri, varlıklarının gelecekteki nakit akışlarını yaratma kapasitesine bağlıdır; borç veya özkaynak finansmanının oranı bu değeri değiştirmez. Mükemmel piyasalarda, yatırımcılar bireysel borçlanma yoluyla firmanın finansal kaldıraç etkisini kendileri oluşturabilir. Bu arbitraj mekanizması, aynı risk grubundaki borçlu ve borcusuz firmaların piyasa değerini eşitlemektedir. Örneğin, borçlu bir firmanın değeri artarsa, yatırımcılar arbitraj fırsatlarını değerlendirerek bu farkı ortadan kaldırır (Modigliani ve Miller, 1958, ss. 268-270; Parrino vd., 2011, s. 506). İkinci önerme ise, finansal kaldıraç arttıkça firmanın özkaynak maliyetinin yükseldiğini belirtmektedir. Borçlanma, sabit faiz ödemeleri nedeniyle özkaynak sahiplerinin riskini artırır ve bu, yatırımcıların daha yüksek getiri talep etmesine yol açar. Ancak borçlanmanın düşük maliyet avantajı bu artışı dengeler. Böylece işletmenin toplam sermaye maliyeti sabit kalır. Matematiksel olarak, özkaynak getirisi borç-özsermaye oranına bağlı olarak doğrusal bir şekilde artar, ancak bu, firma değerini değiştirmez (Modigliani ve Miller, 1958, ss. 271-272).

1963 yılında Modigliani ve Miller sermaye yapısı kararlarının vergi etkisini ele alan bir makale yayımlamışlardır. Önceki çalışmada, faiz giderlerinin vergiden düşülmesinin, arbitraj mekanizmasının firmaların piyasa değerlerini beklenen getirilerle orantılı hale getirmesini engelleyeceği öne sürülmüştür. Ancak güncellenen değerlendirme, firma değerlerinin yalnızca vergi sonrası beklenen getiriler ile değil, aynı zamanda vergi oranı ve kaldıraç seviyesiyle de belirlendiğini ortaya koymaktadır.

Bu durum, borç finansmanının vergi avantajlarının daha önce öngörülenden daha büyük bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir (Modigliani ve Miller, 1963, ss. 434-435) Vergi Kanunu, faiz ödemelerinin gider olarak kabul edilip vergiden düşülmesine izin verirken, temettü ödemelerine bu ayrıcalığı tanımamaktadır. Söz konusu durum, borçlanmayı finansal açıdan avantajlı hale getirerek işletmelerin vergi yükünü azaltmakta ve yatırımcılara daha fazla nakit akışı sağlanmasına imkân tanımaktadır. "Vergi kalkanı" olarak adlandırılan bu avantaj sayesinde, işletmenin vergilendirilebilir kâr elde etmesi halinde, borçlanma Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti'ni düşürerek firma değerini artırmasına katkıda bulunmaktadır (Ehrhardt ve Brigham, 2010, ss. 612-613).

Modigliani-Miller'ın sermaye yapısı, maliyeti ve piyasa değeri arasındaki ilişkilere dair görüşleri, varsayımlarının gerçeklikten uzak olduğu gerekçesiyle eleştirilerle karşılaşmıştır. İlk olarak iflas maliyetlerinin dikkate alınmaması, yüksek borç seviyelerine ulaşıldığında artan iflas riskinin sermaye maliyetini yükseltebileceği gerekçesiyle eleştirilmektedir. İkinci olarak, piyasa etkinliği varsayımı sorgulanmıştır; küçük işletmeler büyük işletmelere göre genellikle daha yüksek kredi maliyetleriyle karşılaşır. Üçüncü olarak, arbitraj sınırlamaları (örneğin, işlem maliyetleri veya kurumsal kısıtlamalar) arbitraj mekanizmasının etkinliğini azaltmaktadır. Son olarak, yatırımcıların firmalarla aynı koşullarda borçlanamayabileceği gerçeği, teoremin uygulanabilirliğini sınırlamaktadır (Akgüç, 1994, ss. 498-499). Buna rağmen, teori finans literatüründe çığır açmıştır. Sermaye yapısının firma değeri üzerindeki etkisini sistematik bir şekilde inceleyen ilk çerçevelerden biri olarak, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kavramını netleştirmiş ve sermaye yapısı optimizasyonuna rehber olmuştur. Teori, yatırım projelerinin değerlendirilmesinde objektif bir yaklaşım sunarak piyasa değerini bireysel tercihlerden bağımsız hale getirmiştir. Ayrıca, vergi avantajlarının borçlanma kararlarına etkisini vurgulayarak finans yöneticilerine optimal sermaye yapısı belirlemede önemli bir perspektif kazandırmıştır. Ancak iflas maliyetleri ve asimetrik bilgi gibi faktörler, teoremin kısıtlamalarını aşmak için modifiye edilmiş modellerin geliştirilmesine yol açmıştır (Brusov vd., 2021, ss. 8-9; Modigliani ve Miller, 1958, ss. 262-265).

1.2.2.5. Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli

1960'lı yıllardan önce finans teorisi, risk ve getiri arasındaki ilişkiyi tam anlamıyla açıklayamamış olup, sermaye maliyeti hesaplamalarında genellikle borç ve özsermaye maliyetine dayalı yöntemler kullanılmıştır. Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli (SVFM), belirsizlik altında karar alma süreçlerinin yeni olduğu ve sermaye piyasalarına dair ampirik verilerin sınırlı olduğu bir dönemde geliştirilmiştir (Perold, 2004, s. 4). Model, ilk olarak William Sharpe tarafından 1964'te tanıtılmış, Jack Treynor (1961, 1962), John Lintner (1965) ve Jan Mossin (1966) de bağımsız katkılarda bulunmuştur. SVFM, Harry Markowitz'in modern portföy teorisi ve çeşitlendirme çalışmalarına dayanmaktadır (Karan, 2018, s. 209).

SVFM, risk ve getiri arasındaki ilişkiyi sistematik bir şekilde açıklamaktadır. Treynor (1962), Markowitz'in portföy teorisini genişleterek riskli varlıkların piyasa değerini modellemiş, yatırımcıların rasyonel ve riskten kaçınan bireyler olduğunu, piyasaların ise etkin olduğunu varsaymıştır (Treynor, 1962, ss. 1-3). Sharpe (1964), yatırımcıların risksiz faiz oranı ile risk üstlenerek elde edilebilecek ek getiri arasında denge kurduğunu belirtmiş ve bu dengeyi “sermaye piyasası hattı” ile ifade etmiştir. Yüksek getiriler, ancak daha fazla risk alınarak mümkündür. Sharpe'a göre, piyasada iki fiyat vardır: risksiz faiz oranı (zamanın fiyatı) ve risk primi (her risk birimi için ek getiri). SVFM, bu ilişkiyi matematiksel olarak modelleyerek varlık fiyatlamasını açıklamaktadır (Sharpe, 1964, ss. 425-426).

Lintner (1965), riskli varlıkların fiyatlarının beklenen getirileri ve diğer menkul kıymetlerle olan kovaryanslarıyla doğrusal bir ilişki içinde olduğunu savunmuştur. Sharpe'tan farklı olarak, yatırımcıların ortak beklentilere sahip olmamasına rağmen modelin genel denge koşullarında geçerli olduğunu öne sürmüştür (Lintner, 1965, ss. 587-588). Mossin (1966) ise SVFM'yi genel bir denge modeli olarak geliştirmiş, tüm yatırımcıların risksiz faiz oranına erişebildiğini ve menkul kıymet getirileri konusunda aynı beklentilere sahip olduğunu varsaymıştır. Ayrıca, Markowitz'in ortalama-varyans analizini destekleyerek portföy seçiminde risk-getiri optimizasyonunu vurgulamıştır (Mossin, 1966, ss. 769-770).

SVFM, Harry Markowitz'in ortalama-varyans modeline dayanmakta ve yatırımcıların riskten kaçınarak portföy seçimlerinde beklenen getiriyi artırmayı, aynı zamanda getiriye dalgalandırılmaları (varyansı) en aza indirmeyi hedeflediklerini varsaymaktadır. Bu model, risk ile beklenen getiri arasındaki ilişkiyi açıklayan ve piyasa dengesini sağlayan etkili bir portföyü tanımlamayı mümkün kılmaktadır (Fama ve French, 2004, s. 27). SVFM'ye ilişkin genel varsayımları aşağıdaki şekilde sıralamak mümkündür (Elton ve Gruben, 1995, ss. 292-293);

- İşlem maliyetleri söz konusu değildir: Yatırımcılar, alım-satım işlemlerinde herhangi bir maliyetle karşılaşmaz. Bu nedenle, işlem maliyetlerinin modele dâhil edilmesi karmaşıklığı artırabilir.
- Varlıklar parçalara ayrılabilir: Yatırımcılar, varlıkların istenilen miktarını alabilir veya satabilir.
- Vergi uygulanmaz: Yatırım gelirleri için bireysel gelir vergisi bulunmamaktadır.
- Yatırımcılar piyasa fiyatlarına müdahale edemez: Tek bir yatırımcının yaptığı alım ya da satım işlemi, piyasa fiyatları üzerinde bir değişikliğe neden olmaz.
- Beklenen getiri ve risk değerlendirmesi: Yatırımcılar, varlık seçimlerini beklenen getiriler ve risk ölçütleri (standart sapmalar) doğrultusunda yapar.
- Açığa satış sınırlama olmadan yapılabilir: Yatırımcılar, herhangi bir varlığı sınırsız şekilde açığa satma hakkına sahiptir.
- Risksiz borçlanma ve kredi kullanımı: Yatırımcılar, risksiz faiz oranı üzerinden sınırsız şekilde borç alabilir ya da borç verebilir.

- Yatırımcıların beklentileri aynıdır: Tüm yatırımcılar, aynı risk-getiri dağılımını göz önünde bulundurarak ortak beklentilere sahiptir.
- Piyasa dengesi sağlanmıştır: Varlıkların tamamı adil bir şekilde fiyatlandırılmış olup piyasada alım-satım işlemleri yapılabilir durumdadır.

SVFM'ye göre, bir hisse senedinin beklenen getirisi, risksiz faiz oranı ile risk priminin toplamıdır. Risk primi, piyasa getirisi ile risksiz faiz oranı arasındaki farkın hisse senedinin beta katsayısıyla çarpılmasıyla hesaplanır. Bu ilişki şu formülle ifade edilir (Korkmaz vd., 2013, ss. 127-128);

$$E(r_i) = R_{rf} + \beta_i [E(r_m) - R_{rf}] \quad (1)$$

$E(r_i)$ = i hisse senedinin beklenen getirisini,

R_{rf} = Risksiz faiz oranını,

$E(r_m)$ = Piyasa getirisini,

B_i = i hisse senedinin betasını göstermektedir.

SVFM'de hem varlık fiyatlamasında hem de portföy yönetiminde yatırımcılara rehberlik eden bir modeldir. Varlıkların değerlemesinde beta katsayısını ve risksiz faiz oranını dikkate alırken, portföy yönetiminde risk ve getiri optimizasyonu sağlamaktadır. SVFM, riskli varlıkların beklenen veya gerekli getiri oranlarının ne olması gerektiğini belirlemektedir. Bu model, bir varlığı değerlendirmek için herhangi bir değerlendirme sürecinde kullanılabilecek uygun bir iskonto oranı sunması açısından oldukça önemlidir. Ayrıca, bir yatırımdan elde edilmesi öngörülen getiri oranı tahmin edildiyse, bu oranı SVFM tarafından hesaplanan gerekli getiri oranıyla karşılaştırarak varlığın değerinin düşük, yüksek ya da eşit olup olmadığını analiz etmek mümkündür (Reilly ve Brown, 2003, s. 247).

1960'lı yıllarda geliştirilen SVFM, finans dünyasında büyük ilgi görmüş ve hızla yaygın şekilde kullanılmaya başlanmıştır. Model, risk ile yatırımcının beklenen getirisi arasındaki ilişkiyi açıklamada başarılı bulunmuş ve beta katsayısının beklenen getiriler üzerinde belirleyici bir faktör olduğunu kabul edilmiştir. Ancak bazı araştırmalarda gözlemlenen küçük sapmalar, modelin sınırlı olabileceği ve getirileri etkileyen başka unsurların da dikkate alınması gerektiği yönünde fikirlerin ortaya çıkmasına neden olmuştur (Jagannathan ve McGrattan, 1995, s. 2). Bu bağlamda yürütülen incelemelerde firma büyüklüğünün hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi değerlendirilmiş ve piyasa değerinin getirilerle olan bağlantısının beta katsayısından daha güçlü olabileceği öne sürülmüştür. Banz (1981), "büyüklük etkisi"ni ortaya koyarak küçük ölçekli işletmelerin hisse senetlerinin, SVFM'nin risk ayarlamasına rağmen büyük işletmelere göre daha yüksek getiri sağladığını göstermiştir. 1936-1975 dönemine ait analizinde, piyasa değeri düşük firmaların getirilerinin beta katsayısından bağımsız olarak yüksek olduğunu tespit etmiş ve bu, SVFM'nin eksikliklerini sorgulatmıştır (Banz, 1981, ss. 3-18).

Devam eden süreçte 1977 yılında Roll tarafından ortaya atılan ve SVFM'ye ilişkin önemli bir tartışmayı gündeme taşıyan eleştiri bu modelin geçerliliğini tekrar sorgulamıştır. Roll (1977), SVFM'nin test edilebilirliğini eleştirerek teorik bir piyasa portföyünün tüm varlıkları kapsaması gerektiğini, ancak bunun pratikte imkânsız olduğunu savunmuştur. Gerçek bir piyasa portföyü yoksa, SVFM'nin doğruluğu sınırlanmaz ve bu da modelin güvenilirliğini sınırlar. Roll, örneklem hatalarının test sonuçlarını etkilediğini belirtmiş ve modelin dikkatle değerlendirilmesini önermiştir (Roll, 1977, ss. 129-131).

1990 sonrası dönemde, SVFM'nin doğruluğuna yönelik eleştiriler artmıştır. Özellikle, hisse senedi getirileri ile beta katsayısı arasında güçlü bir ilişki olmadığı yönündeki bulgular, alternatif faktörlerin getirileri daha iyi açıklayabileceğini ortaya koymuştur. Firma büyüklüğü, defter değeri/piyasa değeri oranı ve finansal kaldıraç gibi değişkenlerin, yatırım getirilerini belirlemede daha etkili olduğu öne sürülmüştür. Bununla birlikte, beta katsayısının ölçümüne dair istatistiksel hata paylarının yüksek olması nedeniyle bu sonuçlar eleştirilmiş ve modelin kesin olarak geçersiz sayılmasının zor olduğu belirtilmiştir. Diğer bir tartışma noktası, koşulsuz ve koşullu testlerin farklı sonuçlar vermesidir. Beta ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişki, piyasa koşullarına bağlı olarak değişkenlik göstermektedir. Bazı durumlarda anlamlı bir ilişki görülmezken, belirli koşullar altında pozitif bir ilişki ortaya çıkmaktadır. Ancak, koşullu testlerin de getirileri açıklamada yetersiz olduğu yönünde eleştiriler devam etmektedir (Badru, 2014, s. 11). SVFM, finans literatüründe hâlâ önemli bir yer tutsa da, getirileri açıklama gücü tartışmalıdır. Model risk-getiri ilişkisini anlamada temel bir çerçeve sunarken, gerçek dünya verilerindeki anomaliler ve alternatif modeller, SVFM'nin sınırlarını ortaya koymuştur.

1.2.2.6. Arbitraj Fiyatlama Teorisi

Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli (SVFM), ampirik testlerdeki sınırlılıkları nedeniyle eleştirilmiş ve bu, yeni teorilerin geliştirilmesine yol açmıştır. Ross (1976), SVFM'ye alternatif sunan bir model tasarlamıştır. 1971'den itibaren Ross'un makalelerinde ele alınan bu model, arbitraj fiyatlaması teorisi (AFT) adını almıştır (Ross, 1976, s. 341). AFT, SVFM'ye alternatif bir çerçeve sunarak finans literatüründe önemli bir yer edinmiştir. AFT, varlık getirilerini birden fazla risk faktörüyle açıklayan doğrusal bir modeldir. SVFM'den farklı olarak, piyasa portföyünün ortalama-varyans açısından etkin olması gerekliliğini ortadan kaldırmış ve getirileri etkileyen çeşitli faktörleri dikkate almıştır. Risksiz arbitraj fırsatlarının bulunmadığı bir piyasada, varlık getirileri ile ortak risk faktörleri arasında doğrusal bir ilişki olduğunu savunmaktadır. Bu esneklik, AFT'yi hem tek dönemli hem de çok dönemli analizler için uygun hale getirmekte ve ampirik testlerde değerli bir araç yapmaktadır (Roll ve Ross, 1980, ss. 1073-1074).

AFT'nin temel varsayımları şunlardır (Levy, 2012, s. 180; Koları ve Pynnönden, 2023, s. 130);

- Piyasada risksiz arbitraj fırsatları yoktur; arbitraj imkanları ortaya çıksa bile yatırımcılar bunları hızla değerlendirerek dengeyi sağlar.
- Varlık getirileri, faiz oranları, enflasyon veya ekonomik büyüme gibi makroekonomik risk faktörleriyle doğrusal bir ilişki içindedir.
- Yatırımcılar, kısa satış gelirlerini uzun pozisyonları finanse etmek için kullanabilir.
- Piyasalar tam rekabetçidir ve işlem maliyetleri yoktur.
- Yatırımcılar hem uzun hem de kısa pozisyonlar alabilir ve borçlanma ile ödünç verme işlemleri eşit koşullarda gerçekleşir.

AFT, menkul kıymet getirilerinin sistematik (piyasa kaynaklı) ve sistematik olmayan (firmaya özgü) risklere ayrıldığını belirtmektedir. Sistematik olmayan risk, geniş bir portföyde çeşitlendirme yoluyla ortadan kalkarken, sistematik risk kalıcıdır ve getirileri belirleyen temel faktörlerden etkilenir. AFT, bu faktörleri tekli veya çoklu indeks modelleriyle analiz eder. Çok faktörlü model şu şekilde ifade edilmektedir (Korkmaz vd., 2013, ss. 136-137);

$$E(r_i) = r_{rf} + \beta_1 F_1 + \beta_2 F_2 + \dots + \beta_n F_n + \text{sistematik risk} \quad (2)$$

Sistematik olmayan riskin yeterince çeşitlendirilmiş bir portföyle ortadan kaldırılması durumunda, model aşağıdaki şekilde ifade edilebilir:

$$E(r_i) = r_{rf} + \beta_1 F_1 + \beta_2 F_2 + \dots + \beta_n F_n \quad (3)$$

Yukarıdaki modelde;

n = Faktör Sayısını

$E(R_i)$ = Finansal varlığın beklenen getirisini

R_f = Risksiz faiz oranını

β = Varlığın ilgili faktörlere olan duyarlılığını göstermektedir.

AFT, SVFM'ye kıyasla birkaç avantaja sahiptir. İlk olarak, SVFM'nin aksine yatırımcıların yalnızca beklenen getiri ve standart sapmaya dayalı kararlar aldığını varsaymaz; sadece fayda maksimizasyonu hedeflediklerini kabul eder. Bu, yatırımcı davranışlarını modellemede daha geniş bir perspektif sunmaktadır. İkinci olarak, SVFM varlık getirilerinin normal dağılım gösterdiğini varsayarken, AFT bu tür bir kısıtlamadan muaftır ve piyasalardaki beklenmedik dalgalanmalara daha iyi uyum sağlar. Son olarak, SVFM teorik bir “gerçek piyasa portföyü” gerektirir ki bu pratikte oluşturması zordur. AFT ise böyle bir portföye ihtiyaç duymaz, bu da modelin test edilebilirliğini ve uygulanabilirliğini artırmaktadır (Drake ve Fabozzi, 2010, s. 464). Buna rağmen, AFT'nin sınırlılıkları

vardır. İlk olarak, arbitraj işlemleri için büyük sermayeye sahip yatırımcılar veya aracı kurumlar gereklidir. Bu durum, küçük ölçekli yatırımcıların katılımını sınırlar ve teoremin pratikteki etkinliğini azaltır. İkinci olarak, AFT'nin hangi faktörlerin getirileri açıkladığını belirlemedeki belirsizlik, modelin uygulanmasını zorlaştırır. Üçüncü olarak, beta katsayılarının getirileri açıklamada yetersiz kaldığına dair eleştiriler, AFT'nin SVFM'ye üstünlüğünü tartışmalı hale getirir. Bu sınırlılıklar, AFT'nin finans literatüründe SVFM'yi tamamen gölgede bırakmasını engellemiştir (Karan, 2018, s. 267). AFT, modern finans teorisinde önemli bir yere sahiptir. Çok faktörlü yapısı, Fama-French gibi modellerin gelişimine zemin hazırlamış ve varlık fiyatlamasında daha esnek bir yaklaşım sunmuştur. Ancak, faktör seçimindeki belirsizlik ve arbitrajın pratikteki kısıtlamaları, modelin uygulanabilirliğini sınırlamaya devam etmektedir.

1.2.2.7. Opsiyon Fiyatlama Teorisi

Opsiyon fiyatlama teorisi, finans piyasalarında belirsizliği yönetmek ve yatırım kararlarını desteklemek için geliştirilmiş matematiksel modellerdir. Bu alanda en önemli katkı, Fischer Black ve Myron Scholes'un 1973'te Journal of Political Economy'de yayımladığı "The Pricing of Options and Corporate Liabilities" makalesiyle tanıtılan Black-Scholes modelidir. Avrupa tipi opsiyonlar için kapalı bir formül sunan bu model, opsiyon piyasalarında devrim yaratmış ve temel bir referans haline gelmiştir (Black ve Scholes, 1973, ss. 637-652).

Black-Scholes modelinin temelleri, Louis Bachelier'in 1900 tarihli çalışmasına dayanmaktadır. Bachelier, hisse senedi fiyatlarının sıfır ortalama sapmalı bir Brown hareketi (rassal yürüyüş) izlediğini varsayarak opsiyon fiyatlaması için ilk matematiksel çerçeveyi oluşturmuştur. Bu çalışma, fiyatlardaki belirsizliği ve rassal dalgalanmaları dikkate alarak opsiyon fiyatlama teorisinin başlangıç noktası olmuştur (Merton, 1973, s. 141). Bachelier'in fikirleri, Black ve Scholes'un daha karmaşık ve uygulanabilir bir model geliştirmesine zemin hazırlamıştır.

Black-Scholes modeli, Avrupa tipi opsiyonların fiyatını hesaplamak için gözlemlenebilir değişkenler (hisse senedi fiyatı, kullanım fiyatı, vade süresi, risksiz faiz oranı ve volatilité) kullanmaktadır. Modelin temel varsayımları şunlardır (Black ve Scholes, 1973, ss. 637-652);

- Risksiz faiz oranı sabittir ve bilinir.
- Hisse senetleri temettü ödemez.
- Hisse senedi fiyatları log-normal bir rassal yürüyüş izler.
- Opsiyonlar yalnızca vade sonunda kullanılabilen Avrupa tipidir.
- İşlem maliyetleri yoktur.
- Açığa satış serbesttir.

Bu varsayımlar altında, model volatilité hariç tüm değişkenlerin bilindiğini kabul eder ve volatilitéyi tahmin ederek opsiyon fiyatını kesin bir formülle hesaplar. Ayrıca, model, şirket tahvilleri, adi hisse senetleri ve varantlar gibi kurumsal yükümlülüklerin değerlemesine yönelik bir araç sunmuş

ve temerrüt riski dikkate alınarak tahviller için uygun iskonto oranlarının belirlenmesinde önemli bir katkı sağlamıştır (Black ve Scholes, 1973, ss. 637-652). Black-Scholes modelinin başarısı, matematiksel sadeliği ve pratik uygulanabilirliğinden kaynaklanmaktadır. Ancak, modelin varsayımları gerçek dünya koşullarına tam uymadığı için aşağıdaki hususlar bağlamında eleştirilmiştir (Yalincak, 2005, ss. 6-8);

- Normal Dağılım Varsayımı: Model, getirilerin normal dağıldığını varsayar, ancak piyasalarda leptokurtiklik (uç değerlere yatkınlık) gözlemlenir, bu da fiyatlama hatalarına yol açabilir.
- Sabit Volatilite: Volatilitenin sabit olduğu varsayımı, piyasalardaki volatilite kümelenmesi nedeniyle gerçekçi değildir.
- Sabit Faiz Oranı: Faiz oranlarının sabit olduğu varsayımı, ekonomik dalgalanmalarda geçerliliğini yitirmektedir.
- Temettü ve İşlem Maliyetleri: Temettü ödemelerinin ve işlem maliyetlerinin göz ardı edilmesi, özellikle temettü ödeyen hisseler veya kriz dönemlerinde hatalara neden olabilmektedir.
- Likidite Kısıtları: Model, likidite sorunlarını dikkate almaz; bu, yüksek volatilite dönemlerinde sorun yaratabilmektedir.

Bu eleştirilere rağmen, Black-Scholes modeli sadeliği ve etkinliği nedeniyle yaygın şekilde kullanılmaya devam etmektedir. Modelin eksikliklerini gidermek için alternatif yaklaşımlar geliştirilmiştir. Örneğin, Garman ve Kohlhagen (1983), Black-Scholes'u döviz opsiyonlarına uyarlamış ve iki döviz birimine ait faiz oranları farkını modele dahil etmiştir (Garman ve Kohlhagen, 1983, ss. 231-237). Ayrıca, volatilite gülümsemesi gibi fenomenleri açıklamak için stokastik volatilite modelleri ortaya çıkmıştır (Briys vd., 1988, s. 250). Opsiyon fiyatlama teorisi, stokastik yöntemlerle varlık fiyatlarının rassal hareketlerini analiz ederek yatırımcıların risk yönetimine katkı sağlamaktadır. Black-Scholes, bu alandaki temel taşlardan biri olsa da finans piyasalarındaki karmaşık dinamikler, daha esnek modellerin geliştirilmesini gerektirmiştir (Brach, 2003, s. 20).

1.3. Davranışsal Finans

Davranış kelimesi, “dıştan gözlemlenebilecek tepkilerin toplamı” anlamına gelirken, davranışsal kelimesi ise “davranışla ilgili” olarak tanımlanmaktadır (TDK, 2020). Davranışsal ekonomi ise, bireylerin ekonomik karar alma süreçlerinde tam anlamıyla rasyonel hareket etmediklerini ve bilişsel sınırlamalar ile sistematik yanılgılar nedeniyle irrasyonel davranışlar sergileyebildiklerini öne süren bir ekonomi dalı olup, Daniel Kahneman ve Amos Tversky bu alanın temelini atan önemli akademisyenlerdendir (Laibson ve Zeckhauser, 1988, s. 8). Davranışsal ekonominin temel amacı, insanların gerçekte nasıl karar verdiğini anlamak ve ekonomik modelleri bu doğrultuda şekillendirmektir. Bu yaklaşım rasyonalite, irade gücü ve öz çıkar sınırlamalarını modelleyerek, klasik ekonominin tam rasyonel birey varsayımı yerine daha gerçekçi psikolojik ve bilişsel temellere dayanan

varsayımlar kullanmaktadır. Böylece, ekonomik modellerin doğruluğunu artırarak piyasa anomalilerini açıklamayı ve daha isabetli tahminler yapmayı hedeflemektedir (Camerer ve Loewenstein, 2006, s. 1-2).

Geçmişte ekonomistler, sınırlı rasyonalite kavramının en az geçerli olduğu alanlardan biri olarak muhtemelen finansı değerlendirmiştir. Bunun başlıca nedeni, etkin piyasa hipotezinin uzun yıllar boyunca akademik çevrelerde en güçlü şekilde desteklenen ekonomik teorilerden biri olarak kabul edilmesidir. Bu hipoteze göre, finansal piyasalar rasyonel bir yapıya sahiptir ve varlık fiyatları mevcut tüm bilgileri eksiksiz bir şekilde yansıtmaktadır. Ancak, bu dönemde arbitrajın sınırlarına dair tartışmalar tam anlamıyla kavranmamış ve piyasaların her koşulda etkin olduğu varsayılmıştır. Zamanla bu bakış açısı değişmiş ve davranışsal ekonomi, finans alanında giderek daha fazla benimsenmeye başlamıştır. 21. yüzyılın başlarına gelindiğinde ise finans, davranışsal ekonominin en önemli katkılarda bulunduğu alanlardan biri haline gelmiştir (Mullainathan ve Thaler, 2000, s. 1096)

Davranışsal finans, bireylerin ekonomik kararlarının altında yatan nedenleri açıklamayı amaçlayan, geleneksel finansı davranışsal ve bilişsel psikoloji teorileri ile birleştiren disiplinler arası bir alandır. Geleneksel finansın, yatırımcıların her zaman rasyonel olduğu ve etkin piyasa hipotezinin geçerli olduğu varsayımlarına dayanan ampirik modellerin gerçek hayattaki piyasa anomalilerini açıklamada yetersiz kalması, davranışsal finansın ortaya çıkışını tetiklemiştir. Bu yaklaşım, bireylerin ekonomik kararlarını hem bireysel hem de grup düzeyinde insan davranışını esas alarak açıklamayı amaçlamaktadır. Davranışsal finans, piyasaların neden ve nasıl her zaman etkin olamayacağını anlamamıza yardımcı olmakta ve bu süreçte insan psikolojisinin karar alma üzerindeki etkilerini vurgulamaktadır (Baker ve Nofsinger, 2010, s. 3).

Davranışsal finans kavramı temelde davranışçılık kuramı ile yakından ilgili bir kavramdır. Davranışçılık kuramı, psikolojinin yalnızca gözlemlenebilir ve ölçülebilir davranışları incelemesi gerektiğini savunan bir görüştür. 20. yüzyılın başlarında ortaya atılan bu kuram, bilinçli zihinsel süreçleri ve içebakış yöntemini reddederek psikolojiyi objektif bir bilim hâline getirmeyi amaçlamıştır. Davranışçılık kuramı bağlamında geleneksel anlamda zihinsel yaşam kavramı geçerli değildir; bunun yerine psikoloji, insan ve hayvan davranışlarını deneysel gözlem yoluyla incelemelidir. Bu bakış açısıyla, davranışçılık, hayvan psikolojisi ve refleksoloji gibi alanlardan ölçüm ve analiz tekniklerini ödünç alarak bunları davranışların uyum sürecine uygulamıştır (Moore, 2011, s. 451). Davranışçılık kuramının meydana gelmesinde etkin rol oynayan dört araştırmacı Ivan Michaiovich Sechenov, Ivan Petrovich Pavlov, Vladimir Michailovich Bekhretov ve Edward Lee Thorndike'dır. Bununla birlikte davranışçılığın temeli Ivan Petrovich Pavlov tarafından 1904 yılında ortaya atılan Klasik Koşullanma Kuramı olarak kabul görmektedir (Tekin, 2015, s. 52). Devam eden süreçte John D. Watson 1913 yılında bir konferansta psikolojiyi kökten etkileyecek bir yaklaşım olan davranışçılık kuramını tanıtmıştır. Psikoloji alanındaki bilimsel konuların, uyaranlar ve yanıtlar gibi doğrudan gözlemlenebilir çalışmaları içermesi gerektiğini belirtmiştir. Ayrıca, davranışı belirleyen etkenlerin iç eğilimler yerine

dış çevre olduğunu ileri sürmüştür. Davranışçılık kuramı daha sonra B. F. Skinner tarafından daha özenli bir yaklaşımla ele alınmıştır (Kent vd., 2002, s. 140). Alanyazın göz önüne alındığında, davranışsal finansla ilgili çalışmaların davranışçılık kuramından daha eskiye dayandığı görülmektedir (Camerer ve Loewenstein, 2004, s. 5).

Günümüzde ise bireylerin karar verme süreçlerini inceleyerek davranışsal finans disiplinine rehberlik eden çalışmalar 1980'lerde Tversky ve Kahneman'ın çalışmaları temelinde ortaya çıkmıştır ve bu alandaki araştırmalar (Kahneman ve Tversky, 1979; Tversky ve Kahneman, 1986) bireylerin karar alma süreçlerini anlamak için psikolojik faktörleri ekonomik modellerle birleştirmeyi amaçlamaktadır.

Davranışsal finans, bireylerin her zaman rasyonel ve öngörülebilir davranışlar sergilemediğini, karar verme süreçlerinin bilişsel önyargılar ve duygusal faktörlerden etkilendiğini vurgulamaktadır (Park ve Sohn, 2013, s. 5). Son yıllarda yapılan araştırmalar, etkin piyasa teorisinin piyasa getirilerini açıklamada yeterli olmadığını göstererek, yatırımcıların portföy oluştururken yalnızca risk ve getiri gibi istatistiksel faktörlerin değil, aşırı güven, aşırı tepki ve duygusal etkenler gibi psikolojik faktörlerin de etkili olduğunu ortaya koymuştur. Bu gelişmeler, davranışsal finansın doğmasına zemin hazırlamıştır (Aguila, 2009, s. 48). Psikoloji bilimi, bireylerin arzuları, amaçları ve motivasyonlarının yanı sıra algısal ilüzyonlar, aşırı güven, bağımlılık ve duygular gibi insan kusurlarını da incelemektedir. Bu kusurlar, yatırımcılar, analistler, stratejistler ve finans yöneticileri gibi piyasa aktörlerinin karar alma süreçlerini etkileyerek finansal piyasaları şekillendirebilmektedir (Shefrin, 2002, s. 1). Davranışsal finans, finansal piyasalar üzerindeki psikolojik etkileri anlamayı ve doğru kararlar alabilmek için hem psikolojik hem de ekonomik ilkelerin dikkate alınması gerektiğini savunur (Olsen, 1998, s. 11). Ayrıca, bireylerin mantıksal düşünme ve duygusal dinamiklerinin finansal karar alma süreçlerini nasıl şekillendirdiğini açıklamaya odaklanmaktadır (Ricciardi ve Simon, 2000, s. 2).

Davranışsal finans karar alma süreçlerini daha gerçekçi bir bakış açısıyla açıklamayı amaçlar. Davranışsal finansın temel varsayımları ve geleneksel finansla farkları aşağıdaki gibi özetlenebilir (Jones, 2004, s. 37; Statman, 2017, ss. 5-6);

- Geleneksel finans teorisi, bireylerin her zaman rasyonel kararlar aldığı varsayımına dayanmaktadır. Buna karşın, davranışsal finans, bireylerin zaman zaman bilişsel ve duygusal kısayollar kullanarak kararlar aldığını kabul etmektedir. Dolayısıyla bireyler, rasyonel olmaktan ziyade insani ve normal davranışlar sergilemektedir.
- Geleneksel portföy teorisi, yatırımcıların portföylerini yüksek getiriler ve düşük risk temelinde optimize ettiğini öngörmektedir. Davranışsal finans ise, yatırımcıların kişisel ve duygusal hedeflere dayalı olarak da portföy oluşturduğunu belirtir.
- Geleneksel teorilerin aksine davranışsal finans, insanların karar alma süreçlerinde bilişsel ve duygusal faktörlerin etkili olduğunu vurgular. Özellikle zayıf özdenetim, anlık tatmin arayışı ve

gelecekteki sonuçlara karşı duyarsızlık gibi davranışsal engeller, bireylerin tahminlerde bulunmasını, uzun vadeli finansal planlar yapmasını ve bu planlara sadık kalmasını zorlaştırır.

- Geleneksel teoriler, yatırımların beklenen getirisinin sadece risk seviyeleriyle belirlendiğini kabul eder. Davranışsal finans ise, sosyal sorumluluk ve statü gibi faktörlerin de yatırımcıların kararlarını etkileyebileceğini savunur.
- Geleneksel finans, piyasa fiyatlarının her zaman varlıkların gerçek değerlerini yansıttığını öne sürmektedir. Davranışsal finans ise, piyasa fiyatlarının değerlerle tam olarak örtüşmediğini ve duygusal ya da bilişsel hatalar nedeniyle sapmaların meydana gelebileceğini savunmaktadır. Bununla birlikte, piyasaların yenilmesinin zor olduğu fikri korunur, çünkü bu sapmalar genellikle hızla düzeltilir.
- Geleneksel teoriler, işletmelerin tek bir hedefe sahip olduğunu ve bunun kârı maksimize etmek olduğunu belirtir. Davranışsal finans ise, işletmelerin birden fazla hedefe sahip olduğunu ve bu hedeflerin tatmin edici sonuçlar elde etmeyi amaçladığını vurgular.
- Geleneksel teoriler, karar süreçlerinin marjinal analizlere dayanarak yürütüldüğünü ve üretim faktörlerinin marjinal katkıları oranında ödendiğini öne sürerken, davranışsal teori pratik kurallar, öğrenme süreçleri ve arama yöntemlerini öne çıkararak faktör ödemelerinin marjinal katkıyı aşabileceğini savunmaktadır.

1.3.1. Davranışsal Finansın Tarihsel Gelişimi

Davranışsal finans, ekonomik karar alma süreçlerinde psikolojik ve duygusal faktörlerin rolünü vurgulayan bir disiplin olarak, klasik ekonomi döneminde atılan temellerle şekillenmeye başlamıştır. Klasik ekonomide, bir mal veya hizmetin tüketimiyle elde edilen tatmini ölçen “fayda” kavramı, yalnızca ekonomik değil, aynı zamanda psikolojik ve ahlaki boyutlarıyla ele alınmıştır. Ancak neoklasik ekonomi, faydayı bireysel tatminle sınırlı bir çerçeveye indirgeyerek, arz ve talep yasalarının temel ilkesi olarak tanımlamış ve “Homo economicus” modeliyle ekonomik kararların tamamen rasyonel alındığını varsaymıştır. Klasik dönemin geniş fayda anlayışı, bireylerin duygusal ve psikolojik eğilimlerden etkilendiğini savunan davranışsal finansın gelişimine zemin hazırlamıştır (Pompian, 2006, s. 20).

Adam Smith, 1759’da yayımladığı Ahlaki Düşünce Teorisi ile davranışsal finansın erken temellerini atmıştır. Smith, bireylerin yalnızca maddi kazanç peşinde koşmadığını, duygusal ve ahlaki yönlendirmelerle hareket ettiğini öne sürmüş, bu yaklaşımıyla rasyonel birey varsayımını sorgulamıştır. Smith, bireylerin iyi bir durumdan kötü bir duruma geçtiklerinde duydukları pişmanlığın, kötü durumdan iyi duruma geçişinin yarattığı keyiften daha büyük olduğunu ifade etmiştir (Camerer ve Loewenstein, 2004, s. 3-4). Bu gözlem, kayıpların kazançlardan daha güçlü psikolojik etkiler yarattığını savunan “kayıptan kaçınma” önyargısı ile ilişkili ve davranışsal finans literatürüyle bağlantılıdır.

Erken dönem ekonomi teorileri, duygular, dürtüler ve ahlak gibi psikolojik unsurlardan etkilenmiş ve bu unsurları içeren yaklaşımlar geliştirmiştir. Ancak, psikoloji ve ekonominin ayrı tutulması gerekliliğini savunan bilim insanları da olmuştur. Vilfredo Pareto'nun katkılarıyla ekonomi bilimi, psikolojik temellerden uzaklaşarak rasyonel tercih teorisine dayalı matematiksel bir çerçeveye yönelmiştir. Pareto, ekonomik analizlerin bireylerin tercih nedenlerinden ziyade tercihlerin kendisine odaklanması gerektiğini savunmuş, böylece ekonomiyi rasyonel tercih teorisine dayalı matematiksel bir çerçeveye yönlendirmiştir. Bu yaklaşım, insan davranışlarının karmaşıklığını göz ardı ederek davranışsal finansın gelişimini geciktirse de psikolojik faktörlerin önemini yeniden vurgulayan çalışmaların önünü açmıştır (Bruni ve Segden, 2007, ss. 149-159).

Davranışsal finans literatürünün gelişimi incelendiğinde özellikle Oregon Üniversitesi'nde gerçekleştirilen çalışmaların bu alanın gelişiminde öncü bir rol oynadığı görülmektedir. 1951'de O.K. Burrell, "Yatırım Çalışmalarına Deneysel Yaklaşım Olanağı" başlıklı makalesinde, davranışsal eğilimleri anlamak için laboratuvar deneylerinin gerekliliğini savunmuştur. 1967'de W. Scott Bauman, bilimsel ve öznel yöntemlerin yatırım analizinde birlikte kullanımını tartışmış; 1969'da Paul Slovic, yatırım süreçlerini davranışsal açıdan incelemiş ve 1972'de "İnsan Yargısının Psikolojik İncelemesi" ile karar alma, risk ve sezgisel yaklaşımları ele almıştır. 1980'de Gail Farrelly, davranışsal çalışmaların finansal analizlerdeki değerini vurgulamıştır (Olsen, 1988, s. 10).

Davranışsal finansa olan ilgi 1980'lerin sonlarına kadar önemli bir ivme kazanmamış olsa da 1950'lerden 1980'lere kadar olan süreçte Oregon Üniversitesi'ndeki çalışmalarla eş zamanlı bazı çalışmalar öne çıkmıştır. 1950'lerde Herbert Simon, ekonomik karar alma süreçlerinde bireylerin tamamen rasyonel davranmadığını ve kararlarının sınırlı bilgi, zaman ve bilişsel kapasite ile şekillendiğini savunan "sınırlı rasyonalite" kavramını ortaya koymuştur (Simon, 1955, ss. 112-113). Bu kavram, ekonomik modellerin gerçek hayatta insan davranışlarını daha doğru yansıtabilmesi için önemli bir iyileştirme sunmuştur. Simon'un başlattığı bu yaklaşımı 1960'larda Richard Cyert ve James March, rasyonalite teorisini daha detaylı ele alarak ve bireylerin karar verme süreçlerini daha derinlemesine inceleyerek geliştirmişlerdir. Böylece, ekonomi teorilerine psikolojik bakış açıları eklenerek daha insancıl ve gerçekçi bir anlayış oluşturulmuştur (Yazdipour, 2011, s. 70).

1980'li yıllardan sonra dönemin birçok bilim insanı davranışsal finansla ilgili araştırmalar yayınlamaya başlamıştır. Konuya olan ilginin yenilenmesi iki gelişme tarafından tetiklenmiştir. İlki, yapılan bazı araştırmalarda mevcut finansal teorilerin temel şekillerde yetersiz görüldüğüne dair kanıtların ortaya çıkması olarak kabul edilmektedir. İkincisi, Daniel Kahneman ve Amos Tversky tarafından ortaya atılan beklenti teorisinin gelişimi olarak görülmektedir. Beklenti teorisi, daha gerçekçi davranışsal varsayımlarla beklenen fayda teorisine alternatif olan bir karar alma modeli sunmuştur. Bu teori, psikolojinin ekonomik analizlere etkisini derinleştirmiştir. Kahneman ve Tversky, insanların nasıl davranması gerektiğini değil, gerçekte nasıl davrandıklarını incelemiş; bu sayede bireylerin kararlarını etkileyen bilişsel önyargılar ve sezgisel düşünce süreçlerini ortaya koymuşlardır. Bu çalışmalar

(Kahneman ve Tversky, 1979; Tversky ve Kahneman, 1974), alanda bir devrim yaratmış ve davranışsal finans adı verilen yeni bir alt alanın doğmasına yol açmıştır.

Bu alanda önemli bir destekçi olan Russell Sage Vakfı (Russell Sage Foundation, RSF) Tversky ve Kahneman'ın fikirlerine dayanan araştırmaları teşvik etmek amacıyla bir "Davranışsal Ekonomi Yuvarlak Masası" kurmuştur. Bu yuvarlak masada, Kahneman ve Tversky'nin yanı sıra Richard Thaler, Colin Camerer, Matthew Rabin gibi önemli bilim insanları da yer almıştır. Alandaki araştırmalar iki ana yöntemsel gruba ayrılmıştır. İlki, bireylerin karar alma süreçlerindeki öznel algıların rolünü anlamaya çalışan psikolojik bir çizgi izlemiş, ikincisi grup ise davranışları matematiksel modellerle analiz etmeye ve doğru tahminler yapmaya odaklanmıştır. İlk grupta yer alan Kahneman, Tversky, Thaler, Sunstein ve Sugden gibi bilim insanları, bireylerin olasılık ve fayda algılarının nesnel gerçeklikten farklılık gösterdiğini sistematik olarak ortaya koymuş ve bu farklılıkların analizi üzerine yoğunlaşmıştır. Özellikle Kahneman ve Thaler (1991), "karar faydası" ve "deneyimlenen fayda" arasında bir ayrım yapılması gerektiğini savunarak, bireylerin objektif verilere değil, kendi öznel algılarına dayalı kararlar aldığını göstermişlerdir (Kahneman ve Thaler, 1991, ss. 341-346). Bu bağlamda, davranışsal finans, bireylerin karar alma süreçlerini hem nesnel hem de öznel perspektiflerden analiz ederek geleneksel teorilere yeni bir bakış açısı getirmiştir.

Davranışsal finans alanında Kahneman ve Tversky'nin yanı sıra Nobel ödüllü Richard Thaler de önemli bir yere sahiptir. Thaler, 1980 yılında yayımladığı makalesinde beklenti teorisini temel alarak, belirsizlik ve risk altındaki tercihleri daha iyi açıklamak amacıyla iki parçalı bir matematiksel model geliştirmiştir. Bu teorik çerçeveyi ekonomik modellere genişleterek, bireylerin gerçek hayattaki karar alma süreçlerini daha derinlemesine anlamayı hedeflemiştir (Thaler, 1980, ss. 57-59). Bunun yanı sıra, bireylerin harcamalarını kategorize etme, bütçe oluşturma ve hesap gözden geçirme süreçlerini şekillendiren "zihinsel muhasebe" teorisini geliştirmiştir (Thaler, 1999, s. 183). Ayrıca, Thaler ve Sunstein'in "dürtme" kuramı, bireylerin kararlarını bilinçli yönlendirmek için davranışsal ilkelerden yararlanmayı önermiş ve kamu ile özel sektörde bu yaklaşımların uygulanmasına öncülük etmiştir (Thaler ve Sunstein, 2008).

1.3.2. Beklenti Teorisi

Daniel Kahneman ve Amos Tversky'nin 1979 yılında gerçekleştirdiği çalışma, risk altında karar verme sürecinin açıklanmasında önemli bir yer tutan beklenen fayda teorisinin eleştirisi olarak ortaya çıkmıştır. Bu çalışmada, risk altında karar verme sürecini açıklayan alternatif bir model olarak beklenti teorisi geliştirilmiştir. Beklenti teorisi, bireylerin belirsizliğin hâkim olduğu ortamlarda, risk altında nasıl karar aldıklarını açıklamaktadır. Markowitz (1959), faydaların yalnızca kar ve zararlara göre tanımlanmasını önererek, bireylerin karar alırken yalnızca sonuca değil, aynı zamanda risklere de odaklandıklarını belirtmiştir. Kahneman ve Tversky (1979) ise Markowitz'in kayıp olasılığı üzerindeki etkisini incelemiş ve karar alma süreçlerinde bu faktörün önemini vurgulamışlardır.

Beklenti teorisi, maddi sonuçları ve belirtilen olasılıkları olan basit beklentiler için geliştirilmiştir. Teoriyi oluşturan varsayımlardan ilki referans bağımlılığı ilkesi, bireylerin kararlarını mutlak kazanç ve kayıplara göre değil, belirli bir referans noktasına göre şekillendirdiğini ortaya koymaktadır. Bireyler, mevcut durumlarına bağlı olarak elde ettikleri kazançları ve maruz kaldıkları kayıpları değerlendirmekte ve toplam servet düzeylerini göz önünde bulundurmamaktadırlar. İkinci olarak, kayıptan kaçınma ilkesi, bireylerin kayıpları önlemeye yönelik tutumlarının, eşdeğer büyüklükteki kazançları elde etme motivasyonlarından daha güçlü olduğunu göstermektedir. Bu bağlamda, bireyler açısından bir kaybın psikolojik etkisi, aynı büyüklükte bir kazancın yaratacağı etkiye kıyasla daha belirgin ve yoğun bir şekilde hissedilmektedir. Üçüncü olarak, azalan duyarlılık ilkesi, kazanç veya kayıp miktarındaki artışın, bireylerin bu değişimlere yönelik algısal tepkisinin giderek zayıflamasına neden olduğunu ifade etmektedir. Bu doğrultuda, bireyler büyük çaplı tek seferlik bir kazanç yerine daha küçük ve kademeli kazançları tercih etme eğilimi göstermektedir. Benzer şekilde, bireyler küçük kayıpları daha belirgin bir şekilde algımlarken, büyük kayıplar karşısında zamanla duyarsızlaşmaktadır. Son olarak, olasılık ağırlıklama ilkesi, bireylerin düşük olasılıklı olaylara gereğinden fazla önem atfettiğini, buna karşın yüksek olasılıklı olayları olduğundan daha düşük ihtimalli olarak değerlendirme eğiliminde olduklarını ortaya koymaktadır (Kahneman ve Tversky, 1979, ss. 277-287)

Teori, seçim sürecini; düzenleme, değerlendirme ve ağırlıklı olasılık fonksiyonu olmak üzere üç aşamaya ayırmaktadır. Düzenleme aşamasında, bireyler olasılıkları basitleştirir. Kazançlar ve kayıplar referans noktasına göre kodlanır, benzer sonuçlar birleştirilir, ortak bileşenler iptal edilir. Değerlendirme aşamasında, bireyler düzenlenen olasılıkları bir değer fonksiyonuyla tartar ve en yüksek faydayı sunan seçeneği belirler. Bu fonksiyon, kayıptan kaçınmanın kazanç arayışından daha güçlü bir motivasyon olduğunu ortaya koyar. Bireyler kazançlarda riskten kaçınırken, kayıplarda risk almaya daha yatkındır. Son olarak olasılık ağırlıklama fonksiyonu, bireylerin nesnel olasılıkları öznel olarak nasıl algıladığını yansıtır, ancak bu ağırlıklar matematiksel olasılık kurallarına tam uymaz (Kahneman ve Tversky, 1979, ss. 264-289).

Finansal açıdan beklenti teorisi, bireylerin her bir hisse için değerindeki olası kar ve zararları hesaplayarak en yüksek potansiyel fayda ile portföy oluşturabileceklerini düşündürmektedir (Subash, 2012, s. 14). Ancak, bu teori aynı zamanda bireylerin ekonomik kararlar alırken rasyonel olmayabileceklerini de ortaya koymaktadır. Bu durum bireylerin sahip oldukları riskten kaçınma eğiliminden kaynaklanmaktadır. Alınan risk, elde edilecek kazançtan düşük seviyede olsa bile riskten kaçınma eğilimine sahip bireyler risk almaktan uzak duracak ve beraberinde gelecek kazancı kabul etmeyeceklerdir (Müldür, 2018, s. 39). Bu bağlamda beklenti teorisi, bireylerin aldıkları kararlarda bazı etkiler altında kalarak rasyonel davranmaktan uzaklaştıklarını savunmaktadır. Bu durumun gerekçesi bireylerin rasyonel karar almasını engelleyen eğilimler olarak gösterilmektedir (Döm, 2003, s. 43).

Beklenti teorisi, dispozisyon etkisiyle de ilişkilidir. Yatırımcılar, kazanç durumlarında temkinli davranarak riskten kaçınırken, kayıp durumlarında zararlarını telafi etmek için daha fazla risk alabilir. Bu eğilim, kazanç getiren yatırımların erken satılmasına, zarar edenlerin ise elde tutulmasına yol açmaktadır (Baker ve Nofsinger, 2010, s. 183). Ayrıca beklenti teorisi, panik satışlarını açıklamakta kullanılabilir. Piyasa düşüşlerinde kayıpların kazançlardan daha güçlü algılanması nedeniyle yatırımcılar, daha büyük zararları önlemek için varlıklarını hızla elden çıkarabilir. Bu davranış, kayıptan kaçınma güdüsüyle birleştiğinde piyasa dalgalanmalarını artırabilir (Linge, 2025, s. 2).

Beklenti teorisinin en önemli katkısı, bireylerin mutlak servetten çok servet değişimlerine odaklandığını ve kayıpların psikolojik etkisinin kazançlardan daha yoğun olduğunu göstermesidir. Bu, finansal karar alma süreçlerini anlamada yeni bir bakış açısı sunar. Ayrıca, erken kararların sonraki risk tutumlarını nasıl etkilediğini ortaya koyarak yatırım planlamasına katkı sağlar. Bununla birlikte, teori bazı sınırlılıklar taşımaktadır. İlk olarak, katı bir matematiksel çerçeve sunmak yerine bireylerin davranışlarını betimlemeye odaklanır; bu, normatif bir model olarak kullanımını kısıtlar. İkinci olarak, uygulamaları büyük ölçüde finansal piyasalarla sınırlıdır ve diğer alanlara genelleştirilmesi zordur (Pan, 2019, s. 104).

1.4. Bireylerin Rasyonel Karar Almasını Engelleyen Eğilimler

Geleneksel finans teorilerinin aksine, davranışsal finans, bireylerin hiçbir zaman eksiksiz ve mükemmel bilgiye erişemeyeceğini kabul etmektedir. Ayrıca, optimal eylemleri gerçekleştirmek için gereken hesaplama kapasitesine de sahip değildir. Bunun yerine, bireyler karmaşık görevleri daha basit hale getiren sınırlı sayıda sezgisel ilkeye dayanarak olasılıkları değerlendirmekte veya değerleri daha hızlı yargılamaktadır. Genel olarak, bu sezgisel yöntemler önemli bir rol oynamaktadır, ancak bazen sistematik hatalara yol açarak hedeflenen sonuçtan ziyade, daha yakın bir konuma ulaşılmasına neden olabilmektedir (Manzan ve Westerhoff, 2005, s. 680).

Geleneksel ekonomi ve psikoloji alanları, karar verme süreci söz konusu olduğunda farklı temellere dayanmaktadır. Psikologların odak noktası, karar öğelerinin yapısını, deneyimlerle olan ilişkisini, ne şekilde değişime uğradıklarını ve nasıl belirlendiklerini kavramaktır. İktisatçıların odak noktası ise, sahip oldukları verilerle doğru eşleştirmeler yapma yönündedir. Bireylerin karar verme süreci sonundaki tercihleri çoğu ekonomik uygulamada esas nokta olarak değerlendirilebilir. "İktisatçıların her şeyin fiyatını ve hiçbir şeyin değerini bilmiyor" deyişi, disiplinin bilimsel önceliklerini uygun yönde yansıtmaktadır. Ayrıca karar süreci ile ilgili psikolojik yargılar, süreçteki davranışın öğrenilmiş, uyarlanabilir ve değişebilir olduğu, bununla birlikte güdülerin ve tutumların karmaşık süreçten etkilendiği düşüncesi hâkimiyetindedir (McFadden, 1988, s. 3).

Çalışmanın devam eden bölümünde bireylerin rasyonel karar almasını engelleyen eğilimler psikolojik önyargılar ana başlığı altında bilişsel kısayollar ve bilişsel önyargılar alt başlıklarında ele alınmaya çalışılmıştır. Bilişsel kısayollar kapsamında mevcudiyet kısa yolu, temsiliyet kavramı, demir

atma ve düzeltme kısa yolu; bilişsel önyargılar başlığı altında ise geri görüş önyargısı, optimizm önyargısı, aşına olma önyargısı, öncelik etkisi, sonralık etkisi, sulandırma etkisi, kayıptan kaçınma önyargısı, zaman uyumsuzluğu önyargısı, aşırı tepki önyargısı ve aşırı güven önyargısı açıklanmıştır.

1.4.1. Psikolojik Önyargılar

Bireyler tarafından alınan tüm karar ve verilen tepkiler beynin iki ayrı bölgesinde işlemden geçmektedir. Hisseden beyin olarak tanımlanan ve beynin alt ve orta bölgelerinde etkili olan bölüm ile düşünen beyin olarak tanımlanan ve beynin üst bölgesinde yer alan bölümler, bireylerin tutum ve davranışlarında oldukça etkindir. Risk, ödül, kaygı, umut gibi uyaranlar sonucunda alınan kararlar hisseden beyinden çıkarak daha güvenilir gerekçelerle doğrulanmak üzere düşünen beyne aktarılmaktadır. Söz konusu aşamalar bireylerin aldıkları kararlarda uyaranlar nedeniyle sapmalar olabileceğini göstermektedir (Redish, 2013, ss. 43-75).

Psikoloji biliminde davranışsal önyargılar, bireyin düşünme ve karar verme aşamasındaki belirsiz noktalarda meydana gelen sapmalar olarak tanımlanmaktadır. Oluşan bu sapmalar, bireylerin bilgi elde etme, saklama, düzeltme ve işleme aşamalarında gerçekleşen hatalı algılamaları sonucunda ya da karar verme aşamalarındaki yanlış değerlendirmeleri sırasında meydana gelmektedir (Döm, 2003, s. 43). Nöropsikoloji ve davranışsal finans alanlarında yapılan çalışmalar, bireylerin her zaman mantıklı kararlar almadığını ortaya koymaktadır. Karar alma süreçlerinde bireylerin rasyonellikten uzaklaşma nedenleri, bilişsel kısayollar ve önyargılar çerçevesinde açıklanabilmektedir (Tekin, 2015, s. 64).

1.4.1.1. Bilişsel Kısayollar

Davranışsal finans kapsamında gerçekleştirilen çalışmaların sınırları, bireylerin rasyonel bir şekilde hareket etmelerini engelleyen duygusal ve bilişsel eğilimlerin çevresinde biçimlenmektedir. Duygusal eğilimlerin ana sebepleri pişmanlık ve kayıptan kaçınma isteğidir. Bilişsel eğilimler ise bireylerin olaylar karşısında karar alırken kısa yol yaratma arayışlarından ortaya çıkmaktadır (Sefil ve Çilingir, 2011, s. 254)

Psikolojik incelemeler beynin, bilgiyi analiz etme sırasında karmaşıklığı küçültmek adına kısa yollardan yararlandığını göstermiştir. Söz konusu kısa yollar, beynin sahip olduğu bilgiyi tamamen sindirmeden önce cevabın bir tahminini oluşturmaya olanak sağlamaktadır. Bu kısa yolları işlemek, beynin çok miktarda bilgiyi organize etmesini ve bunun hızlı bir şekilde gerçekleşmesini mümkün kılmaktadır. Sağladığı avantaja rağmen bu kısa yollar, yatırımcıların yeni bilgileri doğru bir şekilde analiz etmelerini güçleştirerek hatalı çözümlemelere neden olabilmektedir (Nofsinger, 2001, s. 113). Kısa yollar, bir soruna çözüm bulmak için gereken aramayı azaltmanın bir yolu olarak kabul edilmektedir. Yargılama yapmak için normalde gerekli olan olasılıkları değerlendirmenin karmaşık yöntemlerini basitleştirmekte ve kapsamlı hesaplama ihtiyacını ortadan kaldırmaktadırlar. Beyin tarafından zihinsel kısa yolların kullanılmasının nedenleri aşağıda sıralanmaktadır (Schwartz, 2010, ss. 58-59);

- Karar veren bireyler, problemin ideal bir çözüm olsa bile bir sorunu çözmek için en uygun çözüm yolundan habersiz olabilirler. Ayrıca, başkalarından yardım alacak kaynaklara sahip olmayabilirler veya söz konusu kaynaklar maliyetli olabilir.
- Karar veren bireyler, bir çözüm için gerekli olan tüm bilgilere erişemeyebilirler. Tüm bilgileri erişim söz konusu olsa bile, optimizasyon hesaplamalarını bitirilmesi gereken vakitte tamamlayamayabilirler.
- Birtakım problem türleri için optimizasyon teknikleri henüz hiç oluşturulmamış olabilir.
- Hedef sayısının birden fazla olması koşulunda optimum çözümler mümkün olmayabilir.
- Bilgiye erişim sağlanması, onun doğru bir şekilde algılanması için yeterli olmayabilir.
- Olağandışı miktarda bilgi karar veren bireyleri etkileyebilir. Karar veren birey, verileri işlemek için zorunlu olan bilgiye yeterince hâkim olmayabilir.
- Ögelerin hesaplandıktan sonra uygulanması önemli sorunlar içeriyorsa zihinsel kısa yolların kullanılması tavsiye edilebilir.
- Karar alma süreçleri üzerinde bilişsel önyargılara sebep olan üç zihinsel kısa yol üzerinde durulmaktadır. Bunlar mevcudiyet, temsiliyet ile demir atma ve düzeltme kısa yoludur. Söz konusu zihinsel kısa yollar aşağıda sırasıyla açıklanmaya çalışılmıştır.

Mevcudiyet kısa yolu, bireylerin kararlarını alırken geçmiş deneyimlerini sıklıkla göz önünde bulundurduğunu göstermektedir. Bireyler, geçmişte yaşadıkları deneyimlere dayanarak, olasılıkları tahmin ettiklerinde daha karmaşık ve anlaşılması zor olan durumları netleştirirler. Ayrıca, karar verme sürecinde bireyler sürekli olarak dışsal faktörlere maruz kalır ve bu etkiler, duyguların bir fonksiyonu olarak, bireylerin davranışlarını değiştirebilir. Sonuç olarak, alınan kararlar genellikle rasyonel olmayan ve duygusal faktörlerden etkilenen eylemlere dönüşebilmektedir (Kliger ve Kudryavtsev, 2010, s. 51). Bireyler, bir olayın olasılığını değerlendirirken, olayın temel özelliklerini köken aldığı yapının özellikleriyle karşılaştırmaktadır. Bu durum, benzerlik ve çağrışımsal uzaklık verileri sayesinde olasılıkların tahmin edilmesine olanak tanımaktadır. Yaşam boyunca edinilen tecrübelerle, bireyler büyük örneklemelerin kıyasla daha küçük örneklemeleri daha hızlı hatırladıklarının farkına varmaktadır. İki durumun aynı anda meydana gelmesi, beyinde ilişkisel bağlantıları güçlendirmektedir. Bireyler çağrışımların akıl yürütmeye kolaylığını değerlendirerek bir olayın olasılığını tahmin edebilmektedir. Örneğin, bir siyasetçi seçimleri kaybetme olasılığını geçmişteki deneyimlerine dayalı olarak değerlendirebilmekte ve bu durumda mevcudiyet kısa yolu, kaybetme olasılığını tahmin etmede rol oynamaktadır (Tversky ve Kahneman, 1973, s. 208).

Temsiliyet kavramı, bireylerin genellikle örneklem büyüklüğünü göz önünde bulundurmadıkları ve küçük bir örneklem, büyük bir popülasyonu temsil etme gücüne inandıkları bir durumu açıklamaktadır. Bu yaklaşıma göre, bireyler küçük örneklemelere dayanarak hızlı bir şekilde deseni çıkarabilir ve olayların gelecekteki eğilimlerini tahmin edebilmektedir (Bodie vd., 2009, s. 386). Temsiliyet kısa yolu ise, bir durumun olasılığının, belirgin bir kalıp yargıyı temsil etme gücüne göre

değerlendirildiği bir stratejidir. Bireyler, yaşam deneyimlerinden anlam çıkarırken nesne ve düşünceleri bölümlendirme eğilimi göstermektedir. Yeni bir fenomen ortaya çıktığında, bu fenomenin mevcut bölümlendirmelere nasıl yerleştirileceği konusunda uygun bir yaklaşım geliştirilmektedir. Bölümlendirme eğilimi, geçmiş deneyimlerden elde edilen bilgileri hızlı bir şekilde dâhil ederek yeni bilgilerin işlenmesini kolaylaştırmaktadır (Pompian, 2006, ss. 62-63). Örneğin, bir nesne ne kadar net görünüyorsa, o kadar yakın algılanır; mesafe arttıkça, nesne daha az belirgin hale gelmektedir. Bu durum, mesafe tahminlerinde hatalara yol açabilmektedir. Görünürlük zayıf olduğunda, nesnelerin çizgileri belirsizleşmekte ve uzaklıklar olduğundan fazla tahmin edilmektedir. Görünürlük güçlü olduğunda ise uzaklık daha az tahmin edilebilmektedir. Sonuç olarak, uzaklık göstergesini tanımlarken görünen uzaklık üzerinden yapılan tahminler önyargılara neden olabilmektedir (Döm, 2003, s. 49).

Demir atma ve düzeltme kısa yolunda bireyler yeterli bilgi düzeyinde olmadıkları konularda bir değeri tahmin etmeleri gerektiğinde, genellikle kendileri için referans varsaydıkları sayıyı “bir çapa” olarak seçmektedirler. Daha sonra tahminlerini bu çapa noktasına atarak gerçekleştirirler. Bireylerin tahminleri analizi aksettirecek yönde, çapadan çok uzaklaşmadan yukarı veya aşağı yöne doğru hareket eder. Bireylerin çapa atarak belirledikleri bu nokta hassas bir şekilde ayarlanmamış ise doğru tahmini bulmak zorlaşmaktadır. Çalışmalar, bireylerin çapalarını sınırlı bir desen çerçevesinde belirlediklerini ve bu bağlamda önyargılı olan yaklaşımlara yöneldiğini göstermektedir. Bireyler çoğunlukla mutlak rakamlardan ziyade görelî karşılaştırmaları tahmin etmede daha başarılı olmaktadır (Pompian, 2006, s. 75).

1.4.1.2. Bilişsel Önyargılar

Bireyler akıl ve duygularını kullanarak kararlar almaktadır. Bununla birlikte bireylerin duygularını ve akıllarını kullanarak aldıkları kararlar birbirinden farklılık göstermektedir. İnsan beyni, erişmek istediği bilgileri duygulardan süzerek rasyonel bir hale getirmektedir (Otluoğlu, 2009, s. 35). Bireylerin karar verme süreçlerinde oluşan rasyonaliteden ayrılma durumu bilişsel aykırılıklar olarak tanımlanmaktadır. Son yıllarda bilişsel psikologlar ve davranışsal araştırmacılar, insan karar verme süreçlerinin rasyonel olmayan eğilimlere yatkın olduğuna dair kanıtları ortaya koymaktadırlar. Söz konusu bilişsel önyargılar, sadece eğitimsiz bireylerle sınırlı olmayıp tüm insanlığı sürekli bir şekilde etkilemektedir (Hanson ve Kyser, 1999, s. 635).

Bilişin ayırt edici niteliklerinden biri olarak kabul gören öngörme yeteneği, gelecek dönemlerde yaşanacaklara ilişkin çıkarımlar yapmak için kritik bir alandır. Öngörmeler, olaylar sonucunda bireylerin zararlarını önlemek ve kazanımları ödüllendirmek için eylemleri hazırlamamızı sağlamaktadır. Gelecekteki bu tahminlemelerin bireylerin hayatındaki yeri düşünüldüğünde, beynin hatasız ve bağımsız öngörü sahibi olması olasılığı öngörülebilir. Ancak beklenenin aksine bireyler sık görülen bir oranda önyargı sergilemektedirler. Bireyler gelecekle ilgili kısa ya da uzun vadeli tahminlerinde; örneğin birkaç hafta sonra yaşayacakları ile ilgili varsayımda bulunurken, olumlu

olayların olasılığını artırmakta ve olumsuz olayların olasılığını düşürmektedirler (Sharot, 2011, s. 1). Bilişsel ayrılıklardan kaynaklanan bilişsel önyargılara aşağıda yer verilmektedir.

Doğrulamacı önyargı, inançlarımızı teyit eden fikirleri benimserken, inançlarımızla çelişen her fikri devalüe eden bir çeşit seçici algı anlamına gelmektedir. Örneğin, yaz aylarında yılın herhangi bir zamanında olduğundan daha fazla kırmızı otomobilin kullanıldığına inanmak, diğer aylara kıyasla yaz aylarında daha fazla kırmızı otomobilin varlığını fark etmenizi sağlamaktadır. Bu yönelme nedeniyle, kırmızı arabaların yaz aylarında daha sık kullanıldığına dair düşünceniz yanlış olmasına rağmen giderek güçlenmektedir. Doğrulamacı önyargı, inanmak istediğimiz durumlarda kendimizi ikna etme konusunda çok doğal bir beceriye sahip olduğumuzu ve istediğimiz sonuçları doğrulayan durumlara sıkça vurgu yaptığımızı göstermektedir (Pompian, 2006, s. 187).

Doğrulamacı önyargı, bireylerin kendi oluşturdukları hipotezleri ve inançlarını destekleyen bilgileri arama eğilimidir. Bireyler güçlü hipotezler oluşturduktan sonra, hipotezleriyle çelişen yeni bilgileri önemsememektedirler. Yatırımcı, belirlediği bir yatırım stratejisinin başka stratejilere kıyasla daha kazançlı olduğuna inandıktan sonra, stratejinin doğru olmadığını gösteren kanıtlara olan ilgisi azalmaktadır (Rabin, 1998, s. 26)

Bir diğer önyargı geri görüş önyargısıdır. Geri dönüş önyargısını ortaya çıkaran iki olgu bulunmaktadır. Bunlardan ilki algılanan gerçekleşme olasılığının artmasıyla, sonucun gerçekleşmesine ilişkin raporlama da artmaktadır. İkincisi ise sonuç bilgisi alan bireyler algılarındaki değişikliğin farkında değildirler (Fischhoff, 1975, s. 288). Geri görüş önyargısının temeli, bireylerin bir duruma ilişkin sonucu öğrendikten sonra “böyle olacağını bildiğini” savını ifade ettiğini gösteren deneysel argümanlardır. Bunun nedeni olaylar meydana geldikten sonra daha tahmin edilebilir bir duruma gelmesidir. Dahası, bu tür bir duruma ilişkin sonucu öğrenen bireyler, söz konusu sonucun kararları üzerindeki etkisinin ayımsamasını yapamamaktadırlar (El-Sehity vd., 2002, ss. 227-229). Geri görüş eğilimine sahip bireyler, önceden tahmini mümkün olmayan bir olay gerçekleşse bile, bu olayın kendileri tarafından tahmin edildiğini savunmaktadırlar. Geri görüş önyargısına maruz kalan bir birey, oluşan sonucun aslında muhtemel tek sonuç olduğunu düşünmektedir. Bireyin olay gerçekleşmeden önceki belirsizliği görmezden gelmekte ve gerçeklememiş sonuçları önemsememektedir (Pompian, 2006, s. 200).

Bilişsel önyargılardan bir başkası optimizim önyargısıdır. Optimizim (iyimserlik) önyargısı, bir konuda gerçekleşmesi arzu edilen olgu ile gerçekleştikten sonra ortaya çıkan sonuç arasındaki farktır. Gerçekleşmesi arzu edilen olgu, elde edilen sonuçtan daha iyi olduğu takdirde söz konusu önyargı iyimser olarak tanımlanmaktadır. Bu nedenle iyimserlik yanlılığının kapsamı, bir olay gerçekleşmeden önce bireyin olaya ilişkin beklentilerinin belirlenmesini ve ilerleyen süreçte ortaya çıkan sonuçlarla kıyaslanarak ampirik olarak ölçülmesini içermektedir (Sharot, 2011, ss. 1-3). Optimizim önyargısı asimetric etkileri olan güçlü bir önyargı olarak bilinmektedir. Bireyler sıklıkla iyimserlik yönünde

önyargılı olma eğilimi göstermektedirler. Optimizim önyargısına sahip bireylerin, olayları kontrol etme yeteneklerini abarttıkları görülmektedir. Bunun yanı sıra karşı karşıya kaldıkları durumlarda kötü sonuçla karşılaşma ihtimalini düşük tahmin etme eğiliminde oldukları gözlemlenmektedir. Lisans öğrencileri ile gerçekleştirilen bir çalışmanın sonuçları, öğrencilerin elli yaşından önce kalp krizi geçirme olasılıklarının oda arkadaşlarından daha düşük bir ihtimal taşıdığına inandıklarını göstermektedir (Kahneman ve Riepe, 1998, s. 54).

Bilişsel ayrılıklardan kaynaklanan bilişsel önyargılardan biri de aşına olma önyargısıdır. İnsan beyni yeni edindiği bilgileri seri bir şekilde işlemektedirler. Bu aşamada ayrıntılı hesaplamaları kısaltmak için bilinçaltı sinir ağı kullanılmaktadır. Bu sayede her yeni kararda, her bir hesaplama yeniden yapılması gerekenden yüzlerce kez daha hızlı bir şekilde gerçekleşmektedir. Ancak söz konusu kısa yollar istemsiz bir şekilde ve tam farkındalık altında olmadan (bilinçaltı) gerçekleştiği için ortaya çıkan kararlar anlamsız ya da dar kapsamlı olabilmektedir. Aşına olma önyargısı, beynin önceki dönemlerde aşına olduğu kalıplar ve geçmiş başarılı sonuçlarla, yeni ve yakın ilişkili bilgilerin yer değiştirmesini ifade etmektedir (Selier vd., 2013, s. 10). Bireylerin tercihleri gözlemlendiğinde, kendilerine tanıdık gelen durumlara yöneldikleri görülmektedir. Bireylerin yaşadıkları yerdeki yerel spor takımlarını desteklemeleri söz konusu durum için en genel örnektir. Benzer şekilde çalıştıkları işletmelerde hisse sahibi olmak istemeleri aşına oldukları durumları, bilmediklerine tercih etme eğilimine örnek olarak gösterilmektedir. Bireyler, bilgi sahibi olduğu ya da hiçbir bilgisi olmadığı iki seçimlik bir olayda, ilk seçeneğe yönelmektedir. Bu aşına olma önyargısından kaynaklanmaktadır (Nofsinger, 2001, s. 117).

Literatürde dikkat çeken bir diğer önyargı grubu ise öncelik etkisi, sonralık etkisi ve sulandırma etkisidir. Bireylerin olayları yargılamalarında bilgilerin geliş sırası etkili bir durum olarak kabul edilmektedir. Öncelik etkisi, diğer tüm şartlar aynı olarak kabul edildiğinde, ilk olarak alınan bilginin bireyin kararları üzerinde daha etkili olması eğilimi olarak tanımlanmaktadır (Döm, 2003, s. 86). Sonralık etkisi, bireylerin yakın ve uzak geçmişte yaşanan olaylar içinden, yakın geçmişteki olayları nispeten daha net bir şekilde anımsamalarına yol açan bilişsel bir yatkınlıktır. Öncelik etkisi, nesnelerin semantik (uzun süreli) bellekten doğrudan geri çağırılmasından kaynaklanmaktadır. İlk öğeler daha hassas şekilde saklanmakta ve daha sonra yazılan öğelere göre daha kolay hafızada tutulmaktadır. Sonralık etkisi ise, öğelerin doğrudan kısa süreli hafızadan geri çağırılmasıyla elde edilmesinin sonucudur. Kısa süreli hafıza, sınırlı sürelerde yalnızca sınırlı miktarda bilgi depolamaktadır. Bu bağlamda öncelik etkisi, bir listedeki birincil öğelere verilen uzun süreli hafızadan kaynaklanırken, sonralık etkisi bireyin en son duyduğu öğelerin kısa süreli hafızadan çağırılmasından kaynaklanmaktadır (Pompian, 2006, ss. 216-217). Sulandırma etkisi ise bilginin sıralamasından çok sahip olunan bilgi miktarı ile ilişkilendirilmektedir. Bireyler belirsizlik durumunda kararlarını alırken "keşke daha fazla bilgi sahibi olsaydım" savunmasını yapmaktadırlar. Çok fazla bilgiye erişim sağlamanın faydalarına rağmen, fazla bilgi yanlış algı ve değerlendirmelere neden olabilmektedir. Sulandırma etkisi, bireylerin

sahip olduğu nötr ve ilişkisiz bilgilerin bir yargıyı veya izlenimi zayıflatması eğilimi olarak tanımlanmaktadır (Aronson, 1992, s. 133).

Bilişsel önyargılar kapsamında ele alınan bir diğer önyargı kayıptan kaçınma önyargısıdır. Psikolojide kayıp olasılığı, eşit büyüklükte bir kazanç sağlama olasılığının iki katı kadar etkili bir motivasyon kaynağıdır. Zarardan kaçan bir bireyin, kaybetme olasılığı taşıyan her bir dolar için en az iki dolarlık bir kazanç talep edeceğini söylemek mümkündür. Söz konusu durumda, “iki katına çıkmayan” riskler bir anlam ifade etmemektedir (Pompian, 2006, s. 208). Beklenti teorisinin çerçevesinde ortaya çıkan kayıptan kaçınma önyargısı, bireylerin kazanç elde etmek ve kayıplardan kaçınmak durumları arasında kayıplardan kaçınma eğiliminin daha güçlü olmasını ifade eden tanımlayıcı bir modeldir. Kayıptan kaçınma önyargısı, bireylerin kazançlara kıyasla kayıplara karşı daha hassas olmaları ile ilgili bir kavramdır. Kayıptan kaçınma seviyesi, önceki kazançlara ve kayıplara paralel bir seyir göstermektedir. Kaybın öncesinde kazançlar olduğu takdirde, kayıp daha düşük derecede acı vermektedir. Bu durum söz konusu kaybın, önceki kazançlar tarafından hafifletilmiş olması ile bağdaştırılmaktadır. Başka bir yönde ele alındığında, üst üste gelen kayıplar olağan kayba kıyasla daha acı vericidir. Çünkü ilk kayıptan sonra, insanlar ek aksaklıklara karşı daha hassas hale gelmektedir (Barberis ve Huang, 2001, s. 1).

Zaman uyumsuzluğu önyargısı, bilişsel önyargılar kategorisinde yer alan bir diğer önyargıdır. Bireyler, gelecekte gerçekleştirmeyi planladıkları bir eylemi faydalı ve rasyonel bularak karar alırlar; ancak, bu kararı uygulamaktan sıklıkla vazgeçmektedirler. Bu tür zaman tutarsızlıkları, kimi zaman beklenmedik dış faktörlerden, kimi zaman ise bireyin içsel dinamiklerinden kaynaklanmaktadır. Örneğin, bir spor salonuna üye olunmasına rağmen düzenli olarak gidilmemesi ya da bir projeye başlanıp tamamlanmadan bırakılması, günlük yaşamda sıkça karşılaşılan durumlardır. Bununla birlikte, geleneksel ekonomik modeller, bireylerin kararlarının zaman içinde değişmeyeceği varsayımına dayanmakta olduğundan, bu tür davranışsal sapmaları açıklamakta yetersiz kalmaktadır (Kleinberg ve Oren, 2014, s. 547). Davranışsal finans, psikoloji ve deneysel ekonomi gibi disiplinlerden elde edilen kapsamlı verilere dayanarak hem bireyler hem de hayvanlar arasında gözlemlenen zaman tercihlerinin sabit olmadığını ve kararların alındığı zaman dilimine bağlı olarak değişiklik gösterebileceğini ileri sürmektedir. Başka bir deyişle, bireylerin geleceğe yönelik planları, mevcut koşullardan etkilenerek şekillenmekte ve bu durum zaman uyumsuzluğunun ortaya çıkmasına yol açmaktadır (Baddeley, 2019, s. 5).

Bilişsel önyargılardan bir diğeri aşırı tepki önyargısıdır. Aşırı tepki önyargısı De Bondt ve Thaler’in (1985, ss. 793-803) çalışmasına dayanmaktadır. Çalışmada hisse senedi fiyatlarının beklenmedik ve dramatik haberlere karşı aşırı tepki gösterip göstermediğini ve bunun piyasa etkinliği üzerindeki etkilerini analiz etmektedir. Araştırma, geçmiş dönemde düşük performans sergileyen hisse senetlerinin (kaybedenler) portföy oluşumunun ardından geçen 36 aylık dönemde yüksek performans sergileyen hisse senetlerine (kazananlar) kıyasla %25 oranında daha yüksek getiri sağladığını ortaya

koymuştur. Özellikle ocak aylarında, kaybeden portföylerinin belirgin pozitif getiriler sağladığı ve bu etkinin portföy oluşumunu takip eden beş yıl boyunca sürdüğü tespit edilmiştir. Aşırı tepki eğilimi, bireylerin yakın dönemde elde edilen bilgileri gereğinden fazla önemsemesi, tarihsel verileri göz ardı etmesi ve temsiliyet sezgisi gibi psikolojik eğilimlere dayanarak karar almasıyla açıklanmaktadır. Bu durum, olumsuz haber alan hisse senetlerinin aşırı düşük, olumlu haber alan hisse senetlerinin ise aşırı yüksek değerlenmesine yol açmakta ve zamanla fiyatlar temel değerlere doğru geri dönmektedir.

Bilişsel önyargılar arasında değerlendirilen önyargılardan biri aşırı güven önyargısıdır. Aşırı güven, bireylerin kendi bilgi, yargı ve yeteneklerine, gerçeklere kıyasla aşırı güven duymalarıdır (Griffin ve Tversky, 1992, s. 411). Psikoloji alanında 1960'lardan itibaren kullanılan bu terim, 1970'lerden sonra ekonomiye uygulanmaya başlanmış ve özellikle finansal piyasalardaki etkileriyle dikkat çekmiştir (Skala, 2008, ss. 34-41). Aşırı güven, bireylerin sezgisel düşüncelerine dayanarak karar alma süreçlerinde bilişsel yanılgılara kapılmalarına yol açmaktadır. Bu önyargı, bireylerin kendilerini diğerlerine göre daha bilgili ve yetkin görme eğilimlerini içerir (Pompian, 2006, s. 51).

Aşırı güveni artıran faktörler arasında bilgi yanılsaması, kontrol yanılsaması ve yüklem önyargısı önemli yer tutmaktadır. Bilgi yanılsaması, bireylerin bilgi miktarındaki artışın tahminlerinin doğruluğunu da artırdığına dair inançlarından kaynaklanır. Ancak, bilgi her zaman doğru kararlar için yeterli değildir; bireyler yanıltıcı bilgileri doğru kabul edebilir veya bilgiyi yorumlamak için yeterli deneyime sahip olmayabilir (Nofsinger, 2001, s. 15). Kontrol yanılsaması, bireylerin kontrol edemeyecekleri durumları kontrol edebilir olduklarına inanmasıdır (Yarritu vd., 2014, s. 38). Yüklem önyargısı ise, bireylerin başarılarını kişisel çabalarına, başarısızlıklarını ise dış faktörlere atfetme eğilimidir (Miller ve Ross, 1975, s. 214). Bu bilişsel yanılgılar, finansal kararların doğruluğunu etkileyerek piyasada beklenmedik sonuçlara yol açabilmektedir. Aşırı güven, bireylerin finansal kayıpları kişisel nedenlere bağlamalarını engelleyerek, bu kayıplardan öğrenme fırsatlarını sınırlandırabilir. Ancak, bu durum aynı zamanda bireylerin finansal zorluklar karşısında direnç göstermelerine olanak tanır (Hirshleifer ve Luo, 2001, s. 78).

1.4.1.3. Davranışsal Eğilimler

Karar alma süreçlerinde bireylerin farkında olmadan sergilediği bazı davranış örüntüleri, sistematik sapmalara yol açarak rasyonel değerlendirmeyi zorlaştırabilmektedir. Bu bölümde bilişsel kısayollar ve önyargılarla şekillenen, bireylerin kararlarını sistematik olarak etkileyen başlıca davranışsal eğilimler ele alınmaktadır.

1.4.1.3.1. Zihinsel Muhasebe

Davranışsal ekonomi alanındaki teorik çalışmalar, ekonomik davranış bir araç olarak kullanarak karar vericilerin düşünce yapısını anlamayı hedeflemekte ve olayların psikolojik yönlerini ele almaktadır. Daniel Kahneman ve Amos Tversky (1979) tarafından geliştirilen Beklenti Teorisi'nin tüketici kararları üzerindeki etkilerini inceleyen Richard Thaler (1980; 1985), davranışsal finansın

önemli bir konusuna odaklanmıştır. Thaler, bu çalışmalarında zihinsel muhasebe (Mental Accounting) kavramını literatüre dâhil etmiştir.

Zihinsel muhasebe, bireylerin ve ailelerin finansal işlemleri düzenlemek, kaydetmek, özetlemek, analiz etmek ve bu işlemlerin sonuçlarını değerlendirmek için kullandıkları bilişsel süreçlerdir. Bu mekanizma, bireylerin harcamalarını kontrol etmelerine ve maddi kaynaklarının akışını izlemelerine olanak tanımaktadır. Zihinsel muhasebe bireylerin maddi kaynaklarını düzenlemek ve izlemek için kullandıkları üç temel bileşenden oluşmaktadır. İlk olarak, bireyler kazanç ve kayıpları algılar ve kararlarını bu algılara göre şekillendirir; bu süreç, maliyet-fayda analizlerini destekler. İkinci olarak, harcamalar ve gelirler, gıda, konut veya eğlence gibi kategorilere ayrılarak zihinsel bütçelere dağıtılır; bu, harcamaların kontrolünü kolaylaştırır. Son olarak, bireyler bu hesapları günlük, haftalık veya yıllık gibi farklı sıklıklarla gözden geçirir; bu periyotlar, karar alma süreçlerini ve belirsizlik karşısındaki tepkilerini etkiler (Thaler, 1999, ss. 184-185).

Zihinsel muhasebe, bireylerin zihinsel sınıflandırmayı esas alarak karar vermesine dayalıdır (Kendirli ve Cihangir, 2023, s.241). Bireyler, tıpkı işletmelerin mali hesapları gibi, her finansal işlemi zihinlerinde ayrı bir hesaba kaydetmekte ve bağımsız bir şekilde değerlendirmektedir. Bu ayrıştırma, karar alma süreçlerinde farklı perspektifler geliştirmeyi zorlaştırabilir ve beklenmedik etkilere yol açabilir (Döm, 2003, s. 86). Zihinsel muhasebe, bireylerin rasyonel düşünceden sapmasına neden olabilir. Çünkü işlemlerin ayrı hesaplara bölünmesi, hatalı kararlara zemin hazırlayabilmektedir (Lim, 2006, ss. 2540-2541). Finansal piyasalarda zihinsel muhasebe, yatırımcı davranışlarını derinden etkilemektedir. Zihinsel muhasebe, yatırımcıların portföylerini gereğinden fazla bölümlendirerek kararlarını bağımsız hesaplar çerçevesinde değerlendirmelerine neden olabilmektedir. Bu durum, risk algısına dayalı hatalı çeşitlendirme stratejilerine ve toplam riskin bütüncül biçimde değerlendirilememesine yol açmaktadır (Rockenbach, 2004, ss. 514-515). Benzer eğilim hisse senedine ilişkin kararlarda da görülebilmektedir. Örneğin, zarar eden yatırımları göz ardı ederken kârlı işlemlere odaklanabilir veya zararları telafi etmek için kârlı pozisyonlarla dengeleme yoluna gidebilirler. Bu eğilimler, irrasyonel kararlara ve arbitraj fırsatlarının kaçırılmasına yol açabilmektedir (Özkan ve Özkan, 2019, s. 90).

Zihinsel muhasebenin finansal kararlara etkisi yatırımcılarla kısıtlı değildir. Zihinsel muhasebe, tüketim ve tasarruf davranışlarında da belirleyici bir rol oynamaktadır. Bireyler gelir değişimlerini kaynağına ve büyüklüğüne göre farklı zihinsel hesaplara kaydetmektedir. Örneğin, küçük çaplı beklenmedik kazançlar genellikle harcamaya yönlendirilirken, büyük kazançlar varlık hesabına eklenmekte ve daha az tüketilmektedir. Thaler'in (1990) akademisyen örneğinde, yıllık 55.000 dolar maaş alan bir kişi ile 45.000 dolar maaş ve 10.000 dolar yaz ödemesi alan bir kişi karşılaştırılır. Geleneksel ekonomi her ikisinin de benzer tasarruf kararları vereceğini öngörse de zihinsel muhasebe, ikinci kişinin düzenli maaşının düşük olması nedeniyle harcama alışkanlıklarını buna göre şekillendireceğini öne sürer. İkinci kişinin yaz aylarında aldığı ek ödeme, bireyin zihinsel muhasebe

sürecinde varlık hesabına kaydedildiği için, bu gelirin marjinal tüketim eğilimi nispeten daha düşük olacaktır (Thaler, 1990, s. 198). Gelir artışının kaynağı da tüketim kararlarını etkileyebilmektedir. Shefrin ve Thaler (1988), tek seferlik verilen ikramiyelerin düzenli maaş artışlarına kıyasla daha yüksek tasarruf oranına sahip olduğunu, çünkü bireylerin ikramiyeleri varlık olarak algıladığını belirtmiştir. Benzer şekilde, emeklilik katkıları gelecekteki gelir olarak görüldüğünden az harcanırken, kolay erişilebilir hesaplardaki paralar daha hızlı tüketilmektedir. Bu, beklenti teorisindeki çerçeveleme etkisine paralel olarak, bireylerin finansal kararlarının yalnızca parasal değerlere değil, bu değerlerin algılanış biçimine de bağlı olduğunu göstermektedir (Shefrin ve Thaler, 1988, ss. 615-621).

Zihinsel muhasebe, harcama ve bütçeleme davranışlarında da kendini göstermektedir. Bireyler, zihinsel bütçelerle tüketim faydalarını maliyetlerle ilişkilendirmektedir. Prelec ve Loewenstein (1998), bir tatilin maliyetini önceden ödemenin (%60 tercih oranı) veya fazla mesai ücretini iş sonrası almanın (%66 tercih oranı) daha cazip bulunduğunu göstermiştir. Tatil gibi keyifli harcamalar önceden ödenerek zevk korunurken, fazla mesai gibi zahmetli işlerin ödemesi ertelendiğinde tatmin artmaktadır (Nofsinger, 2001, ss. 80-83). Benzer şekilde, bireyler gıda harcamalarını ev ve restoran gibi farklı zihinsel bütçelere ayırabilmektedir. Evde uygun fiyatlı yemekler tercih edilirken, restoranda daha pahalı seçeneklere yönelinebilir. Söz konusu örnek harcamaların bağlama göre kategorize edildiğini ve rasyonel bütçelemeden sapıldığını yansıtmaktadır (Ritter, 2003, s. 431). Bu tercihler zihinsel muhasebe ve duygusal faktörlerin finansal kararlar üzerindeki önemini vurgulamaktadır. Zihinsel muhasebe, bireylerin finansal kararlarını psikolojik ve duygusal faktörlerle şekillendirdiğini ortaya koyarak yatırım, tasarruf ve harcama kararlarındaki irrasyonel eğilimleri anlamada güçlü bir çerçeve sağlamaktadır.

1.4.1.3.2. Çerçeveleme Etkisi

Çerçeveleme kavramının psikolojik temelleri, ilk olarak Kahneman ve Tversky'nin yaptığı deneysel araştırmalarında yer almıştır. Tversky ve Kahneman'ın (1981) Asya Hastalığı deneyi, çerçeveleme etkisinin en bilinen örneklerinden biridir. Araştırmada, 600 kişinin etkileneceği ölümcül bir hastalık senaryosu bağlamında katılımcılara iki farklı tedavi seçeneği sunulmuştur. Pozitif çerçevede, “Kesin olarak 200 kişinin kurtulacağı” A Planı ile “3’te 1 olasılıkla herkesin hayatta kalacağı, 3’te 2 olasılıkla ise kimsenin kurtarılamayacağı” B Planı arasında bir seçim yapmaları istenmiştir. Negatif çerçevede ise, “Kesin olarak 400 kişinin öleceği” C Planı ile “3’te 1 ihtimalle hiç kimsenin ölmeyeceği, 3’te 2 olasılıkla ise herkesin hayatını kaybedeceği” D Planı tercih seçenekleri sunulmuştur. Her ne kadar matematiksel sonuçlar aynı olsa da pozitif çerçevede katılımcıların çoğu A Planı’nı seçerken, negatif çerçevede D Planı daha fazla tercih edilmiştir. Beklenti Teorisi’ne göre bu durum, bireylerin kazanç odaklı çerçevelerde riskten kaçınma, kayıp odaklı çerçevelerde ise risk arayışı davranışı sergilediğini ortaya koymaktadır. Tversky ve Kahneman'ın geliştirdiği S şeklindeki değer fonksiyonuna göre, kayıplar bireyler üzerinde kazançlara oranla çok daha yoğun bir psikolojik etki bırakmaktadır (Tversky ve Kahneman, 1981, s. 453). Bu bilgiler bireylerin kararlarını, bir bilginin nasıl sunulduğuna

(çerçevelendiğine) bağlı olarak farklı şekillerde değişimini ve insanların karar alma süreçlerinde duygusal etkilerin, mantıksal düşünceden daha baskın olduğunu göstermektedir.

Beklenti Teorisi, bireylerin belirsizlik altında karar alırken kazanç ve kayıpları mevcut durumlarına göre değerlendirdiğini ve bu süreçte duygusal eğilimlerin önemli bir rol oynadığını öne sürmektedir (Tversky ve Kahneman, 1981, s. 453-456). Bu bağlamda çerçeveleme etkisi, karar seçeneklerinin kazanç veya kayıp olarak sunulmasının bireylerin risk algısını ve tercihlerini şekillendirdiğini ortaya koymaktadır. Kayıpların psikolojik etkisi, kazançlardan daha güçlü olduğundan, bireyler kayıp odaklı çerçevelerde risk almaya daha yatkındır (Xing, 2021, s. 3). Bu eğilim kayıptan kaçınma ilkesine dayanmakta ve çerçeveleme etkisinin karar alma süreçlerindeki önemini vurgulamaktadır. Çerçeveleme etkisi, bireylerin bilgiyi algılama ve değerlendirme süreçlerinde sınırlamalarla karşılaşmasından kaynaklanabilmektedir. Çevreden gelen bilgilerin yetersizliği, bireyin dikkatini önemsiz detaylara yöneltmesi, tecrübe eksikliği veya zihinsel beklentilerle uyumsuz veriler, bu etkiyi güçlendirebilmektedir (Abaan, 2002, ss. 98-100). Bu faktörler, bireylerin karar alma süreçlerinde bilişsel ve duygusal önyargılara açık hale gelmesine neden olmaktadır. Dolayısıyla çerçeveleme etkisi, bilişsel ve duygusal boyutlarıyla karar alma süreçlerini de etkilemektedir. Bilişsel çerçeveleme, bireylerin bilgiyi zihinsel şemalar aracılığıyla organize etmesini sağlamakta ve algılama süreçlerini yönlendirmektedir (Scheufele, 2004, s. 405). Duygusal çerçeveleme ise, karar seçeneklerinin kazanç veya kayıp olarak sunulmasının bireylerin duygusal tepkilerini farklılaştırdığını ve tercihlerini etkilediğini göstermektedir (Stark vd., 2016, s. 2).

Çerçeveleme etkisi literatürde üç temel kategoride ele alınmaktadır (Levin vd., 1998, ss. 152-168; Levin ve Gaeth, 1988, s. 375; Ritter, 2003, s. 432);

- Riskli Seçim Çerçevelemesi: Eşdeğer beklenen değere sahip riskli ve risksiz alternatifler arasındaki tercihler, kazanç veya kayıp çerçevesine bağlı olarak değişir.
- Özellik Çerçevelemesi: Bir seçeneğin olumlu veya olumsuz ifadelerle sunulması, algıyı değiştirir. Örneğin, bir ürünün “%75 yağsız” yerine “%25 yağlı” olarak tanımlanması, daha olumsuz bir algı yaratır.
- Hedef Çerçevelemesi: Belirli bir davranışın kazanç sağlama veya kayıp önleme potansiyeline odaklanması, kararları şekillendirir. Örneğin, bir indirimin “erken rezervasyon avantajı” veya “ek ücret ödememe” olarak sunulması, bireylerin tutumlarını etkiler.

Çerçeveleme etkisi, genellikle kümülatif beklenti teorisi kapsamında açıklanmaktadır. Teoriye göre bireyler, iki alternatif arasında seçim yaparken şu aşamaları takip edebilir: (a) seçenekleri belirli bir yapıya oturtur (düzenleme), (b) düzenlenmiş seçenekleri oluşturan faktörleri öznel bir şekilde değerlendirir ve (c) her seçeneğe ait bu faktörleri birleştirerek genel bir öznel fayda skoru oluşturur; ardından en yüksek faydayı sağlayan alternatifi tercih eder. Kümülatif beklenti teorisine göre

çerçeveleme etkisi, bireylerin seçenekleri sübjektif algılamasından kaynaklanmaktadır (Tversky ve Kahneman, 1981, ss. 455-456; Tversky ve Kahneman, 1992, s.316).

Çerçeveleme, tüketici ve yatırım kararlarını etkileyen bir faktördür. Örneğin, düşük kaliteli bir alternatifi eklenmesi tüketicilerin karar vermesini kolaylaştırırken, iki güçlü rakip seçeneğin sunulması kararsızlığı artırmaktadır. Yatırım kararları bağlamında ise, bireylerin önceki yatırım sonuçlarını bilmediklerinde karar vermekte daha fazla tereddüt ettiklerini görülmektedir. Bir deneyde, yatırımcılar önceki sonucu bildiklerinde ikinci bahse girme olasılıkları artarken, belirsizlik durumunda kararlarını erteleme eğilimi göstermişlerdir (Shafir, 1993, s.21-30). Bu bulgular, geleneksel rasyonel tercih teorilerine meydan okuyarak, çerçevelemenin karar verme süreçlerini sistematik olarak şekillendirdiğini ortaya koymaktadır.

1.4.1.3.3. Yatkinlık Etkisi

Yatkinlık etkisi, bireylerin karar alma süreçlerinde kazanç ve kayıpları algılama biçimlerinden kaynaklanan bir davranışsal önyargıdır. Shefrin ve Statman (1985, s. 778) tarafından tanımlanan bu etki, bireylerin kayıpların psikolojik etkisini kazançlardan daha yoğun hissetmesiyle ortaya çıkmaktadır. Bu durum, bireylerin değer kazanan varlıkları elden çıkarmaya, değer kaybeden varlıkları ise elde tutmaya yatkin olmasını ifade etmektedir. Yatkinlık etkisi, beklenti teorisi çerçevesinde açıklanabilmektedir. Teoriye göre, bireyler kazanç ve kayıpları bir referans noktasına (genellikle varlığın satın alma fiyatı) göre değerlendirir; kesinleşmiş kazançlarda riskten kaçınırken, olası kayıplarda risk almayı tercih eder (Weber ve Camarar, 1998, s. 167). Bu bağlamda, kâr eden bir yatırımcı temkinli davranırken, zarar eden bir yatırımcı risk almaya daha eğilimli olabilir. Risk algısındaki bu değişim, yatkinlık etkisinin temel nedenlerinden biridir (Kaustia, 2010, s. 792).

Yatkinlık etkisi, yatırımcıların yatırımlarını bir referans noktasına göre değerlendirdiğini öne sürmektedir. Bir varlık, referans noktasının üzerinde satıldığında kazanç, altında satıldığında ise kayıp olarak algılanır. Kayıptan kaçınma eğilimi nedeniyle, yatırımcılar değeri referans noktasını aşan varlıkları elden çıkarmaya daha yatkindir. Referans noktası genellikle satın alma fiyatı olsa da geniş fiyat aralıklarında bu tek belirleyici olmayabilmektedir. Örneğin, bir kişi gayrimenkulünün değerinin iki katına çıktığını gözlemlediğinde, eski fiyatına dönmesi durumunda bunu başabaş noktası olarak görmeyebilir (Odean, 1999, s. 1294). Kayıptan kaçınma, yatkinlık etkisinin altında yatan psikolojik motivasyonlardan biridir. Bu bağlamda kayıptan kaçınma eğilimi, yatırımcıların yatkinlık etkisi sergilemelerine zemin hazırlayabilir. (Bayar, 2011, s.146). Yatkinlık etkisi, finansal yatırımcıların ticaret kararlarında kazanç sağlayan varlıkları elden çıkarma eğilimi gösterirken, zarar eden varlıkları ellerinde tutma eğiliminde olmaları şeklinde de kendini göstermektedir. Bu davranış, yatırımcıların karar alma süreçlerindeki önyargılardan biri olarak öne çıkmaktadır. Örneğin, satın alınan bir hisse senedinin değeri yükseldiğinde, yatırımcıların bu varlığı satma olasılığı artmaktadır. Ancak, değer kaybeden bir hisse söz konusu olduğunda, yatırımcıların bu varlığı satmak yerine elde tutma eğilimi daha baskın hale gelmektedir (Barberis ve Xiong, 2009, s. 752). Bu durum bireylerin yatırım

kararlarında pişmanlıktan kaçınma ve gurur duyma motivasyonu ile kazanç sağlayan varlıklarını erken elden çıkarma, zarar eden varlıklarını ise ellerinde tutma eğiliminde olmalarını ifade etmektedir. Örneğin, IBM hissesi %20 kazanç sağlarken Microsoft hissesi %20 zarar etmişse, yatırımcı kazançlı olan IBM'i satarak kendini başarılı hissetme eğilimindedir ve zarar eden Microsoft'u satmanın yol açabileceği pişmanlıktan kaçınmayı tercih eder. Ancak, bu tür bir davranış, vergi avantajlarını göz ardı etmeye neden olabilmektedir. ABD vergi yasalarına göre, zarar eden hisselerin satışı sermaye kazanç vergisini azaltarak kayıpları telafi edebilirken, kazançlı hisselerin satışı vergi yükünü artırabilir. Yatınlık etkisi, bu nedenle, yatırımcıların ekonomik olarak rasyonel olmayan kararlar almasına yol açabilmektedir (Nofsinger, 2011, s. 47).

Aşırı güven, yatınlık etkisini güçlendiren bir faktördür. Aşırı kendine güvenen yatırımcılar, olumlu piyasa sinyallerini kendi değerlendirmelerinin doğrulanması olarak görürken, olumsuz sinyalleri geçici kabul etmektedir. Bu çarpık algı, fiyat düşüşlerinde zarar eden hisseleri elde tutmalarına, fiyat artışlarında ise kazançları hızlıca realize etmelerine yol açar. Özellikle fiyatların yükseldiği dönemlerde, aşırı güven kısa vadeli kazanç beklentisini artırarak erken satış eğilimini tetikleyebilir (Chu vd., 2012, s. 100). Dolayısıyla, aşırı güven yatırımcıların karar alma süreçlerini sistematik şekilde etkileyerek yatınlık eğiliminin ortaya çıkmasına ve pekişmesine neden olabilmektedir.

Yatınlık etkisinde öne çıkan bir diğer önemli faktör ise öz-denetimdir. Öz-denetim, bireyin ani ve duygusal tepkiler yerine bilinçli ve rasyonel kararlar almasını sağlayarak duygularını düzenlemesine imkân tanımaktadır. Yatınlık etkisi, bireylerin duygusal yönelimleri doğrultusunda hareket etmeleri nedeniyle öz-denetim mekanizmalarının zayıflamasıyla ilişkilendirilmektedir. Rasyonel yatırım kararları alabilmek için bireylerin bu duygusal tepkileri kontrol altında tutmaları gerekmektedir. Duygusal tepkilerin kontrol altında tutulamaması, rasyonel karar alma sürecini olumsuz yönde etkileyerek uzun vadede finansal kayıplara yol açabilmektedir (Shefrin ve Statman, 1985, ss. 782-783).

Yatınlık etkisi, zihinsel muhasebe ve pişmanlıktan kaçınma gibi diğer psikolojik eğilimlerle de bağlantılıdır. Zihinsel muhasebe, yatırımcıların kazanç ve kayıpları ayrı hesaplar gibi değerlendirmesine yol açmaktadır. Zarar eden hisseleri satmak, kaybı kesinleştirdiği için yatırımcılar bu hisseleri elde tutmayı tercih ederken, kazançlı hisseleri satarak kârı garanti altına almak isterler. Pişmanlıktan kaçınma ise, zarar eden hisselerin satılmasının yaratacağı pişmanlıktan kaçınmayı ve kâr eden hisselerin satışıyla kazancı realize etmeyi teşvik eder. Bu eğilimler, kazançların erken elden çıkarılmasına ve zararların ertelenmesine yol açarak yatınlık etkisini güçlendirir (Hsiao ve Pi-Cuhan, 2006, s. 2).

1.4.1.3.4. Çıpalama Etkisi

Çıpalama etkisi, bireylerin karar alma süreçlerinde karşılaştıkları ilk bilginin, sonraki yargı ve tahminlerini sistematik şekilde etkilediği bir önyargıdır. İlk izlenimler, veriler veya tahminler, bir referans noktası ya da “çıpa” oluşturur ve bireylerin değerlendirmelerini bu çıpa göre

şekillendirmesine yol açar. Örneğin, pazarlamacılar gelecekteki satış tahminlerini önceki yılın verilerine dayandırarak bu rakamları bir çıpa olarak kullanabilir. Ancak, geçmiş verilere aşırı bağlılık, piyasalardaki hızlı değişimler gibi diğer faktörlerin göz ardı edilmesine neden olabilir ve yanıltıcı kararlara yol açabilir (Hammond, 2007, s. 4).

Karar verme alanında çıpalama etkisi, ilk olarak Slovic'in (1967) ve Slovic ile Lichtenstein'in (1968) öncü çalışmalarıyla incelenmeye başlanmıştır. Çıpa, araştırma veya deneylerde katılımcılara sunulan, dikkat çekici ancak bilgi içermeyen bir sayı olarak tanımlanabilir ve bu sayı, karar sürecine yön veren bir referans noktası görevi görmektedir. Çıpalama süreci, bireylerin bu sayının etkisiyle değerlendirmelerini nasıl şekillendirdiğini açıklayan psikolojik bir mekanizmayı temsil etmektedir (Chapman ve Johnson, 2002, ss. 120-122).

Çıpalama süreci, bireylerin çıpaya dayalı karar alma eğilimini üç aşamada ortaya koymaktadır. İlk aşamada bireyler çıpalama değerini bir referans olarak değerlendirir; bu, doğrudan karşılaştırma yapmaları istendiğinde veya önceki sayısal bilgilere bilinçsizce dayandıklarında gerçekleşir. İkinci aşamada hedef özellikler bellekten çağırılarak çıpalama değeriyle ilişkilendirilir ve doğrulayıcı bir arama süreci öne çıkar. Son aşamada, bireyler çıpalama değerini nihai yargılarıyla birleştirerek kararlarını oluşturur; bu süreçte yetersiz ayarlama veya makul değer aralığına uyum belirleyici olmaktadır. Böylece, çıpalama etkisi bireylerin yargılarını farkında olmadan şekillendiren sistematik bir önyargı olarak işlev görmektedir (Wilson vd., 1996, ss. 388-389).

Çıpalama etkisi, kaynağına göre içsel, dışsal, bilgiyle ilişkili ve uç noktalarda yer alan çıpalar olarak sınıflandırılmaktadır. İçsel çıpalar, bireyin kendi oluşturduğu, genellikle hatalı referans noktalarına dayanmaktadır. Dışsal çıpalar, daha güvenilir kabul edilerek doğrulayıcı hipotez testini tetiklemektedir. Bilgiyle ilişkili çıpalar, belirli bilgilerin erişilebilirliğini artırarak önyargıyı güçlendirirken, bilgiyle ilgisiz çıpalar bile bilişsel yanlılığa yol açabilmektedir. Uç noktalardaki çıpalar, ayarlama mekanizmasını etkileyerek yanlılığın şiddetini değiştirebilir, aşırı uç değerler ise çıpanın göz ardı edilmesine neden olabilir (Jia, 2024, s. 143).

Tversky ve Kahneman (1974, s. 1128), çıpalama etkisini, bireylerin tahmin süreçlerinde bir başlangıç değerinden hareketle yetersiz düzenlemeler yapması olarak tanımlamaktadır. Başlangıç değeri, sorunun sunuluş biçiminden veya kısmi hesaplama sonuçlarından türetilir. Ancak, bu düzenlemeler genellikle yetersiz kalır ve tahminler başlangıç değerine yakın sonuçlar üretir. Tversky ve Kahneman'ın (1974) bir deneyinde, katılımcılardan Birleşmiş Milletler'e üye Afrika ülkelerinin yüzdesini tahmin etmeleri istenmiştir. Deneyde bir çarkla rastgele belirlenen başlangıç değeri (örneğin, 10 veya 65) katılımcılara sunulmuş ve bu değerden hareketle tahmin yapmaları talep edilmiştir. Düşük başlangıç değeri (10) olan grupta medyan tahmin 25, yüksek başlangıç değeri (65) olan grupta ise 45 olmuştur. Bu sonuçlar, başlangıç değerlerinin tahminleri sistematik şekilde etkilediğini ve ödüllerin bile bu önyargıyı azaltmadığını göstermektedir.

Çıpalama etkisi, bireylerin yalnızca doğrudan verilen başlangıç noktalarına dayanarak değil, aynı zamanda tamamlanmamış hesaplamalara dayalı tahminlerde bulunurken de ortaya çıkmaktadır. Tversky ve Kahneman'ın (1974, ss. 1128-1129) başka bir deneyinde, iki grup lise öğrencisinden çarpma işlemlerinin sonuçlarını 5 saniyede tahmin etmeleri istenmiştir. Bir grup $1 \times 2 \times 3 \times 4 \times 5 \times 6 \times 7 \times 8$ işlemini, diğer grup $8 \times 7 \times 6 \times 5 \times 4 \times 3 \times 2 \times 1$ işlemini tahmin etmiştir. İlk birkaç adımda elde edilen sonuçlar, azalan sıradaki işlemde daha büyük olduğundan, bu grubun medyan tahmini 2.250, artan sıradaki grubun tahmini ise 512 olmuştur. Her iki işlemin doğru sonucu 40.320 olmasına rağmen, bireylerin başlangıç noktasına dayalı yetersiz ayarlama yaptığı gözlemlenmiştir. Bu bulgular, çıpalama etkisinin sezgisel sayısal tahmin süreçlerinde belirleyici bir rol oynadığını kanıtlamaktadır.

Çıpalama etkisi, günlük davranışlarda da yaygın şekilde gözlemlenebilmektedir. Örneğin, Stewart'ın (2009, s. 40) çalışmasına göre, kredi kartı faturalarında belirtilen asgari ödeme tutarı bir çıpa oluşturur ve bireylerin ödemelerini bu değere yakın tutmasına yol açar. Asgari ödeme bilgisi verilen grupta, ödemeler borcun %23'üne denk gelirken, toplam faiz maliyeti 109 dolar olmuştur. Bilgi verilmeyen grupta ise ödemeler borcun %40'ını karşılamış ve faiz maliyeti 49 dolara düşmüştür. Bu, bireylerin asgari ödeme tutarına çıpa olarak bağlı kaldığını göstermektedir.

Finansal tahminlerde çıpalama etkisini inceleyen Kaustia vd. (2008, ss. 399-406), 300 finans profesyoneli ve 213 üniversite öğrencisiyle üç deney gerçekleştirmiştir. İlk deneyde, bir gruba Avrupa hisse senetlerinin geçmiş reel getirisi (%4,5) verilmiş, diğer gruptan tahmin istenmiştir. Tahmin eden grup, getirileri 3,4 puan daha yüksek öngörmüştür. İkinci deneyde, yüksek (%20, İsveç) veya düşük (%2, Japonya) çıpa değerleri sunulmuş; finans profesyonellerinin tahminleri çıpaya göre 1,8-2,4 puan, öğrencilerin tahminleri ise 7,4 puan değişmiştir. Deneyim, profesyonellerde çıpa etkisini azaltsa da ortadan kaldırmamıştır. Üçüncü deneyde, sayısal çıpalar olmadan en iyi veya en kötü performanslı ülkeler sorulmuş, ancak bu durumda etki zayıf kalmıştır. Bulgular, finansal uzmanlığın çıpalama etkisini azalttığını, ancak profesyonellerin bile geçmiş verilerden bilinçsizce etkilendiğini ortaya koymuştur.

1.4.1.3.5. Sürü Psikolojisi

Sürü davranışı, bireylerin düşünce ve davranışlarını, merkezi bir otorite yerine yerel etkileşimler yoluyla çevrelerindeki diğer bireylerle uyumlu hale getirme eğilimidir. Finansal piyasalarda bu davranış, yatırımcıların kararlarının dönemsel dalgalanmalarına yol açar ve genellikle rasyonel bir açıklaması bulunmaz (Shiller, 1995, s. 1). Sosyal bir tür olarak insanlar, sosyal duyarlılıkları yüksek zihinler geliştirmiştir. Bu zihinler, sinirsel, psikolojik ve davranışsal mekanizmalarla desteklenmektedir. Ancak modern dünyada, bireyler arasındaki yoğun bağlantılar ve davranışsal dışsallıklar, bu mekanizmaların hatalı kararlara yol açmasına neden olabilir (Kameda ve Hastie, 2015, s. 1).

Sürü davranışı kavramının tarihsel gelişimi incelendiğinde, 1950'lerde Harvey Leibenstein tarafından öne sürülen 'bandwagon' terimi dikkat çekmektedir. Leibenstein, bandwagon etkisini, "bir malın başkaları tarafından da tercih edilmesinin, o mala olan talebi artırma düzeyi" şeklinde ifade

etmiştir (Leibenstein, 1950, s. 184). Leibenstein, bu kavramla bireylerin sosyal çevresinden etkilenerek benzer davranışlar sergilemesi ve toplumda bir yere ait olma arzusu arasındaki ilişkiyi vurgulamıştır.

Sürü davranışını tetikleyen temel faktörler bilgi asimetrisi, teşvik mekanizmaları ve sosyal uyum arzusudur. Bilgi asimetrisi durumunda, yatırımcılar diğerlerinin kararlarını daha iyi bilgiye dayalı varsayarak taklit edebilir ve kendi analizlerini göz ardı edebilir. Teşvik mekanizmaları, özellikle yöneticiler için önemlidir; performans kriterleri ve ücret politikaları, yöneticileri riskten kaçınmak için genel eğilimleri izlemeye yönltebilir. Böylece, başarısızlık durumunda “çoğunluğu takip etme” savunması kullanılabilir. Sosyal uyum arzusu ise, bireylerin bir gruba ait olma ve çevreleriyle uyumlu hareket etme isteğini yansıtır. Tüm bu unsurlar, sürü davranışının temel dinamiklerini oluşturmaktadır (Bikhchandani ve Sharma, 2000, ss. 279-280).

Sürü davranışının ortaya çıkmasına neden olan faktörlerden biri de bilgi şelalesidir. Bilgi şelalesi bireylerin kendilerinden önce karar veren aktörlerin eylemlerini gözlemleyerek, bu eylemler aracılığıyla dolaylı olarak onların sahip oldukları özel bilgileri çıkarsamaları ve kendi kararlarını bu çıkarımlara dayalı olarak şekillendirmeleri sürecidir. Bu süreçte, bireyler kendilerinden önce karar verenlerin eylemlerini gözlemleyerek onların bilgilerini dolaylı olarak çıkarır ve kendi kararlarını bu doğrultuda şekillendirir. Kendi bilgi ve sinyalleri, önceki eylemlerin ima ettiği bilgi karşısında önemsiz hale gelebilir; bu da bireylerin taklit davranışına yönelmesine yol açar. Bilgi şelalesi, bilgi birikimini durdurarak kararların gerçek bilgiye değil, gözlemlenen eylemlere dayalı olmasına neden olur ve rasyonel bir sürü davranışı oluşturur (Brunnermeier, 2001, ss. 147-148).

Sürü davranışı, yalnızca piyasadaki genel belirsizlikten değil, yatırımcının belirsizliğe ilişkin kişisel algısından da etkilenmektedir. Bilgi kaynaklarına güvensizlik duyan veya öz güveni düşük bireyler, benzer bilgi ortamlarında sürü davranışına daha yatkındır. Bu eğilim, bireyin tutumları, düşünme tarzı, risk alma isteği, özgüven düzeyi, kontrol yanılması ve belirsizliğe hoşgörüsü gibi psikolojik özelliklere bağlıdır. Aşırı güven, bireyin kendi bilgi ve yargılarına olan inancını artırarak başkalarını takip etme ihtiyacını azaltabilir. Bu nedenle, aşırı güven düzeyi yüksek bireyler, belirsizlik karşısında bağımsız kararlar almaya daha eğilimlidir ve sürü davranışı olasılığını düşürür (Fernandez vd., 2011, ss. 11-12). Ayrıca sürü davranışı, bireylerin belirsizlik altında riskten kaçınma eğilimlerini azaltmak için grup kararlarını referans almasıyla da ortaya çıkabilmektedir. Psikometrik analizler, bu davranışın sosyallik temelli bir strateji olduğunu ve uyum sağlama ile dışa dönüklük gibi kişilik özellikleriyle ilişkili olduğunu göstermektedir (Baddaley vd., 2007, s. 25).

Sürü davranışı, rasyonel ve rasyonel olmayan olarak iki kuramsal yaklaşımla ele alınmaktadır. Rasyonel sürü davranışı, yatırımcıların bilinçli şekilde diğerlerinin eylemlerini taklit etmesiyle oluşur; bu, bireysel bilgidен ziyade başkalarının tercihlerine dayanır ve her zaman etkin sonuçlar doğurmaz. Rasyonel olmayan sürü davranışı ise, yatırımcıların benzer bilgi setlerine ve karar problemlerine maruz kalarak bağımsız şekilde benzer kararlar almasıyla ortaya çıkar. Bu davranış, kamuya açık bilgilere

(örneğin, faiz oranlarındaki artış) verilen tepkilerden kaynaklanır ve verimli piyasa tepkisi olarak değerlendirilebilir (Aytaç, 2018, s. 1).

İnsan davranışında taklit ve mimik önemli içgüdüler arasında yer almakta olup, sürü davranışı borsa, trendler veya günlük kararlar gibi pek çok alanda da kendini gösterebilmektedir. Sürü davranışı, toplulukların sistematik olarak hatalı kararlar almasına neden olabilecek bir olgudur. Bu davranış, belirli bir sinyal (örneğin, fiyat değişimleri) ya da diğer bireylerin kararlarını gözlemleme yoluyla bir koordinasyon mekanizmasını gerektirmektedir. Bu konuya ilişkin iki ana bakış açısı bulunmaktadır. İrrasyonel yaklaşım, bireylerin düşünmeden başkalarını takip ettiğini ve rasyonel analiz yapmadığını savunmaktadır. Rasyonel yaklaşım ise, dışsal etkiler, bilgiye erişimdeki zorluklar veya teşviklerdeki problemler nedeniyle optimal karar süreçlerinin bozulabileceğini öne sürmektedir. Bunun yanı sıra, ara bir görüş, bireylerin bilgi edinme maliyetlerini azaltmak amacıyla sezgisel yöntemlere başvurduğunu ve bu durumun tamamen ortadan kaldırılamayacağını ileri sürmektedir (Devenow ve Welch, 1996, s. 603-604).

Sürü davranışı, finansal piyasalarda temellere dayanmayan ani fiyat hareketlerinin de temel nedenlerinden biri olarak kabul edilmektedir. Örneğin, 2000'lerin dot-com balonu, yatırımcıların rasyonel analiz yerine diğerlerini taklit ederek internet girişimlerine aşırı değer biçmesiyle oluşmuş, ardından ABD Merkez Bankası'nın faiz artırımları ve işletmelerin karlılık eksikliği nedeniyle çökmüştür. Benzer şekilde, kripto para piyasalarında, özellikle Bitcoin'in 2020-2021 döneminde altı kat değer kazanıp hızla düşmesi, sosyal medya ve ünlü figürlerin etkisiyle sürü davranışının tetiklediği spekülasyon hareketleri yansıtmaktadır (Xu, 2023, ss. 221-223).

Sürü davranışlarının önemli sonuçlar doğurabileceği pek çok alan bulunmaktadır. Bu alanlardan biri de finansal piyasalarda işlem yapan yatırımcılardır. Özellikle hisse senedi piyasasında, yatırımcıların bireysel bilgi ve analizlerine dayalı rasyonel kararlar almak yerine, çoğunluğun davranışlarını taklit etmeleri oldukça yaygındır (Scharfstein ve Stein, 1988, s. 1). Kurumsal yatırımcılar, bireysel yatırımcılara kıyasla bu davranışa daha eğilimlidir. Bunun nedenleri arasında, diğer yatırımcıların hareketlerini yakından izleyebilmeleri, temettü gibi dışsal sinyallere benzer tepkiler vermeleri, performanslarının diğer fonlarla karşılaştırılması ve belirli hisse senetlerine karşı ortak tutum sergilemeleri yer almaktadır. Bu faktörler, kurumsal yatırımcıların çoğunluk davranışlarını takip etmesine yol açabilmektedir (Döm, 2003, ss. 160-161).

1.4.1.3.6. Duygusal Sezgi

Duygular, bireylerin davranışlarını ve zihinsel süreçlerini şekillendiren temel unsurlardır. Birincisi, sevinç veya öfke gibi anlık tepkilerle kendini gösteren ve sosyal ilişkileri doğrudan etkileyen duygulardır. İkincisi ise, bireyin düşünce, planlama ve karar alma süreçlerini yönlendiren, geleceğe yönelik davranış kalıplarını değiştirebilen duygulardır (Damasio, 1988, ss. 83-85).

Karar verme süreçlerinde duyguların etkisini vurgulayan öncül çalışmalardan biri Zajonc'a (1980, s. 154) aittir. Zajonc, bireylerin çevresel uyarıcılara verdikleri ilk tepkinin çoğunlukla duygusal nitelikte olduğunu ve bu tepkilerin otomatik ve bilinçdışı biçimde gerçekleştiğini öne sürmektedir. Ona göre, bilişsel süreçler ve yargılar, bu ilk duygusal değerlendirme sonrasında şekillenmektedir. Zajonc, tüm algıların belirli bir duygusal içerik taşıdığını ve insanların çevrelerini bu duygusal tonlamalarla algıladığını ifade etmektedir. Nitekim yalnızca “bir ev” görmekle kalmayıp, onu “güzel”, “çirkin” ya da “gösterişli” olarak değerlendirmek, duyguların algıya nasıl eşlik ettiğinin açık bir göstergesidir. Bu durum yalnızca sosyal algıyla sınırlı kalmayıp, bir makalenin niteliğinden bir çiçeğin görünümüne, bir şehrin sesinden harflerin biçimine kadar pek çok algısal deneyimde kendini göstermektedir.

Duygusal sezgi, bireylerin bilinçli analiz yerine duygusal tepkilere dayanarak hızlı kararlar alma eğilimini ifade eder. Bu eğilim, özellikle karmaşık ve belirsiz durumlarda duyguların rehberliğinde değerlendirme yapmayı içermektedir (Slovic ve Peter, 2006, s. 322). Nesne ve olaylara ilişkin zihinsel temsiller, pozitif veya negatif duygusal işaretlerle kodlanır. Bu işaretler, bireylerin karar alma süreçlerinde bilinçli veya bilinçdışı şekilde başvurduğu bir duygusal rehber oluşturur. Geçmiş deneyimler, bu işaretler aracılığıyla kararlara yön verir. Bilgiye erişimin sınırlı olduğu veya karmaşıklığın yüksek olduğu durumlarda, duygusal sezgi, detaylı analiz ihtiyacını azaltarak hızlı karar almayı kolaylaştırır. Ancak bu süreç bazen önyargılı veya hatalı değerlendirmelere yol açabilmektedir (Slovic vd., 2007, s. 1336).

Psikoloji literatüründe bireylerin karar alma ve düşünme süreçlerini açıklamak amacıyla geliştirilen iki sistemli model, zihinsel işleyişi Sistem 1 ve Sistem 2 olmak üzere iki ayrı yapı üzerinden ele almaktadır. Sistem 1, hızlı, otomatik, çaba gerektirmeyen ve genellikle bilinçdışı işler; sezgisel yargılar ve alışkanlıklar bu sistemin kapsamındadır. Sistem 2 ise, yavaş, bilinçli, dikkat ve çaba gerektiren süreçleri içerir; muhakeme ve karmaşık hesaplamalar bu sistemle ilişkilidir. Günlük yaşamda bireyler genellikle Sistem 1 ile hareket eder, ancak karmaşık durumlarda Sistem 2 devreye girerek otomatik tepkileri denetler. Duygusal sezgi, özellikle Sistem 1'in hızlı ve sezgisel işleyişiyle ilişkilidir ve karar alma süreçlerinde belirleyici bir rol oynamaktadır (Kahneman, 2011, ss. 20-22).

Duygusal sezginin nörobiyolojik temellerini açıklayan önemli bir kuram, Damasio'nun (1994) somatik işaret hipotezidir. Bu hipoteze göre, bireylerin yaşamları boyunca edindikleri deneyimler, belirli zihinsel imgelerle eşleşen olumlu ya da olumsuz bedensel (somatik) duyumlarla koşullanır ve bu duyumlar, karar verme süreçlerinde bir tür içsel rehberlik işlevi görür. Somatik işaretler, olası bir olumsuz sonucu temsil eden zihinsel imgelerle eşleştiklerinde uyarı işareti, olumlu sonuçlarla eşleştiklerinde ise motivasyon kaynağı olarak işlev görür. Damasio'nun, ventromedial prefrontal kortekslerinde hasar bulunan bireyler üzerinde gerçekleştirdiği deneysel çalışmalar, bu kişilerin bilişsel yetileri korunmuş olsa dahi, duygu temelli içsel işaretlerin yokluğu nedeniyle rasyonel kararlar almakta başarısız olduklarını göstermiştir. Bu bireylerin, yüksek risk içeren seçeneklerden kaçınamaması, karar verme sürecinde duygusal bileşenlerin zorunlu olduğunu ortaya koymuştur (Damasio, 1994, ss. 173-

175). Dolayısıyla somatik işaret hipotezi, rasyonel davranışın yalnızca analitik süreçlerle değil, duygusal değerlendirmelerle de şekillendiğini öne süren bütüncül bir açıklama sunmaktadır.

Duygusal sezgi bireylerin risk ve fayda yargılarında oldukça baskın şekilde kendini göstermektedir. Bireyler, risk ve faydayı yalnızca mantıksal analizle değil, duygusal tepkilerle değerlendirir. Algılanan fayda arttıkça risk algısı azalır; tersine, risk algısı arttıkça fayda algısı düşer. Nesne ve olaylar, zihinde pozitif veya negatif duygusal imgelerle ilişkilendirilir ve bu imgeler, yargıları şekillendirir. Olumlu duygular, düşük risk ve yüksek fayda algısını; olumsuz duygular ise yüksek risk ve düşük fayda algısını tetikler. Ancak, bu etki bağlama göre değişebilir; pozitif veya negatif uyaranlar, duyguların yargılar üzerindeki etkisini güçlendirebilir veya zayıflatabilir (Finucane vd., 2000, ss. 13-14).

Slovic (2000), risk ve yarar algıları arasındaki ters ilişkinin duygusal sezgi ile açıklanabileceğini öne sürerek bu çerçevede iki deneysel çalışma sunmuştur. Birinci deneyde, zaman baskısı altında analitik düşünme sınırlandırılmış ve bulgular bu koşullarda risk ve fayda yargıları arasında güçlü bir negatif korelasyon olduğunu göstermiştir. Bu, duyguların, bilişsel kaynaklar kısıtlıyken kararları şekillendirdiğini ve bireylerin genel duygusal izlenimlere dayandığını ortaya koyar. İkinci deneyde, risk veya fayda bilgisi manipüle edilmiştir. Sonuçlar yalnızca verilen özelliğin (örneğin, risk) değil, diğer özelliğin (örneğin, fayda) de etkilendiğini göstermiştir. Örneğin, düşük risk bilgisi alan bireyler, faydayı da yüksek değerlendirmiştir. Bu bulgular, risk ve fayda yargılarının analitik akıl yürütmeden çok duygusal izlenimlere dayandığını ve bu algıların birbirini etkilediğini göstermektedir.

Finansal bağlamda duygusal sezgi, yatırımcıların risk ve getiri algılarını şekillendiren önemli bir bilişsel mekanizmadır. Yatırım kararlarında bireyler, bir seçeneğe ilişkin genel duygusal izlenimlerine dayanarak riskleri daha düşük, getirileri ise daha yüksek değerlendirme eğilimindedir. Özellikle yatırım fonu reklamlarında kullanılan duygusal içerikler (görseller, sloganlar vb.), yatırımcıda olumlu duygular uyandırarak risk algısını azaltabilmektedir. Duygusal çağrışımlar algılanan yatırım riskini düşürerek yatırımcıların bu etki altında kararlarını daha iyimser yönde şekillendirebilmektedir (Jordan ve Kaas, 2002, ss. 133-135). Bu durum, yatırımcıların rasyonel değerlendirme yerine sezgisel ve duygusal süreçlere dayanarak hareket ettiğini ortaya koymaktadır.

Karar verme süreçlerinde duygular, yalnızca eşlik eden unsurlar değil, aynı zamanda sezgisel sistem üzerinden yönlendirici bir işlev üstlenmektedir. Özellikle Sistem 1'in hızlı işleyişinde, duygular bireylerin değerlendirmelerini rasyonel bir süzgeçten geçirmeden şekillendirebilmektedir. Bireyin duygusal durumu, bilgiye tepkisini ve risk algısını doğrudan etkilemektedir. Bu süreçte, çerçeveleme etkisi, bilginin kazanç veya kayıp olarak sunulmasına bağlı olarak kararları biçimlendirebilmektedir. Olumlu duygusal bağlamlar, kayıplara hassasiyeti azaltarak çerçeveleme etkisini hafifletebilir. Böylece, duygusal sezgi, çerçeveleme etkisinin oluşumunda aracı bir mekanizma olarak öne çıkmaktadır (Casotti vd., 2012, s. 926).

1.4.1.3.7. Belirsizlikten Kaçınma

Belirsizlik, sonuçların olasılıklarının tam olarak bilinmediği durumları ifade etmekte ve bağlama göre farklı biçimlerde ortaya çıkabilmektedir. Örneğin, yazı-tura gibi eşit olasılıklı olaylar ölçülebilir belirsizlik içerirken, bir at yarışı gibi çok değişkenli olaylar öngörülemez ve karmaşık bir belirsizlik taşır. Ölçülebilir belirsizlikler daha kolay kontrol edilebilirken, öngörülemez belirsizlikler ekonomik karar alma süreçlerini karmaşıktırmaktadır (Machina ve Siniscalchi, 2014, s. 730). Belirsizlikten kaçınma, bireylerin olasılıkların belirsiz olduğu durumlarda risk almaktan çekinme eğilimini tanımlar. Ellsberg (1961, s. 657), belirsizliği, “bilginin miktarı, türü, güvenilirliği ve tutarlılığına bağlı bir özellik” olarak nitelendirmiş ve bu durumun olasılık tahminlerine duyulan güveni etkilediğini belirtmiştir. Belirsizlikten kaçınma, bireylerin bilinmeyen olasılıklar karşısında daha fazla bilgi arayışına yönelmesine veya alternatif seçenekleri değerlendirmesine yol açabilmektedir (Fox ve Tversky, 1995, s. 586).

Ellsberg’in (1961, ss. 653-655) ikinci deneyi, belirsizlikten kaçınmayı anlamak için tasarlanmıştır. Deneyde, 90 toplu bir kürede 30 kırmızı top olduğu bilinirken, kalan 60 topun siyah ve sarı dağılımı belirsizdir. Katılımcılar, iki aşamada tercih yapar. İlk aşamada, kırmızı top çıkarsa ödül veren Bahis I ile siyah top çıkarsa ödül veren Bahis II arasında seçim yaparlar. Çoğu katılımcı, siyah top sayısındaki belirsizlik nedeniyle Bahis I’i tercih eder. İkinci aşamada, kırmızı veya sarı top çıkarsa ödül veren Bahis III ile siyah veya sarı top çıkarsa ödül veren Bahis IV sunulur. Burada katılımcılar genellikle Bahis IV’ü seçer. Bu tutarsızlık, bireylerin yalnızca olasılıklara değil, bilginin güvenilirliğine de odaklandığını gösterir ve klasik karar teorisinin “Kesinlik İlkesi”ni (Savage aksiyomu) ihlal etmektedir.

Heath ve Tversky (1991, ss. 10-27), belirsizlikten kaçınmanın tercihleri tam açıklamadığını, yetkinlik hissinin daha belirleyici olduğunu öne sürmüşlerdir. Beş deneyde bu ilişki incelenmiştir. Birinci deneyde, katılımcılar genel kültür sorularına yanıt vermiş ve güven düzeylerini (%25-100) belirtmişlerdir; ardından kendi cevaplarına veya eşit olasılıklı bir piyangoya bahis yapmışlardır. Düşük güven düzeyinde piyango, yüksek güven düzeyinde ise kendi yargıları tercih edilmiştir. İkinci deneyde, Amerikan futbolu veya seçim sonuçları gibi olaylar için tahmin yapılmış; yüksek bilgi düzeyi ve güven, yargıya dayalı bahisleri artırmıştır. Üçüncü deneyde, düşük olasılıklı olaylarda (Oscar ödülleri gibi) bilgi düzeyi yüksekse yargıya dayalı bahisler tercih edilmiştir. Dördüncü deneyde, katılımcılar uzmanlık alanlarına göre gruplandırılmış; uzmanlık alanı bahisleri en çok tercih edilmiş, şans bahisleri ikinci, uzmanlık dışı bahisler ise en az seçilen bahisler olmuştur. Son deneyde ise katılımcılar bilgili oldukları bahislere %20 daha yüksek değer biçmişlerdir. Bu bulgular, yetkinlik hissinin belirsizlik toleransını artırdığını ve belirsizlikten kaçınmanın düşük bilgi ve güvenle baskın hale geldiğini göstermiştir.

Beklenti teorisi, bireylerin risk ve belirsizlik altındaki karar alma süreçlerini açıklamada önemli bir kuramsal çerçeve sunmaktadır. Kahneman ve Tversky (1979) tarafından geliştirilen teori, Tversky ve Kahneman (1992) tarafından olasılık ağırlıklandırması açısından iyileştirilmiştir. Bu yenilik, teorisin

yalnızca bilinen olasılıklı riskli durumları değil, belirsiz olasılıklı ortamları da kapsamasını sağlamıştır. Teori, referans bağımlılığı ve kayıptan kaçınma gibi psikolojik unsurları içermekte ve bireylerin kazanç ve kayıplara yönelik risk tutumlarının asimetrik olduğunu belirtmektedir. Sıralamaya dayalı ağırlıklandırma, referans noktalarına göre değerlendirmeye birleştiğinde, belirsizlikten kaçınma davranışlarının açıklayıcılığı artmaktadır (Wakker, 2010, s. 342).

Belirsizlikten kaçınma, bireylerin öngörülebilirlik, düzen ve sadelik arayışlarını yansıtan bilişsel ve duygusal yönelimlerle ilişkili temel bir kişilik özelliğidir. Bu özellik, bireylerin toplumsal ve siyasal bağlamlarda karşılaştıkları belirsizlikleri azaltma güdüsüyle biçimlenmekte ve yapılandırılmış, tanıdık çevrelere yönelme eğilimiyle sonuçlanmaktadır. Söz konusu eğilim, sadece bireysel yaşam tercihleriyle sınırlı kalmamakta; siyasal tutum ve yönelimlerde de belirleyici rol oynamaktadır. Nitekim yapılan araştırmalar, belirsizlikten kaçınma düzeyi yüksek bireylerin, özellikle karmaşık ve belirsiz siyasal ortamlarda, aşırı sağ popülist partilere yönelme olasılıklarının daha yüksek olduğunu göstermektedir. Bu durum, siyasal söylemlerin sade, tanıdık ve düzen vaat eden yapısının, belirsizlikten kaçınan bireyler için güçlü bir çekim unsuru olduğunu ortaya koymaktadır (Gründl ve Aichholzer, 2020, ss. 12-13).

Belirsizlikten kaçınma, finansal piyasalardaki dalgalanmaların anlaşılmasında dikkate alınması gereken kültürel bir unsur olarak da öne çıkmaktadır. Belirsizlikten kaçınma düzeyi yüksek olan ülkelerde yatırımcılar, ekonomik krizler gibi belirsiz dönemlerde daha duygusal ve aşırı tepkiler verebilmektedir. Bu kültürel özellik, bireylerin ani piyasa dalgalanmalarına karşı sürü psikolojisiyle hareket etmesine neden olarak duyarlılığa dayalı fiyatlama hatalarını artırmaktadır. "Belirsizlikten kaçınma düzeyinin yüksek olduğu toplumlarda, bireylerin belirsiz durumlara karşı daha yoğun stres tepkileri göstermeleri, yatırım kararlarında irrasyonel beklentilere dayalı davranışların artmasına ve dolayısıyla finansal kriz riskinin yükselmesine neden olabilmektedir (Zouaoui vd., 2011, ss. 743-745).

Olası sonuçlar hakkında net bilgiye sahip olunmaması yönetici kararlarını da etkileyebilmektedir. Ho vd., (2002, ss. 68-69) çalışmasında yöneticilerin kazanç ve kayıp bağlamında karşılaştıkları durumlarda, sonuç ve olasılık belirsizliği içeren kararlara nasıl yaklaştığını incelenmiştir. Çalışmanın sonuçları, yöneticilerin belirsizlik tercihlerinin kazanç ve kayıp durumlarına bağlı olarak değişiklik gösterdiğini ortaya koymuştur. Yöneticiler, seçenekler arasındaki risk farkını düşük algıladıklarında, kararlarını kazanç veya kayıp durumuna göre, yani içinde bulundukları bağlama göre vermektedirler. Ancak, seçenekler arasındaki risk farkını yüksek algılayan yöneticiler, kazanç veya kayıp durumundan bağımsız olarak daha açık (kesin olasılıklara sahip) seçeneklere yönelmektedirler.

1.4.1.3.8. Uyumlu Beklentiler

Beklentiler, ekonomik analizlerin temel bileşenlerinden biri haline gelmiş ve geniş bir uygulama alanı bulmuştur. Bu durumun temelinde, beklentilerin ekonomik karar alma süreçlerindeki kritik rolü bulunmaktadır. Özellikle modern makroekonomik çerçevede, beklenti modellemeleri giderek daha önemli hale gelmiştir. Gözlemlenemeyen ve soyut bir yapıya sahip olan beklentiler, bireylerin zihinsel

süreçlerine dayanmaktadır. Bu nedenle, bu modellerin yapı taşları, kişisel veya bağlama özgü tercihlere dayanabilir ve pozitivist bir metodoloji kapsamında değerlendirilebilmektedir (Mlambo, 2012, s. 3).

Uyumlu beklentiler kavramı, modern anlamda ilk kez Irving Fisher'ın (1911) çalışmasında ele alınmış, ancak Phillip Cagan'ın (1956, ss. 37-76) hiper enflasyon üzerine yaptığı araştırmalarla ekonomi literatüründe öne çıkmıştır. 1950'lerden 1960'ların sonuna kadar geniş kabul gören bu yaklaşım, beklentilerin yeni bilgilere dayalı bir öğrenme süreciyle güncellendiğini öne sürer ve bu nedenle mantıklı ve uygulanabilir bulunmuştur (Jones, 2018, s. 43). Uyumlu beklentilere göre, bireyler enflasyon, faiz oranları, büyüme veya döviz kurları gibi ekonomik verilere bakarak gelecek tahminlerini şekillendirmektedir. Geçmiş tahminlerdeki hatalarını fark eden karar alıcılar, bu hataları düzelterek beklentilerini güncellemektedirler. Yaklaşım, gelecekteki fiyatların geçmiş hareketlere bağlı olduğunu ve yakın geçmişin tahminlerde daha etkili olduğunu vurgular. Bu, geçmiş verilerin etkisinin zamanla azaldığını göstermektedir (Valentine ve Ellis, 1991, aktaran Gür, 1999, s. 21).

Enflasyon bağlamında uyumlu beklentiler, Cagan'ın modeli ile özellikle dikkat çekmektedir. Bu modele göre, bireylerin tüketim kararları gerçekleşmiş gelirden ziyade beklenen gelire dayanmaktadır. Ancak beklenen gelir doğrudan ölçülememiştiğinden, bireyler geçmiş gelir verileri ile önceki beklentiler arasındaki farkı dikkate alarak yeni tahminler oluşturmaktadır. Bu güncelleme, bir beklenti katsayısı ile ifade edilmektedir. Benzer şekilde, fiyat beklentileri de geçmiş enflasyon oranları ve önceki tahmin hataları doğrultusunda şekillenir. Beklenti katsayısı, güncellenmenin hızını belirlemektedir (Cagan, 1956, ss. 37-76). Beklenti katsayısı, uyumlu beklentilerin dinamiklerini anlamada kilit bir unsurdur. Katsayı sıfır olduğunda, beklentiler fiyat hareketlerinden bağımsızdır ve otonomdur. Katsayı bir olduğunda, bireyler mevcut fiyatın gelecekte de süreceğini varsayar ve statik beklentiler oluşur. Katsayı sıfır ile bir arasındaysa, beklentiler mevcut fiyat ile geçmiş eğilimlerin ağırlıklı ortalamasıdır; yakın geçmiş daha fazla etkiliyken eski verilere giderek azalan bir önem verilir. Geçmiş enflasyon ile beklentiler arasındaki fark, katsayının ayarlanmasında rol oynamaktadır (Gertchev, 2007, s. 314; Yerli, 2008, s. 34).

Uyumlu beklentiler yaklaşımı, Begg (1982, ss. 23-26) tarafından çeşitli yönleriyle eleştirilmiştir. İlk eleştiri, geçmiş verilere ne kadar ağırlık verileceği veya yeni bilgilerin beklentilere ne hızda yansıtılacağına dair teorik bir rehber eksikliğidir. Model, eski gözlemlerin bile güncel tahminleri etkilediğini varsayar ki bu, pratikte sınırlı geçerliliğe sahiptir. Ayrıca, yaklaşım geleceğe dair bilinen gelişmeleri (örneğin, petrol fiyatlarındaki artış) dikkate almaz; beklentiler yalnızca gerçekleşen verilerle kademeli olarak güncellenmektedir. Bu, ekonomik aktörlerin gerçek dünyada bilgileri daha hızlı işlediği gerçeğiyle çelişmektedir. Dahası, model, devletin para arzını artırarak kısa vadeli üretim artışı sağlayabileceğini, ancak uzun vadede yalnızca enflasyonu yükselttiğini öne sürer; bu, kalıcı ekonomik fayda sağlamadığı için eleştirilmiştir.

İktisat teorisinde, ekonomik aktörlerin gelecekteki temel ekonomik değişkenlerin seyri hakkındaki öngörülerini her zaman önemli bir yer tutmuştur. Tüketiciler, üreticiler ya da emek ve tasarruf sahipleri, kararlarını büyük ölçüde bu beklentilerine göre şekillendirirler. Bu doğrultuda, iktisat literatüründe beklentilerin nasıl oluştuğuna yaklaşımlardan bir diğeri rasyonel beklentiler teorisidir. Bu iki yaklaşım arasındaki temel ayırım, bireylerin beklentilerini hangi yöntemle oluşturduğuna, yani hangi modelin esas alındığına dayanmaktadır. 1970’li yıllara dek, özellikle makroekonomik çözümlemelerde, bireylerin beklentilerinin çoğunlukla geçmiş verilere dayalı olarak şekillendiği varsayılmış ve bu doğrultuda uyumlu beklentiler yaklaşımı benimsenmiştir. Ancak eleştirilerle birlikte, 1970’lerden itibaren beklentilerin daha bilinçli, bilgi temelli ve teorik yapılarla daha tutarlı biçimde oluşturulduğunu savunan rasyonel beklentiler yaklaşımı ön plana çıkmıştır (Özsağır, 2007, s. 53).

Ekonomik aktörlerin beklentilerinin rasyonel olduğu yönündeki düşünce ilk kez John F. Muth tarafından ileri sürülmüştür. Ancak bu yaklaşımı derinleştirerek günümüz analizlerinin temelini oluşturan katkı, Robert Lucas’ın 1973 ile 1976 yıllarında yayımlanan çalışmasıyla olmuştur. Rasyonel beklentiler teorisi, ekonomik aktörlerin beklentilerinin, mevcut bilgi seti çerçevesinde ilgili ekonomik teorinin öngörülerıyla tutarlı olacağını varsaymaktadır. Bu teoriye göre, işletmeler ve bireyler geleceğe ilişkin tahminlerini, yalnızca geçmiş eğilimlere dayanarak değil, aynı zamanda ekonomik sistemin yapısına ilişkin bilgi ve teorik çıkarımları da dikkate alarak oluştururlar. Dolayısıyla beklentiler, rastgele değil, sistematik biçimde ekonomik modelin tahminleri etrafında dağılır. Bu yaklaşım, ekonomik aktörlerin davranışlarını açıklamada klasik modellere kıyasla daha fazla rasyonalite varsaymakta ve bilgiyi etkin kullanan bir sistem öngörmektedir. Rasyonel beklentiler, bireysel tahminlerin mükemmel olduğu anlamına gelmemekle birlikte, toplulaştırıldığında teorik tahminlerle büyük ölçüde örtüşen ve sistematik yanlışlıklardan arındırılmış bir yapıya işaret etmektedir (Muth, 1961, ss. 316-317).

1.5. Yönetimsel Aşırı Güven

Karar verme psikolojisinde muhtemelen en güvenilir bulgulardan biri, insanların kendilerine fazlasıyla güvenmeleridir. Bu, kişinin sahip olduğu bilgiye olan inancının, o bilginin gerçek değerini aşması anlamına gelmektedir (De Bondt ve Thaler, 1995, s. 389). Aşırı güven; iş hayatında, sağlıkta, finansal kararlar alırken veya kişisel ilişkilerde kendini gösterebilmektedir. Örneğin tahmin edilen faiz oranlarına ilişkin aşırı güven, hatalı finansal yatırımlara neden olabilmektedir. Test sonuçlarına yeterince dikkat edilmeden konulan bir hastalık teşhisi, uygunsuz tıbbi müdahalelere yol açabilirken, bir dava konusunda kendine aşırı güvenen avukatın riskleri göz ardı etmesi, hatalı hukuki önerilerle neticelenebilmektedir (Griffin ve Tversky, 1992, s. 432).

Aşırı güven gibi karar verme sürecini etkileyen tüm bilişsel yanlılıklara iş dünyasında daha fazla odaklanılması gerekmektedir. Çünkü bu tür yanlılıklar işletmelerin stratejik hedeflerine ulaşmasını engelleyebilmekte ve ciddi finansal kayıplara yol açabilmektedir (Morrison, 2013, ss. 1-2). Aşırı güvenin iş dünyasındaki kararlara olan etkisi göz önünde bulundurulduğunda sıklıkla ilişkilendirildiği

gruplardan biri yöneticilerdir. Yönetimsel aşırı güven ifadesi, yöneticilik görevindeki bireylerin aşırı güven içeren tutumlara ve söz konusu tutumlar sonucunda meydana gelebilecek sonuçlara atıfta bulunurken kullanılmaktadır. Bu bağlamda yönetimsel aşırı güveni, bireylerin yönetim pozisyonlarında bulunmaları nedeniyle bilgi ve yetkinliklerinin sınırlarını yeterince dikkate almaksızın, kendi yeteneklerini veya aldıkları kararların doğruluğunu gereğinden fazla abartmaları olarak tanımlamak mümkündür (Margolin, 2013, s. 6).

Farklı alanlarda ve durumlarda yaygın olarak gözlemlenen bir davranış eğilimi olan yönetimsel aşırı güvenin, belirli koşullar altında daha belirgin bir şekilde ortaya çıktığı görülmektedir. Özellikle, görev veya işin karmaşıklık derecesi ve belirsizlik seviyesi ile aşırı güven duygusu arasında önemli bir ilişki bulunduğu söylenebilir. Zorlayıcı ve belirsiz koşullar altında, yöneticiler kendi yeteneklerini ve bilgi düzeylerini olduğundan daha yüksek bir seviyede değerlendirme eğiliminde olabilirler. Bu durum, karar alma süreçlerinde hatalı veya riskli adımlar atmalarına yol açabilir (Ferrell ve McGoey, 1980, s. 52).

Belirsizlik içeren durumlarda, bireylerin kontrol gücüne sahip olduklarını bilmeleri oldukça önemlidir. Kontrol sahibi olma hissi, bireylerin özgüvenini artırarak daha güçlü ve başarıya daha yakın hissetmelerine neden olmaktadır. Birey bir durum üzerinde kontrol sahibi olduğunu düşündüğünde, bu durumu yönetebilme yeteneklerine olan güveni artmaktadır (Howell, 1971, s. 243). Bir olayın kontrol edilebilir olduğunu düşünen ve belirli bir sonuca ulaşmak için çaba harcayan bireyler, genellikle bu sonuca ulaşma olasılıklarını artıran faktörleri göz önünde bulundurarak kararlar alırlar (Weinstein, 1980, s. 819). Karar verme ve risk alma davranışları, bireylerin bulundukları durumsal bağlam arasındaki etkileşime bağlı olarak değişebilmektedir. Yöneticiler işletmelerde önemli stratejik kararlarda nihai kontrol ve söz sahipleridir. Bu pozisyon, yöneticinin tüm kararlarda, riskli olsa dahi sonucunu kontrol edebileceğine inanmasına ve dolayısıyla olumsuz sonuçların olasılığını küçümsemesine yol açabilir (March ve Shapira, 1987, ss. 1408- 1410).

Kontrol algısının yanı sıra yöneticilerin aşırı güven eğilimi göstermelerinin bir diğer nedeni ortalamanın üstünde etkisidir. Yönetici zorlu bir durumla karşı karşıya kaldığında, kendi yetkinliğine olan inancı harekete geçer. Böyle bir durumda yöneticinin sergilediği aşırı güven düzeyi, kendisini ortalamanın üzerinde görmesiyle doğru orantılıdır. Yönetici, davranışının başarıya ulaşacağı öngörüsüyle başarılı olduğunda sonuçları kendi eylemleriyle, başarısız olduğunda ise dış faktörlerle bağdaştırır (Invernizzi, 2017, s. 7). Öte yandan güç olgusu, aşırı güven eğiliminde bir başka faktör olarak önemlidir. Güç, kişinin bilinçsizce davranışsal tepki mekanizmasını harekete geçirebilir. Güce sahip olan bireyler, başkalarından alacakları övgü ve sosyal kabulü daha fazla önemserler. Aynı zamanda güçlü hisseden insanlar riski hafife alırlar ve genellikle olumlu bir duygu durumu içindedirler (Keltner vd., 2003, s. 279). Güç, bireyin kendisini diğer insanlara göre daha üstün ve ayrıcalıklı görmesine yol açar ve bu durum, kişinin kendi karar alma becerilerini ve doğruluk payını olduğundan daha fazla değerlendirmesine neden olur. Bu, bireyin aldığı kararların gerçekliğe uygunluğunu gözden kaçırmasına

ve nesnel bir bakış açısını kaybetmesine yol açabilir (Fast vd., 2012, s. 250). Yöneticilerin işletmelerde en üst düzey karar verici olarak aşırı özgüvene daha yatkın olmaları, yönetici pozisyonunun çoğu kişi tarafından başarı ile ilişkilendirilmesi dayanmaktadır. Yönetici olmak, genellikle bireyin geçmişte önemli başarılarla imza attığını ve yüksek performans gösterdiğini işaret etmektedir ve bu durum, yöneticilerin kendilerine olan güvenlerini pekiştirerek karar verirken objektiflikten sapmalarına yol açabilmektedir (Lin vd., 2020, s. 3).

Yönetimsel aşırı güveni tetikleyen bir diğer unsur iyimserliktir. Üst düzey yöneticilerde geleceğe yönelik aşırı iyimserlik, genellikle karar yetkisi ve kontrol algısından kaynaklanabilmektedir. Yöneticiler işletmelerinin stratejik kararlarında nihai otorite konumunda bulunduklarından, bu durum, kararlarının sonuçları üzerinde tam bir kontrole sahip olduklarına inanarak başarısızlık olasılıklarını küçümsemelerine neden olabilmektedir. Buna ek olarak, yönetici gelirlerinin önemli bir kısmı (örneğin, hisse senedi ve opsiyon kazançları) doğrudan işletme performansına bağlıdır. İşletmenin başarısı arttıkça, yöneticinin hem finansal getirileri hem de kariyer güvenliği artmaktadır. Bu ekonomik ve kariyer odaklı teşvikler, yöneticilerin geleceğe yönelik iyimserliklerini daha da pekiştirmektedir (Malmendier ve Tate, 2005, s. 651).

Öte yandan sektör türlerine bağlı olarak yönetimsel aşırı güvenin firma performansı üzerindeki etkileri anlamlı farklılıklar sergilemektedir. Örneğin rekabetçi sektörlerde yönetimsel aşırı güvenin satış büyümesi üzerinde belirgin ve olumlu bir etkisi bulunurken, bu etkinin oligopol sektörlerde gözlemlenmediği ortaya konulmuştur. Özellikle rekabetçi sektörlerde yönetim kurulu bağımsızlığı ve kaldırma oranı gibi faktörler, yönetici aşırı güveninin etkisini şekillendiren önemli unsurlar arasında yer almaktadır. Bununla birlikte, yönetici görev süresi ve firma büyüklüğü her iki sektör türünde de performansı etkileyen kritik faktörler olarak öne çıkarken, rekabetçi sektörlerde yönetim kurulu bağımsızlığı ve kaldırma oranının daha belirgin bir etkiye sahip olduğu görülmektedir (Yılmaz, 2015, s. 8). Bu bağlamda aşırı güvenin sektörel bağlama bağlı olarak farklılık gösterdiğini ve sektör dinamiklerinin bu etkiyi anlamada kritik bir rol oynadığını ifade etmek mümkündür.

Farklı sektörlerdeki bireylerin aşırı güven seviyeleri, sektörün doğası, bireylerin iş tanımları ve alınan kararların riski gibi çeşitli faktörlere bağlı olarak değişiklik gösterebilmektedir. Örneğin, finans sektöründeki profesyoneller genellikle yüksek riskli kararlar aldıkları ve piyasa tahminleri gibi karmaşık görevlerle uğraştıkları için aşırı güven seviyeleri daha yüksek olabilmektedir. Yapılan çalışmada (Glaser vd., 2005, s. 26) profesyoneller, özellikle mesleki bağlamda bilgi ve deneyim gerektiren görevlerde, öğrencilere kıyasla daha yüksek seviyede aşırı güven yanlılığı sergilemiştir. Bu bulgu, profesyonellerin sahip oldukları uzmanlık ve deneyimin, aşırı güvenin neden olduğu yanlılıkları azaltmadığını ortaya koymaktadır. Dolayısıyla, mesleki bilgi birikimi ve deneyim, bireylerin karar alma süreçlerindeki aşırı güven etkisini hafifletmekte yetersiz kalabilmektedir. Bu bulgular, bireysel farklılıkların görev bazında incelenmesi ve değerlendirilmesi gerektiğini vurgulamaktadır.

Turizm sektöründe ise aşırı güven, liderlerin bireysel gelişim süreçleri ve deneyimlerinden kaynaklanan özgüvenin sınırlarını zorladıkları durumlarda ortaya çıkmaktadır. Bu durum, olumlu sonuçlar doğurabileceği gibi ciddi kayıplara da yol açabilmektedir. Turizm işletme yöneticilerinin özgüvenlerini geliştirme süreçlerinde sektöre özgü dinamikler etkilidir. Aşırı güven, deneyimle kazanılan başarılar sonucunda pozitif bir motivasyon kaynağına dönüşebilirken, yeterli deneyim ve destekten yoksun yöneticilerde, gerçekçi olmayan hedefler belirleyerek başarısızlığa yol açabilmektedir. Örneğin, hedeflerin küçük ve sürdürülebilir adımlarla belirlenmesi, yöneticilere gerçekçi bir özgüven kazandırırken, desteğin eksik olduğu durumlarda bu süreç duygusal baskıya dönüşebilmektedir. Ayrıca, turizm sektörünün hızlı karar almayı gerektiren doğası, liderlerin risk alma eğilimlerini artırarak aşırı güvenin daha belirgin hale gelmesine neden olabilmektedir (Oshins, 2014, ss. 30-33).

Faaliyet gösterilen sektörün yanı sıra kültürel farklılıklar da bireylerin aşırı güven düzeylerini şekillendirebilmektedir. Bireyci kültürlerde öz-yüceltme ve başarıyı kişisel özelliklere bağlama yaygındır, bu da aşırı güveni artırabilmektedir. Toplumcu kültürlerde ise başkalarının perspektiflerini değerlendirme becerisi, aşırı güvenin daha düşük düzeyde görülmesine yol açabilmektedir. Bu nedenle, aşırı güven, bireyci kültürlerde daha belirgin, toplumcu kültürlerde ise daha sınırlıdır (Moore vd., 2018, s. 2). Araştırmacılar, kültürel arka planın aşırı güven seviyesini etkilediği konusunda büyük ölçüde hemfikirdir; ancak bu etkinin mekanizmaları ve nedenleri hâlâ tartışma konusudur. Yapılan bir araştırmada (Yates ve Lee, 1997, s. 87), Asyalı katılımcılarda aşırı güvenin Batılı katılımcılara kıyasla belirgin olup olmadığını ve bunun Asyalıların yanıt verme tarzlarından kaynaklanıp kaynaklanmadığını incelemiştir. Bu kapsamda, Çinli ve Amerikalı katılımcıların doğrudan ifade ettikleri yargılar ile kararlarına dayalı çıkarımlardan elde edilen yargılar karşılaştırılmıştır. Sonuçlar, Çinli katılımcılarda aşırı güvenin yanıt verme tarzından bağımsız olduğunu, Amerikalı katılımcıların ise çıkarıma dayalı yargılarında daha yüksek aşırı güven düzeyleri sergilediğini göstermiştir.

Başka bir çalışmada ise (Stankov ve Lee, 2014, s. 822) dokuz dünya bölgesindeki bilişsel yetenek test performansı ve güven derecelendirmeleri karşılaştırılmıştır. Sonuçlar, bilişsel yetenek farklarının güven derecelerinden daha belirgin olduğunu göstermiştir. Aşırı güven, düşük bilişsel yetenek puanlarına sahip bölgelerde daha yaygınken, yüksek başarı gösteren bölgelerde daha az görülmüştür. Bulgular, zor görevlerde bireylerin yanıltıcı bir üstünlük algısına kapıldığını ve bunun, bilişsel başarısızlıklardan kaynaklanan olumsuz duyguları azaltan bilinçsiz bir öz-aldatma mekanizması olduğunu öne sürmektedir. Bu bağlamda, aşırı güvenin evrensel bir durum olup olmadığını söylemek zordur, çünkü bu özellik, yapılan araştırmalar arasında büyük farklılıklar göstermektedir.

Yönetimsel aşırı güven kendini farklı işletme kararlarında gösterebilmektedir. Bunlardan nispeten daha sık görülenleri yatırım kararları, sermaye yapısı kararları ve temettü kararlarıdır. Kendine aşırı güvenen yöneticiler, yatırım projelerini olduğundan daha az riskli görürler ve bu projelere düşük iskonto oranları uygulayarak değer biçerler. Bu durum yöneticilerin diğer yöneticilere kıyasla fazla yatırım yapmasına yol açar, çünkü değerlendirdikleri projelerin net bugünkü değeri daha sık pozitif

çıkarmak. Bunun yanı sıra kendine aşırı güvenen bir yönetici, yatırımcıların işletme hisselerini düşük değerlediklerine inanarak hisselerin fiyatını yükseltmeye çalışır ve sermaye yapısına bu yönde şekil verir. Öte yandan söz konusu yöneticiler sıklıkla iç kaynakları kullanmayı tercih ettiklerinden, yatırımcılara daha az temettü ödeyebilirler (Invernizzi, 2017, ss. 9-10).

Sermaye yapısında görülen aşırı güven, işletme kararlarını çeşitli yönlerden etkileyerek finansal, yatırım ve operasyonel stratejiler üzerinde önemli sonuçlar doğurabilmektedir. Aşırı güven duyan yöneticiler, işletme hisselerinin piyasa değerini olduğundan düşük görme eğiliminde olup, öz kaynak kullanımını yeterince tercih etmeyebilirler. Bu durum, işletmenin büyüme potansiyelini tam olarak değerlendirememesine yol açabilmektedir. Aynı zamanda, gelecekteki nakit akışlarıyla ilgili aşırı iyimser tahminler, daha fazla borçlanma eğilimine neden olabilir ve bu da işletmenin finansal riskini artırarak ödeme sorunlarına zemin hazırlayabilmektedir. Borçlanma sürecinde varlıkların teminat olarak gösterilmesi, stratejik varlıkları risk altına sokabilir ve ekonomik dalgalanmalar sırasında finansal esnekliğin kaybedilmesine neden olabilmektedir. Ayrıca, aşırı güven, yöneticilerin yatırım fırsatlarını gereğinden fazla iyimser bir bakış açısıyla değerlendirmesine ve net bugünkü değeri negatif olan projelere kaynak ayırmasına yol açabilmektedir. Bu tür yanlış yatırım kararları, işletme kaynaklarının etkin kullanılmamasına ve sermaye yapısında uzun vadeli dengesizliklerin oluşmasına sebep olabilmektedir (Heaton, 2002, ss. 34-43).

Aşırı güven, genellikle sadece büyük hatalara neden olduğunda veya ortam aşırı güvenin dezavantajlı hale geleceği şekilde değiştiğinde dikkat çekmektedir. Bununla birlikte, özgüven, sınırlı bir ölçüde işletmenin başarısına katkı sağlayan değerli bir özellik olabilmektedir (Johnson ve Fowler, 2011, s. 319). Aşırı özgüvenli yöneticiler, yalnızca işletme içindeki karar alma süreçlerinde değil, işletme dışındaki algı ve değerlendirmelerde de avantaj sağlayabilirler. İç karar alma süreçlerinde, aşırı özgüven yöneticilere daha kararlı ve cesur adımlar attırarak, çalışanlar arasında güçlü ve kendine güvenen bir lider imajı oluşturabilir. Bununla birlikte, yöneticilerin yetkinlikleri ve başarıları yalnızca çalışanlar tarafından değil, dış paydaşlar, hissedarlar, medya ve analistler gibi dış gözlemciler tarafından da değerlendirilir. Bu dış değerlendirmeler, işletmenin itibarı, piyasa değeri ve gelecekteki yatırımları üzerinde önemli bir etkiye sahiptir (Brunzel, 2021, s. 589). Ayrıca, kişinin kendi teorilerine aşırı güvenmesi bazen detayları atlayarak sorunlara daha basit ve yaratıcı çözümler üretmesini sağlar ve bu durum ona uyum sağlama avantajı kazandırabilir. Kendi yeteneklerine aşırı güven, bu yetenekler abartılı olsa bile, hızlı karar alınması gereken durumlarda üstünlük sağlayabilir. Bunun yanı sıra, aşırı güven bilişsel çelişki riskini azaltarak bireyin kaygı ve stresten uzak, sağlıklı bir günlük yaşam sürdürmesine de katkı sağlayabilir (Gjersoe ve Hood, 2009, s. 522). Psikolojide bilişler bireyin tutumlarını, duygularını, inançlarını ya da değerlerini temsil etmektedir. Bu bağlamda, bilişsel çelişki, çelişkili bilişlerin bir araya gelmesiyle ortaya çıkan bir dengesizlik durumunu ifade etmektedir (Pompian, 2006, s. 83).

Yönetimsel aşırı güvenin olumlu sonuçları bulunmakla birlikte, olumsuz çıktıların potansiyel olarak daha ciddi sonuçlara yol açabilmesi olasıdır. Bu durum göz önünde bulundurulduğunda yönetimsel aşırı güvenin denetlenmesi ve etkilerinin azaltılmasının işletmelerin sürdürülebilirliği açısından önem arz etmektedir. Aşırı güvenli yöneticiler, genellikle yeteneklerini abartma eğiliminde oldukları için, yatırım ve operasyonel kararlarında hata yapma riski taşımaktadır. İç kontroller, bu tür yöneticilerin verimsiz yatırımlar gerçekleştirmesini ve operasyonel hatalar yapmasını önleyici bir rol üstlenebilir. İşletme içi kontroller kapsamında getirilen prosedürler, yatırımların detaylı analizini ve değerlendirilmesini zorunlu kılarak, aşırı güvenli yöneticilerin aceleci veya eksik bilgiyle karar almalarını engelleyebilir. Ayrıca, bir yöneticinin otoritesini artırmaya yönelik gereksiz büyüme girişimlerini sınırlandırabilir. Böylelikle, iç kontroller, aşırı güvenli yöneticilerin karar alma süreçlerini dengeleyerek, daha rasyonel ve işletmenin genel yararına uygun kararlar alınmasını destekler (Chen vd., 2023, s. 8). Bu bağlamda, işletme iç kontrollerin, aşırı güvenli yöneticiler için, ortalama risk eğilimlerine sahip yöneticilere kıyasla daha fazla katkı sağladığı söylenebilir.

Yönetimsel aşırı güvenin olumsuz etkilerinin azaltılmasında devlet mülkiyeti ve müdahalesi de önemli bir dengeleyici mekanizma olarak işlev görebilmektedir. Devlet bağlantılı işletmelerde yüksek düzeydeki devlet mülkiyeti oranlarının, aşırı güven kaynaklı risklerin etkisini sınırlayarak daha rasyonel ve dengeli finansman kararlarının alınmasına katkıda bulunduğu görülmektedir. Bu durum, devletin finansal ve yönetsel süreçlerde etkin bir rol üstlenmesiyle ilişkilendirilebilir. Özellikle, düşük mülkiyet yoğunluğuna sahip işletmelerde devlet müdahalesi, yönetsel aşırı güvenin olumsuz etkilerini düzenleyici bir etken olarak öne çıkarken, yüksek mülkiyet yoğunluğuna sahip işletmelerde bu etki daha sınırlı düzeyde kalabilmektedir. Dolayısıyla, aşırı güven kaynaklı risklerin etkili bir şekilde yönetilebilmesi için devletin mülkiyet oranlarının yanı sıra müdahale yöntemlerinin de stratejik bir şekilde tasarlanması önem arz etmektedir (Ting vd., 2016, s. 20). Bu sayede, yöneticilerin aşırı yaklaşımları kontrol altına alınarak, işletmelerin finansal sürdürülebilirliği desteklenebilir.

1.5.1. Yönetimsel Aşırı Güvenin Ölçümünde Kullanılan Yöntemler

Yönetimsel aşırı güveninin soyut bir kavram olması, somut ve gözlemlenebilir veri kaynaklarının tespit edilmesini güçleştirmektedir. Yönetimsel güven, yöneticilerin karar alma süreçlerindeki aşırı iyimserlik veya özgüven düzeyini ifade etmekle birlikte, bu durum doğrudan ölçülebilir nitelikte değildir ve dolaylı göstergeler üzerinden değerlendirilmesi gerekmektedir (Tomak, 2013, s. 514). Konuyla ilgili literatür incelendiğinde yönetimsel aşırı güvenin en sıklıkla hisse senedi opsiyon yöntemi, sermaye harcamaları yöntemi, aşırı yatırım yöntemi, basında yer alan haber yöntemi, anket yöntemi, güven endeksleri yöntemi, yöneticilerin demografik ve kişilik özellikleri yöntemi ve diğer yöntemler ile ölçüldüğü gözlemlenmiştir. Bu kapsamda söz konusu ölçüm yöntemlerini sekiz başlık altında derlemenin mümkün olduğu düşünülmüştür.

1.5.1.1. Hisse Senedi Opsiyon Yöntemi

Latince kökenli “opsiyon” kavramı, tercih, seçim ya da alternatif anlamlarını taşımaktadır. Finansal literatürde ise opsiyon; belirli bir finansal varlığı, önceden belirlenmiş bir fiyat üzerinden ve belirli bir vade süresi içerisinde satın alma ya da satma hakkı tanıyan sözleşmeleri ifade etmektedir. (Seyidoğlu 2003, s. 197). Hisse senedi opsiyonları sahibine belirli bir hisse senedini önceden belirlenmiş bir fiyattan, sözleşmede tanımlanan süre içerisinde alım ya da satım hakkı tanıyan türev araçlardır. Bu opsiyon türünde, dayanak varlık hisse senedir. Hisse senedi opsiyonları organize opsiyon piyasalarında işlem görmekte olup, bu yönüyle borsa opsiyonlarının genel niteliklerini taşımaktadır (Şeker vd., 2018, s. 127).

1980’lerden itibaren, üst düzey yöneticilerin nakit ödemeleri yerini hisse senedi opsiyonlarına bırakmıştır. Bu değişim, yöneticilerin motivasyonlarını işletme performansı ile uyumlu hale getirmeyi amaçlayan performansa dayalı ücretlendirme sistemlerinin yaygınlaşmasıyla bağlantılıdır. Opsiyonların kaldıraç etkisi, yöneticilere yüksek kazanç potansiyeli sunar; ancak bu kazanç, hisse fiyatının kullanım fiyatını aşması koşuluna bağlıdır. Bu, yöneticileri performansa yönelik risk almaya teşvik eder ve hem fırsat hem de risk barındırır (Hall, 2000, ss. 121-124).

Yöneticilere verilen hisse senedi opsiyonları genellikle kademeli hak ediş esasına dayanır; örneğin, dört yılda her yıl %25’lik kısmın kullanımı mümkün olur. Bu opsiyonlar devredilemez ve hak ediş tamamlanmadan işletmeden ayrılan yöneticiler tarafından kullanılamaz. Ancak, işletme kontrolünde değişiklik gibi durumlarda hızlandırılmış hak ediş uygulanabilir ve bu, genellikle kıdem tazminatı kapsamında değerlendirilir. Opsiyon sözleşmeleri esnek şekilde tasarlanabilir; kullanım fiyatı endekslerle ilişkilendirilebilir, performans eşikleri tanımlanabilir veya vade, yöneticinin görev süresiyle uyumlu hale getirilebilir. Bununla birlikte, hisse senedi opsiyonları yalnızca fiyat artışlarını ödüllendirir; temettü gibi getirileri kapsamaz. Bazı işletmeler, temettü dağıtımında opsiyon değerini korumak için “temettü koruması” uygular (Ashenfelter ve Card, 1999, ss. 2507-2510). Ancak, yüksek miktarda hisse ve opsiyon sahipliği, yöneticilerin kısa vadeli kazançlara odaklanmasına yol açabilir ve uzun vadeli hedeflerden sapmayı tetikleyebilir (Dong vd., 2010, s. 2518).

Üst düzey yönetici ücretlendirmesine yönelik araştırmalar temsilcilik kuramının literatürde kabul görmesiyle birlikte gelişim göstermiştir. Jensen ve Meckling (1976) tarafından geliştirilen temsilcilik kuramı işletmenin yönetimini üstlenen yöneticiler ile mülkiyet hakkına sahip olan paydaşlar arasındaki çıkar çatışmasına odaklanmaktadır. Kuram, yöneticilerin kişisel faydalarını maksimize etme eğiliminde olduklarını ve bu bağlamda yüksek kazançlar elde etmeyi arzularken, çaba harcamaktan kaçınabileceklerini öne sürmektedir. Buna karşın, hissedarların temel hedefi, sahip oldukları sermayeden en yüksek getiriyi sağlamaktır. Kuramı, bu iki taraf arasındaki çıkar uyumsuzluğunu azaltmak amacıyla, yöneticilerin ücretlendirilmesinin firma performansına doğrudan bağlanmasını önermektedir.

Yöneticilerin performansa dayalı ücretlendirme sistemleri kapsamında elde ettikleri gelirler, büyük ölçüde kendi denetimleri dışında gerçekleşen makroekonomik dalgalanmalardan etkilenebilmektedir. Bu durum, yöneticilerin çabalarından bağımsız gelişen olayların ücretlerine yansımaya ve dolayısıyla teşvik edici etkinliğin azalmasına yol açabilmektedir. Özellikle riskten kaçınan yöneticiler, bu tür belirsizlikler karşısında kısa vadeli performansı yapay biçimde artırmaya yönelebilir; bu da uzun vadeli firma değerine zarar verebilir (Oxelheim vd., 2008, ss. 1-4). Ayrıca küçük ölçekli işletmelerde görev yapan yöneticiler, opsiyonları içeriden bilgiye dayalı olarak zamanlama eğilimindedir. Bu durum, küçük işletmelerdeki yöneticilerin daha güçlü bir bilgi avantajına sahip olduğunu ve farklı teşvik yapıları altında hareket ettiğini göstermektedir. Likidite ihtiyacı, çeşitlendirme arzusu ve işletmenin geleceğine dair öngörüler gibi faktörler, bu yöneticilerin opsiyon kullanım kararlarını etkileyebilir. Dolayısıyla firma ölçeği, opsiyon kullanımında belirleyici olabilmektedir (Carpenter ve Remmers, 2001, ss. 514-515).

Yöneticilerin aşırı güven düzeyinin ölçülmesinde sıkça başvurulanan (Campbell vd., 2011; Chen vd., 2020; Malmendier vd., 2011; Malmendier ve Tate, 2005, 2008; Leng vd., 2020) yöntemlerinden biri, Malmendier ve Tate'in (2005) hisse senedi opsiyonlarına dayalı modelidir. Bu yöntemin kuramsal temeli ise Hall ve Murphy'nin (2002) çalışmasına dayanmaktadır. Söz konusu çalışma, yöneticilerin yeni hak ettikleri opsiyonları ne zaman kullanmaları gerektiğine dair mantıklı bir "kârda olma" yüzdesi belirlemek için teorik bir rehber sunmaktadır. Bu çerçevede, çeşitlendirme eksikliği yaşayan ve riskten kaçınma eğiliminde olan yöneticilerin karar alma süreçlerini analiz etmeyi amaçlamaktadır. Çalışmada yöneticinin serveti doğrudan gözlemlenemediği için, kalibrasyon yöntemleriyle tahminler yapılmıştır. Yöneticilerin, kurumsal yönetim politikaları gereği ya da hissedarlarla çıkar birliği sağlamak amacıyla servetlerinin önemli kısmını işletme hisselerinde tuttukları belirtilmiştir (Hall ve Murphy, 2002, s. 9). Bu bağlamda, yöneticilerin işletmeye ait hisse senetlerinde tuttukları servet oranlarını temsil eden %50 ve %67 gibi seviyeler üzerinden analiz yapılmış; Black-Scholes gibi geleneksel opsiyon fiyatlandırma modellerinin yetersizlikleri, "kesinlik eşdeğeri" yöntemiyle giderilmeye çalışılmıştır. Bulgulara göre riskten kaçınan yöneticiler, opsiyonları işletmenin maliyetinden daha düşük bir değerle algılamaktadır. Hall ve Murphy'nin (2002) çalışması, yöneticilerin davranışlarını anlamak ve bu doğrultuda stratejiler geliştirmek için kapsamlı bir teorik altyapı sunmaktadır.

Malmendier ve Tate'in (2005) geliştirdiği ve Hall & Murphy'nin kuramsal çerçevesine dayanan Holder 67 yöntemi, yöneticilerin opsiyonları kullanma zamanlaması üzerinden aşırı güven düzeylerini ölçmektedir. Bu yöntemde, en az iki kez %67 "kârda" (in-the-money) seviyesine ulaşan opsiyonlarını kullanmayan yöneticiler aşırı güvenli kabul edilmektedir. %67, teorik olarak kullanımın beklendiği minimum eşiği temsil etmektedir. Bu davranışı sergileyen yöneticilere 1, sergilemeyenlere 0 değeri atanır (Duelmann vd., 2015, s. 155).

Opsiyon kullanımının geciktirilerek vade sonuna kadar tutulması, Malmendier ve Tate (2005) tarafından "Longholder" davranışı olarak tanımlanmıştır. Bu davranış, yöneticilerin gelecekteki nakit

akışlarını olduğundan fazla tahmin etmeleri nedeniyle opsiyonlarını kullanmaktan kaçınmalarıyla ilişkilendirilir (Tekin, 2019a, s. 298). Örneğin, hak ediş süresi tamamlanan 10 yıl vadeli bir opsiyonun, vade sonuna kadar elde tutulması longholder davranışı olarak değerlendirilmektedir. Bu tutum, yöneticinin aşırı güvenini yansıtır ve finansal olarak rasyonel bir yaklaşımla örtüşmez. Longholder yaklaşımı, Holder 67'ye kıyasla daha esnek olup, örneklem boyutunu daraltan sınırlamalara sahip değildir. Holder 67, opsiyonun erken karlılığına rağmen kullanılmamasıyla ilgilenirken, Longholder kriteri opsiyonların vade sonuna kadar elde tutulmasına odaklanır.

Bununla birlikte, Longholder yaklaşımı çeşitli metodolojik sınırlılıklar içermektedir. Malmendier ve Tate'in (2008) çalışmasında, örneklem yalnızca %42'si bu kritere uymuş ve sadece 74 birleşme-satın alma işlemi incelenmiştir; bu, istatistiksel gücü ve temsil yetisini sınırlamaktadır. Öte yandan opsiyon kullanım kararları yalnızca aşırı güvenle değil, sektörel fiyatlamalar, büyüme beklentileri veya bireysel risk tercihleriyle de ilişkilidir. Opsiyon kullanmama, yöneticinin işletmeye bağlılığını gösterme amacı taşıyabilir ve bu nedenle her zaman aşırı güveni yansıtmayabilir. Ayrıca, yöntemin piyasa temelli yapısı, hisse fiyatlarındaki dışsal artışların davranışı etkilemesiyle nedensellik sorununa yol açabilmektedir. Opsiyon kullanmama kararının zamanlaması belirsizdir ve yıllık verilerle stratejik kararları ilişkilendirmek zordur. Dahası, bir yönetici bir kez aşırı güvenli sınıflandırıldığında, sonraki davranış değişiklikleri dikkate alınmaz. Bu durum, elde edilen analiz sonuçlarının doğruluğunu ve geçerliliğini olumsuz yönde etkileyebilmektedir. Son olarak, opsiyonların elde tutulması, düşük risk algısından veya özgüven eksikliğinden de kaynaklanabilmektedir (İsmail ve Mavis, 2021, s. 6).

1.5.1.2. Sermaye Harcamaları Yöntemi

Yönetimsel aşırı güvenin ölçülmesinde kullanılan sermaye harcamaları (Capital Expenditure, CAPEX) yöntemi, yöneticilerin aşırı güven eğilimlerinin özellikle finansal kararları üzerindeki etkilerini incelemede uygulanmaktadır. Bu yöntem, yöneticilerin sermaye harcamalarını nasıl ve ne kadar artırdığına bakarak, aşırı güvenin bu kararlar üzerindeki etkisini ölçmeyi amaçlamaktadır. Sermaye harcamaları, işletmelerin uzun vadeli varlıkları, üretim kapasitesini artırma, altyapı yatırımları yapma veya genel iş geliştirme amacıyla yaptıkları harcamaları ifade etmektedir (Schmidgall vd., 1997, s. 28).

Sermaye harcamaları, yenileme, modernizasyon ya da genişleme amaçlı olup, sektör dinamiklerine göre farklılık göstermektedir. Örneğin, üretim sektörlerinde yenileme harcamaları daha sabit bir seyir izlemektedirken, doğal kaynak temelli sektörlerde piyasa koşullarına bağlı olarak dalgalanmalar yaşanmaktadır (Eisner, 1972, ss. 299-304). Konaklama sektöründe sermaye harcamaları, işletmelerin rekabet gücünü sürdürebilmesi ve müşteri beklentilerini karşılayabilmesi için kritik bir öneme sahiptir. Bu sektörde harcamalar, kısa vadeli işletme giderlerinden (örneğin, bakım, malzeme) farklı olarak, uzun vadeli yatırımları (örneğin, bina, ekipman) kapsamakta ve amortismanla tabi tutulmaktadır (Schmidgall vd., 1997, s. 29). Oteller, binalar, tesisler ve donanımlar gibi sabit varlıklara bağımlı durumdadır; bu varlıkların aşınması, yenileme ya da değiştirme ihtiyacını doğurmaktadır.

Yüksek sabit maliyetler ve borçlanmaya dayalı finansman yapısı, sermaye harcamalarının etkin yönetimini zorunlu kılmaktadır (Oak ve Dalbor, 2008, ss. 3-4).

Konaklama sektöründe sermaye harcamaları, marka yapısı, yıldız derecesi, fiziksel kapasite ve hizmet çeşitliliği gibi faktörlerden etkilenmektedir. Franchise oteller, standartlara uyum için daha fazla yatırım gerektirmekte, yüksek yıldızlı oteller ise lüks hizmetler nedeniyle büyük harcamalara ihtiyaç duymaktadır. Kapasite artışı ya da spa, restoran gibi ek olanaklar, yatırım düzeyini yükseltmektedir (Fortes vd., 2023, s. 56). Ayrıca, müşteri şikayetleri ya da düşük memnuniyet skorları, tesislerin yetersizliğini göstererek sermaye harcamalarını tetikleyebilmektedir (aktaran Turner ve Hesford, 2018, s. 2). Etkin sermaye tahsisi, hizmet kalitesini ve pazar konumunu güçlendirmekte, yanlış yatırım öncelikleri ise gelir kayıplarına ve firma değerinde azalmaya yol açabilmektedir (Hamidi ve Arianto, 2018, s. 2). Bu nedenle sermaye harcamalarına ilişkin kararlar, yalnızca maliyet unsurları bağlamında değil, aynı zamanda stratejik yatırım planlaması kapsamında önem arz etmektedir.

Yöneticilerin yatırım kararları, aşırı güven eğilimlerinden etkilenebilmektedir. Aşırı güvenli yöneticiler, yüksek riskli ve belirsiz yenilikçi projelere yönelebilmekte ve bu projeler, vizyoner liderlik algısını güçlendirebilmektedir. Bu durum, kendilerini ön planda tutmayı seven yöneticilere projeleri daha çekici kılabilmektedir (Hirshleifer vd., 2012, s. 1458). Yenilikçi yatırımların işletme performansı üzerindeki etkisi, kısa ve uzun vadede önemli kazanımlar sağlayabilmektedir. İspanyol Borsası'nda işlem gören konaklama işletmeleri üzerinde yapılan bir araştırma dört günlük bir dönemde getirilerde gözlemlenen %1,53'lük artış, inovasyonların doğrudan etkisinin kısa sürede dahi hissedilebildiğini göstermektedir. Bu artışın yıllık %300'lük bir getiriye eşdeğer olması, inovasyonun uzun vadeli sürdürülebilir kazançlar için güçlü bir potansiyel taşıdığını ortaya koymaktadır (Nicolau ve Santa-Maria, 2013, s. 77). Doğru kategorilere yapılan yatırımlar, işletmelere rekabet avantajı ve sürdürülebilir büyüme sağlayabilmektedir. Konaklama sektöründe yenilenebilir enerji, su tasarrufu ya da atık yönetimi gibi çevre dostu yatırımlar, maliyetleri düşürürken müşteri talebini artırmakta ve finansal performansı güçlendirmektedir (Grissmann vd., 2013, s. 354).

Aşırı güvene sahip yöneticilerin daha fazla yatırım ve sermaye harcaması yapmasının bir diğer nedeni olumlu ekonomik beklentiler ve işletmenin geleceği hakkında fazla iyimser olmaları durumudur. Aşırı güvenli yöneticiler, finansal baskılara rağmen uzun vadeli projelere yatırım yapma konusunda ısrarcı olabilirler. Bu durumda, sermaye harcamalarındaki artış, yöneticinin gelecekteki kar potansiyeline dair aşırı iyimser bir değerlendirme yaptığını ve riskleri küçümsediğini göstermektedir (Malmendier ve Tate, 2005, ss. 2663-2666). Ayrıca söz konusu yöneticiler, kurumsal satın almalarda yüksek fiyatlar ödeme eğiliminde bulunmakta ve piyasa koşullarını abartılı değerlendirmeleri, pahalı birleşmelere yol açabilmektedir (Malmendier ve Tate, 2008, ss. 22-24). Ben-David vd. (2013) çalışması da aşırı güvenli yöneticilerin daha fazla sermaye yatırımı ve satın alma etkinliği gerçekleştirdiğini ve uzun vadeli aşırı güven arttıkça bu eğilimin güçlendiğini göstermektedir.

Yatırım kararlarının yönetsel aşırı güvenle olan bu yakın ilişkisi sermaye harcamalarına dayanan bir aşırı güven ölçümü yöntemini ortaya çıkarmıştır. CAPEX, bir işletmenin yöneticilerinin aşırı özgüvene sahip olup olmadığını ölçmek için kullanılan bir değerlendirme yöntemidir. Bu yöntem işletmenin sermaye harcamalarının sektör ortalamasıyla kıyaslandığında daha yüksek olup olmadığını belirlemeyi hedefleyen bir ikili değişkendir. CAPEX değişkeni, aşırı özgüvenli yöneticilerin genellikle yatırım projelerinde riskleri hafife alarak ve getirileri abartarak daha fazla yatırım yapma eğiliminde oldukları varsayımına dayanmaktadır. Bu eğilim, sermaye harcamalarının artışına yansıdığı için, işletmenin sermaye harcama oranının sektör medyanını aşması, yöneticilerinin aşırı özgüvene sahip olabileceğinin bir göstergesi olarak değerlendirilmektedir (Ahmed ve Duelman, 2012, s. 8).

CAPEX, maddi duran varlıklardaki net artışa amortisman giderlerinin eklenmesiyle hesaplanmakta ve toplam varlıklara oranlanmaktadır (Beikzadeh vd., 2022, s. 7). CAPEX değişkeninin hesaplanması üç aşamada gerçekleştirilmektedir. İlk olarak sermaye harcamaları gecikmeli toplam varlıklarla düzeltilerek normalize edilmektedir. Bir işletmenin bir yıl boyunca yaptığı sermaye harcamaları, toplam varlıklarına oranlanarak hesaplanmaktadır. Ancak bu oranlama sırasında, o yıla ait toplam varlıklar yerine bir önceki yılın toplam varlıkları (gecikmeli varlıklar) dikkate alınmaktadır. Bu yöntem, işletmenin büyüklüğüne göre uyarlanmış bir ölçüm sağlamak amacıyla benimsenmektedir. Çünkü işletmenin büyüklüğü doğal olarak sermaye harcamalarının boyutunu etkileyebilir. Gecikmeli varlıkların kullanılması, bu etkinin azaltılmasına olanak tanımakta ve sermaye harcamalarının işletme büyüklüğünden bağımsız bir şekilde değerlendirilmesine imkân sağlayabilmektedir. Bunun yanı sıra gecikmeli değerlerin kullanımı, finansal kararların geçmişle tutarlılığını yansıtmakta, eksik değişken yanlışlığını azaltmakta ve analizlerin güvenilirliğini artırmaktadır. Ancak, geçmiş verilere bağımlılık, veri erişimini zorlaştırmakta ve model karmaşıklığını artırabilmektedir. Ayrıca, hisse geri alımları gibi durumsal kararlarda gecikmeli değişkenlerin açıklayıcılığı sınırlı kalabilmektedir (Coleman, 2014, ss. 4105-4114).

İkinci adımda, işletmenin sermaye harcama oranı, faaliyet gösterdiği sektörün medyan değeriyle karşılaştırılmaktadır. Sektör için sermaye harcama oranlarının medyanı belirlenmektedir. Medyan, sektördeki işletmelerin yarısının bu değerin altında, diğer yarısının ise üstünde olduğu noktayı temsil etmektedir. İşletmenin sermaye harcama oranının sektör medyanına göre durumu analiz edilmektedir. Bu yöntem, sektörel farklılıkları göz önünde bulundurarak firmanın performansını daha nesnel bir şekilde değerlendirmeyi mümkün kılmaktadır. Son adımda işletmenin sermaye harcamaları, söz konusu işletmenin faaliyet gösterdiği sektörün medyanından büyükse 1 olarak tanımlanmaktadır. Bu durum işletme yöneticisinin aşırı güven eğilimi taşıdığını göstermektedir. Aksi takdirde 0 olarak tanımlanmaktadır ve bu aşırı güven eğiliminin görünmediğini ifade etmektedir (Basuki 2020; Duellman vd., 2015; Hur vd., 2019; Jeon, 2019; Khajavi ve Dehghani, 2016; Killins vd., 2021; Lin ve Yu, 2023; Lu, 2016; Mitra vd., 2018; Sumiyana vd., 2023).

CAPEX yöntemi, finansal tablolardan elde edilen objektif verilere dayanması, uygulanabilirliği ve teorik sağlamlığıyla öne çıkmaktadır. Aşırı güvenli yöneticilerin yatırım getirilerini abarttığı ve fazla kaynak tahsis ettiği teorisini desteklemektedir (Malmendier ve Tate, 2015, s. 46). Aşırı güvene sahip yöneticiler, yatırım projelerinin getirilerini ve kurumsal nakit akışlarını olduğundan iyimser biçimde değerlendirme eğilimindedir. Bu doğrultuda, uzun vadeli verimlilik beklentisiyle sabit sermaye yatırımlarına yönelerek gereğinden fazla kaynak tahsis etmektedirler (Fallh vd., 2021, s. 89). Söz konusu çerçevede CAPEX'in yönetsel eğilimleri yansıtan ölçülebilir bir finansal çıktı olarak değerlendirilmesi, karar alma süreçlerinin sistematik biçimde analiz edilmesine olanak sağlamak ve aşırı güven davranışını açıklayan kuramsal çerçevenin ampirik sağlamlığını desteklemektedir. Ek olarak, oranın finansal tablolardaki finansal kalemlerle kolaylıkla hesaplanabilmesi, bu yöntemin uygulamada pratik bir alternatif olmasını sağlamaktadır.

Sermaye harcamaları yöntemi, yönetsel aşırı güvenin ölçülmesinde finansal tablolardan elde edilen objektif verilere dayanması, uygulama kolaylığı sunması ve teorik açıdan sağlamlığı bakımından literatürde sıkça tercih edilen yöntemlerden biridir. Ancak bu yöntemin çeşitli metodolojik sınırlılıkları bulunmaktadır. Öncelikle CAPEX yöntemi, yatırım düzeylerinin sektör medyanının üzerinde olup olmamasına bağlı olarak aşırı güven düzeyini ikili bir değişken (var ya da yok) aracılığıyla ölçmektedir. Bu doğrultuda aşırı güvenin derecesel yapısını göz ardı etmekte ve davranışın karmaşıklığını yansıtmakta yetersiz kalabilmektedir. Bu durum, yöntemin yöneticilerin risk alma eğilimlerini daha ayrıntılı biçimde analiz etmeye imkân tanıyan hisse senedi opsiyonları gibi yöntemlere kıyasla, söz konusu davranışsal boyutları sınırlı ölçüde yansıtabilmesine neden olmaktadır. Öte yandan, basına dayalı haber ve anket temelli yöntemler, yöneticilerin öznel eğilimlerini ve kendilik algılarını yansıtılabilmeleri bakımından daha niteliksel bir perspektif sunarken, CAPEX yöntemi bu içsel süreçleri göz ardı ederek yalnızca sonuçlara odaklanmaktadır. Ayrıca, sermaye harcamalarının uzun vadeli stratejik hedefler doğrultusunda şekillenebilmesi, yüksek harcamaların her zaman aşırı güvenle ilişkilendirilmesini metodolojik açıdan tartışmalı kılmaktadır. Bununla birlikte CAPEX kararlarının etkileri genellikle uzun vadede ortaya çıktığından, bu kararları kısa vadede aşırı güvenle bağdaştırmak kolay değildir.

Sermaye harcamaları gerek ulusal düzeyde ekonomik politika oluşturma süreçlerinde gerekse işletme düzeyinde stratejik yönelimlerin belirlenmesinde merkezi bir karar alanı olarak konumlanmaktadır. Makroekonomik çerçevede ele alındığında, sermaye harcamalarının toplam talep, gayrisafi yurt içi hasıla, ekonomik büyüme dinamikleri ve iş döngüleri üzerinde doğrudan ve belirleyici etkiler yarattığı görülmektedir (Dornbusch vd., 2018 s. 358). Bu doğrultuda CAPEX seviyelerinin yüksek ya da düşük olmasının, yalnızca aşırı güvenle değil, aynı zamanda piyasa dinamikleri, sektör ihtiyaçları, işletmenin stratejik hedefleri, finansal sınırlamalar gibi çeşitli faktörlerle de bağlantılı olma ihtimali mevcuttur.

1.5.1.3. Aşırı Yatırım Yöntemi

Aşırı yatırım, işletmenin finansal kaynaklarını sürdürülebilir olmayan şekilde kullanması, yani karlı projeler yerine gereksiz veya aşırı maliyetli yatırımlara yönelmesi durumunu ifade etmektedir (Xia vd., 2009, s. 467). Bu durum genellikle fazla serbest nakit akışının düşük getirili ya da yüksek riskli projelere tahsis edilmesiyle ortaya çıkmakta ve işletmenin optimal büyüklüğünü aşan, değer üretmeyen yatırımlar toplam değer kaybına yol açabilmektedir (Biddle vd., 2009, s. 113). Aşırı yatırım, vekâlet sorunlarından kaynaklanabilmektedir. Yöneticiler, hissedar çıkarlarını göz ardı ederek kendi prestijlerini veya kontrollerini artırmak için “imparatorluk kurma” davranışı sergileyebilmektedir (Jensen, 1986, s. 3).

Aşırı yatırım yöntemi, yöneticilerin aşırı güven nedeniyle yatırım kararlarında ölçsüz davranarak ihtiyaç dışı projelere kaynak ayırmasını analiz etmektedir. Aşırı güvenli yöneticilerin, bilgi birikimlerine ve karar alma yeteneklerine abartılı güven duymaları yatırım tercihlerini şekillendirebilmektedir. Aşırı güven, yetersiz yatırımları azaltarak teorik olarak verimliliği artırabilse de, yöneticilerin ulaşılması zor hedefler koymasına ve kaynakları düşük verimli projelere yöneltmesine yol açarak aşırı yatırımı tetikleyebilmektedir (İslami ve Madyan, 2020, s. 56). Aşırı güvenli yöneticiler, projelerin başarısını ve kalitesini rasyonel yöneticilere kıyasla daha iyimser bir şekilde değerlendirmektedir. Bu iyimser bakış açısı, yatırım yapma olasılığını artırmakta ve aşırı yatırım davranışını teşvik etmektedir (Deshmukh vd., 2013, s. 446).

Aşırı güvenli yöneticiler, nakit rezervleri veya kredi olanakları gibi geniş finansal kaynaklara sahip işletmelerde satın alma kararlarına daha fazla yönelebilmektedir. Bu kaynaklar, karar alma süreçlerindeki kısıtlamaları azaltarak harcamaların daha kolay yapılmasını sağlamaktadır. Ancak gerçekleştirilen satın almalar genellikle düşük kaliteli olmakta, bu da hissedarlar için sınırlı değer üretmekte ya da zarara yol açabilmektedir. Bunun nedeni, yöneticilerin projelerin kazançlarını abartılı tahmin etmesidir (Malmendier ve Tate, 2008, s. 42). Zayıf kurumsal yönetim yapıları, aşırı güvenin etkilerini pekiştirmekte, örneğin, yönetim kurulunun küçük olması veya bağımsız üye oranının düşüklüğü, yöneticilerin denetimden kaçarak riskli kararlar almasını kolaylaştırabilmektedir (Oh ve Jeon, 2022, s. 57). Bu nedenle, kurumsal yönetim, yönetsel aşırı güvenin neden olduğu riskleri azaltmak ve işletmenin mali dengesini korumak açısından önem arz etmektedir.

Yönetsel yetenek, işletmelerin yatırım kararları üzerinde belirleyici bir rol oynamaktadır. Yüksek yönetsel yetenek, yetersiz yatırım eğiliminde olan işletmelerde AR-GE, satın alma ve toplam yatırımların artırılmasına katkı sağlayarak kaynakların daha etkin bir şekilde kullanılmasını mümkün kılmaktadır. Öte yandan, aşırı yatırım eğilimi gösteren işletmelerde, gereksiz harcamaları ve yatırımları azaltarak kaynak israfını önlemekte ve riskleri en aza indirmektedir. Bu bulgular, yetenekli yöneticilerin projeleri daha verimli bir şekilde seçip hayata geçirdiğini ortaya koymaktadır (Garcia-Sanchez ve Garcia-Meca, 2020, s. 15).

Yöneticilerin yatırım kararlarını aşırı güven önemli ölçüde şekillendirse de bu eğilimin ortaya çıkışı ve güçlenmesinde çevresel faktörlerin etkisi de göz ardı edilemez (Libby ve Rennekamp, 2012, s. 223). Makroekonomik dalgalanmalar, özellikle enflasyon belirsizliği, yatırım düzeylerini artırabilmekte ve bu etki aşırı güvenle birleştiğinde daha yoğunlaşmaktadır (Alidadi vd., 2020, s. 91; Wang vd., 2016, s. 68). Rekabet düzeyi de yatırım davranışlarını etkilemektedir. Düşük rekabet ortamlarında yatırımlar sınırlı kalmakta, yüksek rekabet ise daha agresif kararları tetiklemektedir. Ancak aşırı rekabet, verimsizlik maliyetlerini artırarak yatırımları azaltabilmektedir (Yu, 2014, s. 5).

Aşırı yatırım yöntemi, Biddle vd. (2009) tarafından geliştirilen, tahmin edilen yatırımdan sapmaya dayalı bir aşırı güven ölçümü sunmaktadır. İşletmenin yatırımları (sermaye harcamaları, AR-GE, satın almalar), mülk, tesis ve ekipman satışlarından elde edilen nakit çıkarıldıktan sonra bir önceki yılın toplam varlıklarına oranlanarak normalize edilmektedir. Tahmin edilen yatırım seviyesinden sapma (artık değer), sektör-yıl ortalamasının en üst çeyreğinde yer alırsa aşırı yatırım olarak kabul edilmekte ve değişken 1 değerini almaktadır; aksi takdirde 0 atanmaktadır. Bu yöntem, yöneticilerin aşırı güveninin yatırım kararlarındaki etkilerini sistematik şekilde analiz etmekte ve literatürde etkin bir ölçüm olarak kabul görmektedir. (Duellman vd., 2015, s. 152).

Aşırı yatırım yöntemi, yöneticilerin rasyonel olmayan kararlarının işletme kaynaklarını nasıl etkilediğini değerlendirmede etkili bir araç sunmaktadır. Somut verilere dayanması ve irrasyonel davranışları belirlemedeki kapasitesi, yöntemin avantajları arasında yer almaktadır. Ancak, her satın alma veya yatırım kararının aynı düzeyde aşırı güveni yansıtmayabileceği göz ardı edilmektedir. Bazı kararlar stratejik temellere dayanırken, diğerleri yüksek risk içerebilmektedir. Bu, yöntemin genelleyici yapısının işlem bazlı duyarlılığı yansıtmakta yetersiz kalmasına neden olmaktadır (İsmail ve Mavis, 2021, s. 9). Ayrıca, aşırı yatırım kararları yalnızca aşırı güvenle değil, faiz oranları, likidite bolluğu veya ekonomik büyüme gibi makroekonomik faktörlerle de ilişkilendirilebilmektedir (Farook vd., 2020, s. 10; Lopez-de-Foronda, 2018, s. 7). Ayrıca, yöntemin sonuçlarının güvenilirliği, kullanılan veri setlerinin doğruluğuna ve kapsamına büyük ölçüde bağlıdır.

1.5.1.4. Basında Çıkan Haber Yöntemi

Yönetimsel aşırı güveni ölçmede kullanılan yöntemlerden biri, yöneticilerin medya temsillerine dayanan analizlerdir. Basına dayalı yöntemi üst düzey yöneticilerin medya organlarında nasıl temsil edildiğini anlamayı amaçlayan kapsamlı bir analiz sürecidir. Bu süreçte, yöneticilere dair tüm haberler, makaleler ve medya içerikleri kapsamlı şekilde incelenmektedir. Analizin temel hedefi, bu içeriklerde kullanılan dilin, tonun ve ifadelerin, yöneticilerin aşırı güven gibi kişisel özelliklerini yansıtır yansıtmadığını belirlemektir. Bu amaçla geniş kapsamlı bir medya veri tabanına erişim sağlanmakta ve bu kaynaklardan, belirli anahtar kelimeler veya ifadeler üzerinden veri toplanmaktadır. Bu süreç, detaylı bir bilgi tarama ve kategorilendirme çalışmasını gerektirmektedir (Kaplan vd., 2020, s. 9).

Hayward ve Hambrick (1997), yöneticilerin medya değerlendirmelerine dayalı bir ölçüt geliştirerek yönetici aşırı güvenini analiz etmişlerdir. Çalışmada yöneticiler altı farklı kategoriye ayrılmış ve her kategori için belirli puanlar atanmıştır. Yöneticilere yönelik medya övgüsü, ulusal ölçekte yayımlanan gazete ve dergilerdeki makalelerin içerik analizi yoluyla değerlendirilmiştir. Makalelere, içeriğin tonuna göre puan verilmiştir: tamamen olumlu içerikler 3 puan, genel olarak olumlu fakat bazı eleştiriler içerenler 2 puan, nötr içerikli makaleler 1 puan, genel olarak olumsuz ancak bazı olumlu yorumlar içerenler -1 puan ve tamamen olumsuz içerikler ise -2 puan almıştır. Bu değerlendirme sonucunda, her bir yönetici için medyadan alınan puanlar toplanarak bir "medya övgüsü skoru" hesaplanmıştır (Hayward ve Hambrick, 1997, s. 113).

Malmendier ve Tate (2005), bu yöntemi büyük medya kaynaklarından elde edilen haber makalelerini kullanarak geliştirmiştir. Bu yöntemde, önde gelen iş gazetelerinde (ör. The New York Times, The Wall Street Journal, The Economist, Financial Times) yer alan makaleler taranarak, yöneticilerin nasıl tasvir edildiği incelenmektedir. “Kendine güvenen”, “iyimser”, “temkinli”, “pratık”, “muhafazakâr” ve “tutumlu” gibi anahtar kelimeler kullanılarak yöneticilerin tasvirleri incelenmekte; “kendine güvenen” ve “iyimser” sıfatlarının yoğun olduğu yöneticiler aşırı güvenli kabul edilmektedir. Tarama, teknolojik sistemler olmadan içerik analizi yöntemiyle yapılmakta ve ilgili kelimelerle sıkça ilişkilendirilen yöneticiler aşırı güvenli olarak sınıflandırılmaktadır (Malmendier ve Tate, 2008, s. 38).

Hribar ve Yang (2016) çalışmasında ise, her bir yönetici için basın temelli aşırı güven skoru, belirli anahtar kelimelere dayalı olarak hesaplanmıştır. Bu hesaplamada, yöneticinin adı geçen tüm haberler taranmakta ve bu haberlerde yöneticinin “güvenli” ya da “iyimser” olarak tanımlandığı durumlar ile “temkinli” ya da “güvensiz” olarak tanımlandığı durumlar sayılmaktadır. Elde edilen bu değerler formüle edilmiştir: Aşırı güven skoru, “güvenli” ve “iyimser” tanımlamaların toplamından “temkinli” ve “güvensiz” tanımlamaların toplamı çıkarılarak, bu farkın yöneticinin adı geçen toplam haber sayısına bölünmesiyle elde edilmiştir. Bu skor -1 ile +1 arasında bir değer almıştır. Skorun yüksek olması, yöneticinin basında daha çok kendine güvenen veya iyimser biri olarak betimlendiğini, düşük olması ise daha temkinli ya da kendine güvenmeyen biri olarak tanımlandığını göstermektedir.

Büyük ölçekli işletme yöneticilerinin basına yansıyan imajlarını belirlenen anahtar sözcüklerle ölçmek için geniş bir haber kaynağı olan Factiva’dan yararlanılan Hirshleifer vd. (2012), Malmendier ve Tate’i (2008) takiben “The New York Times, Business Week, Financial Times, The Wall Street Journal, The Economist, Fortune ve Forbes’ta” yayımlanan makalelerde yöneticilere yönelik atıflar içeren makaleler derlenmiştir. Elde edilen makaleler, içeriklerinde kullanılan dil ve terminolojiye göre kategorilere ayrılmaktadır. Bu bağlamda, "kendinden emin" (örneğin, confident, overconfidence) ve "iyimser" (örneğin, optimistic, overoptimism) gibi ifadeler, pozitif bir güven algısını yansıtırken; "kötümser" (örneğin, pessimistic, overpessimistic) ve "ihtiyatlı" (örneğin, cautious, frugal) gibi ifadeler ise daha muhafazakâr veya temkinli bir yaklaşımı ifade etmektedir. Yöntem, yıllık bazda "kendinden emin" kategorisindeki makalelerin toplam sayısını "ihtiyatlı" kategorisindeki makalelerle

karşılaştırmaktadır. Eğer "kendinden emin" ifadelerini içeren makalelerin sayısı, "ihtiyatlı" ifadeleri içeren makalelerin sayısını aşarsa, söz konusu yıl için ilgili yöneticinin aşırı güvenli olduğu değerlendirilir. Bu süreçte, yöneticinin görev süresi boyunca makaleler birikimli olarak analiz edilmekte, medya önyargıları dikkate alınarak yalnızca geçmiş dönem makaleleri kullanılmaktadır (Hirshleifer vd., 2012, s. 1464).

Yukarıda açıklanan her üç çalışmada da, yöneticinin medya organlarında nasıl tanımlandığı temel alınarak aşırı güven ölçümü yapılmıştır. Malmendier ve Tate (2008), yıllık haberleri inceleyerek her yıl için yöneticilerin aşırı güvenini ikili bir değişkenle sınıflandırmakta; "confident" veya "optimistic" ifadelerle tanımlanan yöneticiler aşırı güvenli kabul edilmektedir. Hirshleifer vd. (2012), yöntemi uzun vadeli bir perspektifle geliştirerek yöneticinin görev süresince tüm haberleri birikimli olarak değerlendirmekte ve bir kez aşırı güvenli sınıflandırılan yönetici, analiz boyunca bu niteliği korumaktadır. Hribar ve Yang (2016), yönteme niceliksel bir boyut katmakta; pozitif ve negatif ifadeler arasındaki farkı toplam haber sayısına bölerek -1 ile +1 arasında sürekli bir skor hesaplamakta ve daha duyarlı bir ölçüm sunmaktadır. Özetle, Malmendier ve Tate (2008) bu yöntemin temellerini atarak yıllık bazda sınıflandırma yaparken, Hirshleifer vd. (2012) bu yöntemi uzun dönemli bir modele dönüştürmüş, Hribar ve Yang (2016) ise ölçümü sayısal bir skora dönüştürerek yöntemi daha ayrıntılı ve karşılaştırılabilir hale getirmiştir.

Medya organlarında yöneticilere yönelik olumlu söylemler, yatırımcıların ve paydaşların yöneticinin firma performansı üzerindeki etkisini abartılı algılamasına yol açabilmektedir. Başarı anlatıları, yöneticinin nitelikleriyle özdeşleştirildiğinde, stratejik kararların meşruiyetini artırmakta ve paydaş güvenini güçlendirebilmektedir. Bu anlatılar, yöneticinin kendi etkisini fazla algılamasına ve aşırı güven geliştirmesine neden olurken, paydaşların yöneticiye daha fazla yetki tanımına yol açabilmektedir. Ancak bu algı genellikle önyargılı atıf zincirlerine dayanmaktadır ve medya, piyasa güvenini ile paydaş algılarını şekillendirmede belirleyici bir rol oynamaktadır (Hayward vd., 2004, s. 644).

Basına dayalı aşırı güven ölçütü, yöneticinin basında nasıl tanıtıldığı ile kararları arasında doğrudan bir bağlantı kurmadığı için avantajlıdır. Örneğin, bir yöneticinin basında "güvenilir" ya da "iyimser" olarak tanımlanması, mutlaka bu şekilde davrandığını göstermez. Bu durum, yöneticinin kararlarını etkileyen başka faktörlerin (örneğin, piyasa koşulları ya da işletmenin durumu) ölçüme karışmasını önler. Bu nedenle, bu ölçüt, diğer yöntemlere göre daha az karışıklık ve yanlış sonuç riski taşır. Bu ölçütün bazı önemli dezavantajları da vardır. İlk olarak, yöneticinin gerçek güven seviyesini tam olarak göstermeyebilir. Basında yapılan tanımlamalar, gazetecilerin bakış açısına veya kullanılan dilin yanlı olmasına bağlı olabilir, bu da ölçümün doğruluğunu etkileyebilir. Ayrıca, her yönetici basında aynı oranda yer almamaktadır. İşletmenin büyüklüğüne, sektörüne ve medyanın ilgisine göre değişir. Bu yüzden, bu ölçüt daha çok büyük ve medyada dikkat çeken işletmeler için uygundur, küçük işletmelerde ise yeterli olmayabilir (Hribar ve Yang, 2016, s. 208). Bunun yanı sıra kullanılan kullanılan

dil, izlenim yönetimi amacıyla bilinçli şekilde şekillendirilmiş olabilir, bu da ölçümlerin doğruluğunu olumsuz etkileyebilir. Örneğin, işletme belgelerinin orijinal yazar (örneğin yönetici) yerine başka kişiler tarafından hazırlanması, metinlerin yazarın gerçek düşüncelerini tam olarak yansıtmamasına yol açabilir (Hill vd., 2014, s. 1418).

Son yıllarda içerik analizi teknolojilerinde kaydedilen ilerlemeler, metinlerin duygu analizi, anlamsal çerçeveleme ve bağlam temelli yorumlama gibi yöntemlerle daha hassas incelenmesini sağlamaktadır (Malmendier ve Tate, 2015, s. 44). Medya söylemleri, yatırımcı algılarını ve yönetim kurulu kararlarını dolaylı olarak şekillendirebilmektedir. Bununla birlikte, medya kuruluşlarının sahiplik yapıları, politik eğilimleri veya ekonomik çıkarları bu söylemleri yönlendirebilmektedir (Barakat, 2021, s. 11). Bu bağlamda sunumun tarafsız olmayabileceği, medya kuruluşlarının sahiplik yapıları, politik eğilimleri ve ekonomik çıkarları doğrultusunda yönlendirilebileceği göz önünde bulundurulmalıdır.

1.5.1.5. Anket Dayalı Yöntem

Literatürde yönetsel aşırı güvenin anket yöntemiyle ölçülmesi için farklı ölçekler geliştirilmiştir. Ben-David vd. (2007), halka açık ve büyük ölçekli işletmelerde görev alan yöneticilere, S&P 500 getirileri ve diğer finansal konular hakkında bir ve on yıllık tahminlerini içeren anket uygulamıştır. Yöneticilerin tahminleri, beklenen getiriler ve %10 ile %90 güven aralıklarına göre sınıflandırılmıştır. Aşırı güven, bu aralıkların farkının standart sapmaya bölünmesiyle hesaplanmış ve uzun vadeli aşırı güven, kısa vadeliyle karşılaştırılıp 0 ile 1 arasında ölçeklendirilmiştir. Veriler analiz edilerek yöneticilerin belirsizlik ve aşırı güven düzeyleri değerlendirilmiştir. Sund (2016), İsviçre konaklama sektörünü etkileyen nüfus yaşlanması gibi demografik bir değişime odaklanan anket uygulamıştır. Bu demografik değişimin gerçekleşme olasılığı %100 kabul edilerek, yöneticilerin algıları ve algılarının doğruluğu ölçülmüştür. Anket, farklı büyüklükteki işletmelerde görev yapan yöneticilere uygulanmış ve sektörel farklılıkların etkisi göz önünde bulundurularak yöneticilerin stratejik algılarının analiz edilmesini sağlamıştır.

Abdeldayem ve Sedeek (2018), Kahire’de finans sektörü dışında faaliyet gösteren büyük ölçekli işletme yöneticilerine uygulanan ankette, aşırı güveni iki boyutla ölçmüştür: “Kendi performansınızı diğer yöneticilere kıyasla nasıl değerlendirirsiniz?” sorusuyla öz değerlendirme alınmış ve “Ekonomik haberlerin çoğu benim için şaşırtıcı değil” ifadesiyle yöneticilerin tahmin yetenekleri değerlendirilmiştir. Can (2019), bankacılık, yatırım ortaklıkları, gıda, tekstil, enerji, sağlık, havacılık, gayrimenkul ve teknoloji gibi çeşitli sektörlerden 63 işletmeyi kapsayan çalışmada, belirlenen dönem içinde birleşme ve satın alma gerçekleştiren yöneticilerin finansal karar alma süreçlerindeki güven düzeylerini ve davranışlarını ölçmeye yönelik 38 maddelik bir ölçek geliştirmiştir. Maddelerden 29’u olumlu, 9’u olumsuz olarak hazırlanmış ve rastgele sıralanmıştır. Yöneticinin almış olduğu eğitim, yöneticinin tecrübesi, birleşme ve satın alma sayısı ile demografik faktörler bağlamında oluşturulan

anket internet ortamından veya yüz yüze görüşme yöntemiyle firmalarda görev yapan yöneticilere uygulanmıştır.

Yazar (2019), Michael Pompian'ın Davranışsal Yatırımcı Tipi Modeli'nden uyarlanan Davranışsal Yönetici Tipi Testi'ni kullanmıştır. Bu test, finansal karar alma tercihlerini, yatırım davranışlarını ve aşırı güven, riskten kaçınma gibi psikolojik eğilimleri ölçmek için yapılandırılmıştır. Anket, finans, gıda, hizmet, inşaat, ulaşım gibi sektörlerdeki orta ve üst düzey yöneticilere ve işletme sahiplerine, amaçlı örnekleme yöntemiyle uygulanmıştır. Tekin (2015), davranışsal önyargıların finansal kararlara etkisini incelemek için 61 soruluk bir anket geliştirerek anketi imalat, toptan ve perakende ticaret sektörlerindeki KOBİ yöneticilerine uygulanmıştır.

Çalışmalar göz önünde bulundurulduğunda anket kullanarak yönetimsel aşırı güven ölçen çalışmaların her birinde hazırlık ve uygulama süreçlerin farklılaştığını ifade etmek mümkündür. Anket temelli aşırı güven ölçüm yöntemlerinin uygulama alanları geniştir ve işletmelerin temel finansal kararlarının şekillenmesinde etkili oldukları çeşitli bulgularla ortaya konmuştur. Anket yöntemi, yöneticilerin sermaye yapısı, birleşme ve satın almalar, temettü, hisse geri alımı, firma değeri ve yatırım davranışları gibi finansal kararlarında aşırı güvenin rolünü ortaya koymaktadır.

Aşırı güvenin ölçülmesi, bireylerin bir kararın veya yanıtın doğruluğuna ne kadar güvendiklerini belirlemeyi amaçlar. Bu süreç, kişinin doğru olduğuna inandığı durumlara yönelik güven düzeyini ifade eder. Aşırı güven ölçümünde kullanılan yöntemlerden biri, güven aralıklı anketlerdir. “Bu yanıtın %95 doğru olduğuna eminim” diyen bir yönetici yüksek güven gösterirken, “Bu kesinlikle doğru” ifadesi tam güveni yansıtmaktadır. Tam aralık (%0-100) ölçeği, yanıtın doğruluğuna duyulan güveni ölçerken, yarı aralık (%50-100) ölçeği evet/hayır gibi zıt seçeneklerde kullanılmaktadır (Pulford, 1996, ss. 17-18).

Yönetimsel aşırı güven, kalibrasyon testleriyle de ölçülmektedir (Fischhoff vd., 1977; Jonsson ve Allwood, 2003; Parker ve Fischhoff, 2005; Olsson, 2014). Aşırı güven ve nesnel gerçeklik arasındaki tutarsızlık kalibrasyon olarak ifade edilmektedir. Bildirilen olasılıkların doğru yanıt oranlarıyla örtüşmemesi genellikle aşırı güven şeklinde ortaya çıkan en yaygın sapma biçimidir (Lichtenstein ve Fischhoff, 1977, s. 161).

Tam kalibre edilmiş bir yönetici, verdiği yanıtların doğruluğu ile bu yanıtlar için duyduğu güven düzeyi arasında uyum sağlar ve bu durumda kalibrasyon skoru sıfıra eşittir. Bu skor, farklı güven düzeylerinde verilen doğru yanıt oranları dikkate alınarak hesaplanmaktadır. Her bir güven düzeyi için güven ile doğruluk arasındaki farkın karesi alınır ve bu farkların ağırlıklı ortalaması elde edilir. Aşırı güven, bireyin güven düzeyinin doğru yanıt oranından daha yüksek olduğu durumlarda ortaya çıkarken, yetersiz güven ise, doğru yanıt oranının güven düzeyinden yüksek olduğu durumları ifade etmektedir. Bu tür sapmalar, ortalama güven düzeyi ile gerçek doğru yanıt oranı arasındaki fark temel alınarak değerlendirilir (Pulford, 1996, ss. 17-19).

Anket yöntemi, ilüzyon etkisi, kendine atfetme yanlılığı ve kalibrasyon yanlılığı gibi bilişsel çarpıtmalardan etkilenebilmektedir. İlüzyon etkisi, yöneticilerin şans eseri doğru tahminlerle aşırı güvenli görünmesine yol açabilmekte ancak bu durum ön bilgiyi ortadan kaldıran yapay tahmin görevleriyle önlenmektedir. Kendine atfetme yanlılığı ise, tarafsız ve anonim ölçme araçlarıyla azaltılmakta ve mesleki unvanların etkisini en aza indiren deney ortamları kullanılmaktadır. Kalibrasyon ölçümleri, stratejik yanıtlar veya soru zorluğu nedeniyle yanıltıcı olabilmektedir. Bu nedenle, güven aralığının olasılık dağılımı kütesine dayalı hassas ölçümler tercih edilmektedir (Glaser vd., 2012, ss. 407-414).

Kalibrasyon testleri, yalnızca bir bireyin genel güven seviyesini değil, aynı zamanda farklı durumlar veya sorular karşısında ne kadar emin olduğunu değerlendirme olanağı sunmaktadır (Tekin, 2015, s. 130). Ancak, yöneticilerin psikolojik yatkınlıklarını doğrudan ölçmek zordur. Çünkü üst düzey yöneticiler, psikolojik anketlere katılmada isteksiz olabilmekte, bu da yeterli örneklem sağlamayı güçleştirmektedir (Hambrick ve Mason, 1984, s. 196). Anket yöntemi, subjektif yanıtların doğruluğu ve cevaplama yanlılıkları nedeniyle de eleştirilmektedir. Yöneticiler, sosyal beklentilere uygun yanıtlar verebilmektedir. Öta yandan ölçeklerin farklı anlaşılması, sonuçların tutarlılığını etkileyebilmektedir (Glaser vd., 2012, s. 406). Yüz yüze anketler, yüksek yanıt oranı sağlamakta, ancak yoğun iş gücü, zaman ve lojistik maliyetler nedeniyle uygulaması zor olmaktadır (Vaske, 2011, s. 149).

1.5.1.6. Güven Endeksleri Yöntemi

Güven endeksleri, işletmelerin ve tüketicilerin mevcut ekonomik duruma ilişkin değerlendirmelerini ve gelecek beklentilerini ölçmek için anket verilerinden ve istatistiksel analizlerden yararlanılarak oluşturulmaktadır. Çeşitli ülkelerde, belirli kişi ve gruplara uygulanan eğilim ve beklenti anketlerine dayalı olarak farklı güven endeksleri hesaplanmakta ve düzenli aralıklarla yayımlanmaktadır (Kamışlı ve Meriç, 2024, s. 808). Literatürde, yönetimsel aşırı güvenin tüketici güven endeksi, iş anketi endeksi, reel kesim güven endeksi ve hizmet sektörü güven endeksi gibi göstergelerle ölçülmeye çalışıldığı görülmüştür (Bulut ve Er, 2018; Erdoğan ve Yalçın, 2016; Oliver, 2005; Park ve Kim, 2009; Tekin, 2019).

Oliver (2005), yönetimsel aşırı güveni 1978-2004 yılları arasında Michigan Üniversitesi'nin Tüketici Duyarlılık Endeksi üzerinden ölçmüştür. Bu endeks, ABD'de yaklaşık 500 yetişkinle yapılan telefon görüşmelerine dayanmaktadır. Hesaplama için, beş anket sorusunun her birine verilen yanıtlar (olumlu yanıtlar eksi 100, olumsuz yanıtlar artı 100) toplanmış, göreceli puanlar en yakın tam sayıya yuvarlanmış ve belirli bir formülle endeks değeri hesaplanmıştır (Oliver, 2005, s. 6). Park ve Kim (2009), yönetimsel aşırı güveni "İş Anketi Endeksi" ile değerlendirmiştir. Endekste sektörler altı grupta incelenmiş, değer 100'ün altındaysa iş döngüsünün daraldığı, 100'ün üzerindeyse yöneticinin aşırı güven eğilimi gösterdiği kabul edilmiştir (Park ve Kim, 2009, s. 118).

Erdoğan ve Yalçın (2016) ile Tekin (2019), yönetsel aşırı güveni Reel Kesim Güven Endeksi üzerinden ölçmüştür. Bu endeks, sektör temsilcilerinin üretim, sabit sermaye yatırımı, ihracat, istihdam ve genel ekonomik duruma ilişkin görüşlerini değerlendirmek için aylık ve çeyreklik anketlerle hazırlanmaktadır. Yanıtlar bir formülle endekse dönüştürülmüştür (Erdoğan ve Yalçın, 2016, s. 167; Tekin, 2019, s. 150). Bulut ve Er (2018), Hizmet Sektörü Güven Endeksi'ni kullanmıştır. Bu endeks, iş hacmi, satış fiyatları, çalışan sayısı ve sabit sermaye yatırımı gibi faktörlere dayanmaktadır. Endeks kapsamındaki sorulara alınan pozitif yanıt yüzdesinden negatif yanıt yüzdesi çıkarılmış, sonuca 100 eklenerek yayılma endeksi oluşturulmuştur. Endeks 100'den büyükse yönetici iyimser, küçükse kötümser olarak sınıflandırılmıştır (Bulut ve Er, 2018, s. 183).

Güven endeksleri, bireysel düzeyde doğrudan ölçüm yapılamayan durumlarda dolaylı bir alternatif sunmaktadır. Veri erişiminin kısıtlı olduğu koşullarda, bu endeksler araştırmalarda kullanılabilen, bu bağlamda diğer yöntemlere göre daha kolay erişilebilir olmaları önemli bir avantaj sağlamaktadır (Bulut ve Er, 2018, s. 188). Endeksler, ekonomik faaliyetleri, piyasa koşullarını ve sektörel duyarlılıkları ölçmek için tasarlanmıştır. Yatırımcıların ve işletmelerin ekonomik algılarını ve beklentilerini yansıtmaktadır. Ancak, bireysel karar alma süreçlerini doğrudan ölçmemekte ve bu nedenle, aşırı güven gibi psikolojik eğilimleri yalnızca dolaylı olarak ifade edebilmektedir. Örneğin, Michigan Tüketici Duyarlılık Endeksi, aile finansmanı ve ekonomik koşullara ilişkin nitel yanıtlarla hesaplanmakta; bireysel psikolojik eğilimlerden ziyade genel algıları yansıtmaktadır. Bu, endekslerin yönetsel aşırı güveni ölçmedeki kapasitesini sınırlamaktadır (Dominitz ve Manski, 2004, ss. 52-54; Longjie ve Anfeng, 2017, s. 109).

Bununla birlikte tüketici güveni, ekonomik güven göstergesi gibi endeksler araştırmacının varsayımlarına ve endeks değerlerine yüklediği anlamlara göre farklı şekillerde yorumlanabilmektedir. Dolayısıyla bu yöntemlerin analizlerde kullanılması, verilerin değerlendirilmesinde öznel yaklaşımların etkisini kaçınılmaz hale getirmektedir. Bu tür endekslerin kullanımında en belirleyici etkenler veri erişilebilirliği ve çalışmanın yürütüldüğü ülkenin ekonomik ve kurumsal yapısına uygunluk düzeyidir (Park ve Kim, 2009, s. 117). Ayrıca tüketici güven endekslerinde veriler, ölçüm hatalarının düzeltilmesi veya yöntem değişiklikleri nedeniyle revize edilebilmektedir. Bu durum gerçek zamanlı tahminlerin doğruluğunu ve bilgi kalitesini etkileyebilmektedir (Croushore, 2005, s. 436).

1.5.1.7. Yöneticilerin Demografik ve Kişilik Özelliklerini Dikkate Alan Yöntem

Bireylerin karar süreci psikolojik faktörlerden etkilenebilmektedir. Psikolojik faktörler, bireylerin duygusal durumları, kişilik özellikleri, risk algıları veya geçmiş deneyimleri gibi içsel etkenleri de kapsamaktadır. Bu bağlamda, bireylerin kişisel özellikleri (örneğin, dışa dönüklük, sorumluluk bilinci) ve medeni durumları, gelir seviyeleri, iş deneyimleri ve eğitim düzeyleri gibi demografik faktörler yatırım tercihleri üzerinde belirleyici bir rol oynamaktadır. Kişisel iç dinamikler, bireylerin tercihlerindeki farklılıkların temel nedenidir ve bu dinamiklerin incelenmesi, finansal

davranışların daha iyi anlaşılmasını mümkün kılmaktadır. Aşırı güven davranışının, işletmeler için olası finansal sonuçları çok yönlü etkilere sahip olabileceği için bu eğilimin psikolojik ve demografik temellerini anlamak, daha etkili yatırım stratejileri geliştirmek ve irrasyonel kararları önlemek açısından kritik bir öneme sahiptir (Tjandrasa ve Tjandraningtyas, 2018, s. 57).

Yönetimsel aşırı güven, yöneticilerin demografik ve kişilik özelliklerine dayalı olarak da ölçülebilmektedir. Geleneksel vekâlet modelleri, yöneticilerin kendi çıkarları doğrultusunda karar alabileceğini kabul ederken, bu etkilerin yöneticiler arasındaki özgün farklılıklar nedeniyle ortaya çıkacağı öngörülmemektedir (Bertrand ve Schoar, 2004, ss. 1173-1174). Bu noktada yöneticilerin bireysel farklılıklarının ve deneyimlerinin karar alma süreçlerine olan etkisini açıklamak amacıyla üst kademeler teorisi devreye girmektedir. Söz konusu teori üst düzey yöneticilerin yaş, görev süresi, eğitim, işlevsel geçmiş ve sosyoekonomik köken gibi özelliklerinin, karar alma süreçlerini ve kurumsal sonuçları nasıl şekillendirdiğini incelemektedir. Demografik göstergeler saf psikolojik ölçütlere göre bazı sınırlılıklar taşısa da, strateji ve performansın güçlü öngörücüsü olabilir. (Hambrick ve Mason, 1984, s. 196).

Gözlemlenebilir kişilik özelliklerinin aşırı güven üzerindeki etkisini araştıran çalışmalar, önemli bulgular sunmuştur. Schaefer vd. (2004), dışa dönük yöneticilerin aşırı güven eğilimi gösterme olasılığının yüksek olduğunu, deneyime açıklığın özgüvenle ilişkili olduğunu ancak aşırı güvenle bağlantılı olmadığını ortaya koymuştur. Uyumluluk ve sorumluluk, basit korelasyonlarda özgüvenle ilişkilendirilmiş, ancak kısmi korelasyonlarda bu ilişki anlamlılığını kaybetmiştir (Schaefer vd., 2004).

Demografik özelliklerin aşırı güvene etkisini inceleyen Huang ve Kisgen (2013), cinsiyet farklılıklarının yönetimsel davranışları etkilediğini ve erkek yöneticilerin kadınlara kıyasla daha sık borç ihraç etme eğiliminde olduğunu öne sürmüştür. Bhandari ve Deaves (2006, s.10), kadınların aşırı güven düzeyinin erkeklere göre daha düşük olduğunu, bilgi düzeyleri eşit olsa bile kadınların kendilerine daha az güvendiğini belirtmiştir. Eğitim, aşırı güveni artıran bir faktör olarak öne çıkarken, emekliliğe yaklaşan yöneticiler de aşırı güven riski taşıyan bir grup olarak tanımlanmıştır. Benmelech ve Frydman (2015), askeri geçmişi olan yöneticilerin daha muhafazakâr finansal politikalar izlediğini, daha az borç kullandığını ve şirket dolandırıcılığına karışma olasılığının düşük olduğunu göstermiştir (Benmelech ve Frydman, 2015, s. 34).

Yaş ve deneyim, yöneticilerin bilişsel şemalarını olgunlaştırarak belirsizlik içeren kararlarda temkinli davranmalarına yol açabilmektedir. Örneğin ileri yaştaki yöneticilerin aşırı güven düzeylerinde azalma görülebilmektedir. Genç yöneticiler ise sınırlı deneyim nedeniyle iyimser tahminlerde bulunabilmekte, bu da aşırı güveni tetikleyebilmektedir. Eğitim seviyesi ise, geniş bilgi ve problem çözme becerileri sağlayarak özgüveni artırmakta, ancak aşırı güven riskini de beraberinde getirebilmektedir (Wang vd., 2016, ss. 781-783). Cain ve Mckeen (2016), pilotluk lisansı olan yöneticilerin risk almaya yatkın olduğunu ve daha yüksek borç oranları tercih ettiğini tespit etmiştir

(Cain ve Mckeen, 2016, s. 162). Kramer (2016), finansal bilgilerine yüksek güven duyan varlıklı bireylerin finansal danışmanlık alma eğiliminin azaldığını ve bu durumun kendi kararlarını yeterli görmelerinden kaynaklandığını belirtmiştir (Kramer, 2016, s. 213).

Aşırı güven üzerinde belirleyici rol oynayan bir diğer faktör kültürel değerlerdir. Ulusal kültür, aşırı güvenin küresel dağılımını ve kurumsal davranışlar yoluyla dışavurumunu şekillendirebilmektedir (Ferris vd., 2013, s. 142). Farklı kültürler, risk tercihleri ve karar alma biçimlerinde çeşitlilik yaratmaktadır. Söz konusu çeşitlilik kültürel gelenekler ve inançlarla açıklanmaktadır (Weber ve Hsee, 1998, s. 1208; Choi, 2013, s. 104). Hofstede'nin Kültürel Boyutlar Teorisi'ne göre, bireycilik düzeyi yüksek toplumlarda kişisel başarı ve özerklik, yöneticilerin kendi yargılarına güvenini artırarak aşırı güveni tetikleyebilmektedir. Kolektivist toplumlarda ise grup uyumu ve ortak akıl, daha temkinli karar alma süreçlerini desteklemekte, aşırı güveni baskılayabilmektedir (Oktaryani ve Mannan, 2024, s. 244; Antonczyk, 2014, ss. 10-11).

Demografik özellikler ve kişilik faktörleri çerçevesinde aşırı güveni değerlendirmek, bireyler arası farklılıkların karar alma süreçlerine olan etkisini kavramaya ve daha bilinçli yönetim politikaları geliştirilmesine olanak tanıyabilmektedir. Ancak, bu ölçüm sürecinin dezavantajları da bulunmaktadır. Özellikle, değerlendirmelerin öznel algılara dayanması ve kültürel farklılıkların elde edilen sonuçları şekillendirme potansiyeli, sonuçların genelleştirilebilirliğini sınırlandırma riski taşımaktadır. Demografik göstergeler, diğer yöntemlere kıyasla daha fazla karışıklık ve belirsizlik içerebilir. Özellikle sosyoekonomik köken ya da yaş gibi değişkenler, bireyin motivasyonu, bilişsel tarzı ve risk alma eğilimi gibi içsel özellikleri doğrudan değil, yalnızca dolaylı biçimde yansıtmaktadır (Hambrick ve Mason, 1984, s. 196). Bu nedenle, demografik verilerle yapılan ölçümlerin yorumlanmasında dikkatli olunması gereklidir.

1.5.1.8. Diğer Yöntemler

Literatürde bazı araştırmacıların özgün yollarla aşırı güveni ölçtükleri tespit edilmiştir. Örneğin, yöneticiler tarafından gerçekleştirilen satın almaların sıklığı, yöneticilerin görev aldığı işletmelerin son finansal performansları, yöneticiler tarafından yapılan yukarı yönlü kazanç tahminleri yönetsel aşırı güvenin belirlenmesinde kullanılmıştır (Doukas ve Petmezas, 2007; Esgheair, 2017; Koo ve Yang, 2018; Rihab ve Lotfi, 2016; Schrand ve Zechman, 2012).

Doukas ve Petmezas (2007, s. 539), yöneticiler tarafından gerçekleştirilen anlaşmaların önceki satın alma deneyimi tarafından motive edilip edilmediğini inceledikleri çalışmada 1980-2004 yılları arasında başarılı olmuş 5334 satın alma örneği değerlendirilmiştir. Bu yöneticiler, hem yurt içinde hem de yurt dışında halka açık olmayan işletmelerin satın alımını gerçekleştirmiştir. Yöneticiler üç yıllık bir süre içinde beş veya daha fazla satın alma gerçekleştirdiklerinde aşırı özgüvenli olarak sınıflandırılmıştır. Schrand ve Zechman (2012) tarafından geliştirilen aşırı güven ölçüm yönteminde işletmenin ilgili yıldaki birleşme ve satın alma gerçekleştirme durumu, borç/özsermaye oranı,

dönüştürülebilir borç oranı ve kâr payı dağıtım oranı olmak üzere beş ölçüt sektör medyanı ile kıyaslanmaktadır. Söz konusu beş ölçütten üçünün sektör medyanından yüksek olması durumunda işletme yöneticisi aşırı güvenli olarak kabul edilmektedir. Rihab ve Lotfi (2016), çalışmalarında kullandıkları aşırı güven ölçütünde yöneticiler; girişimci veya girişimci olmayan şeklinde sınıflandırılmıştır. Bir işletmenin yöneticisi veya yönetim kurulu başkanı, belirli bir yıl içinde işletmenin ortak hisselerinin %50'sinden fazlasına sahipse, bu kişi girişimci olarak kabul edilmiştir. Aksi durumda, yani bu düzeyde bir hisse sahipliği yoksa kişi girişimci olmayan veya profesyonel yönetici olarak değerlendirilmiştir. Esghaier (2017), çalışmasında aşırı güven eğilimini, yöneticilerin altı aylık dönemdeki işletme faaliyetlerine ilişkin tahminlerine ve söz konusu faaliyetlerin sonuçlarına ilişkin yapılan kıyaslama ile ölçülmüştür. Kıyaslama sonucunda oluşan fark pozitifse, yöneticilerin aşırı güven eğilimine sahip oldukları kabul edilmiştir. Koo ve Yang (2018), çalışmalarında yönetimsel aşırı güvenin ölçülmesi amacıyla yöneticilerin geçmiş kararlarını ve sonuçlarını analiz ederek bir ölçüm geliştirmişlerdir.

1.6. Yönetimsel Aşırı Güven ve Sermaye Yapısı İlişkisi

Sermaye, işletmeye sağlanan fonların veya bu fonlarla edinilen varlıkların toplamını ifade etmektedir. Borç, imtiyazlı hisse senedi, adi hisse senedi ve dağıtılmamış kârlar, işletmelerin finansman kaynaklarını oluşturmaktadır (Brigham ve Houston, 2015, s. 464). Finansal yapı, bilançonun pasif tarafındaki kısa ve uzun vadeli yabancı kaynaklar, imtiyazlı hisse senetleri ve öz sermayeden oluşurken; sermaye yapısı, kısa vadeli yabancı kaynakların süreklilik gösteren kısmı, uzun vadeli yabancı kaynaklar, imtiyazlı hisse senetleri ve öz sermayeyi kapsamakta, kısa vadeli borçları dışarıda tutmaktadır (Moyer vd., 2012, s. 470).

Sermaye yapısı, finans teorisinin temel konularından biri olup, borç ve öz sermaye dengesinin stratejik yönetimi, işletmelerin finansal sağlığı, esnekliği ve rekabet gücü üzerinde belirleyici bir etkiye sahiptir. Bu nedenle sermaye yapısı yalnızca teknik bir detay değil, iş dünyasının genelinde dikkat çeken stratejik bir faktör olarak kabul edilmektedir (Miglo, 2016, s. 3). Günümüzde işletme yöneticilerinin vermesi gereken en önemli kararlardan biri optimal bir sermaye yapısı elde etmek için oluşturacağı finanslama politikalarıdır. İşletmeler yatırım fırsatlarını ve faaliyetlerini finanse etmek için öz sermaye ve borç olmak üzere iki temel finansman kaynağına sahiptirler. Bir işletmenin sermaye yapısında bulunması gereken borç ve öz sermaye birleşimine ilişkin kararlar ve bu kararların belirlenmesinde etkili faktörler finans teorisinin kritik konularından birini temsil etmektedir (Ercan ve Ban, 2018, s. 227). Yöneticiler, sermaye maliyetini en aza indirerek firma ve piyasa değerini maksimize eden optimal bir sermaye yapısı oluşturmayı hedeflemektedir. Optimal sermaye yapısı, işletmelerin sermaye maliyetini en aza indirmesine yardımcı olarak, işletmenin firma ve piyasa değerini en üst düzeye çıkarmaktadır (Pham ve Nguyen, 2019, s. 216).

İşletmeler için sermaye yapılarına ilişkin kararlar, finansal başarıları bağlamında oldukça kritik bir rol oynamaktadır. Yanlış bir sermaye yapısı kararı, finansal zorluklara ve sonuç olarak iflasa neden olabilir. Teorik ve deneysel çalışmalar, ideal bir sermaye yapısının varlığını ortaya koysa da finans yöneticilerinin optimal borç ve özsermaye birleşimine erişmelerine yardımcı olacak kesin bir yöntem mevcut değildir (Eriotis vd., 2007, s. 321). İşletme yöneticilerinin sermaye yapısı kararlarını alırken firma değeri maksimizasyonunu temel almaları gerekmektedir. İşletmelerde alınan sermaye yapısı kararları, işletmelerin sermaye maliyetini doğrudan etkilemektedir. Sermaye yapısı kapsamında borç öz sermaye bileşimi ve ağırlıkları ile borcun kısa ya da uzun vadeli kullanılması firma değeri üzerinde doğrudan etki yaratmaktadır. Bu bağlamda sermaye yapısı kararlarını alırken optimal sermaye yapısının oluşturulması oldukça önemlidir. Sermaye yapısına ilişkin teoriler içinde optimal bir sermaye yapısının varlığını tartışan teoriler bulunmakla birlikte, optimal sermaye yapısını etkileyen unsurları ortaya koymaya çalışan teoriler de dikkat çekmektedir (Yener ve Karakuş, 2012, s. 78).

Finans literatüründe sermaye yapısının belirlenmesine ilişkin teoriler klasik ve modern sermaye yapısı teorileri başlıkları altında incelenmektedir. İşletmelerde borç/öz kaynak bileşimini değiştirerek sermaye maliyetini, dolayısı ile firma değerine olan etkisini açıklamaya çalışan teoriler klasik sermaye yapısı teorileri olarak adlandırılmaktadır. Sermaye yapısı kararlarını etkileyen değişkenleri daha detaylı şekilde ele alan ve firma içi/çevresel dinamikleri dikkate alan yaklaşımlar ise zamanla gelişerek modern sermaye yapısı teorileri olarak literatüre kazandırılmıştır (Karadeniz, 2008, s. 15).

Klasik teoriler, firma değerinin sermaye yapısı yoluyla nasıl değişebileceğini açıklamaya odaklanmaktadır. Bu teorilerden ilki olan Net Gelir Teorisi, 1952 yılında David Durand tarafından geliştirilmiştir. Bu teori, kaldıraç arttıkça sermaye maliyetinin düşeceğini ve firma değerinin artacağını savunmaktadır. Teoriye göre borç verenler sabit faiz geliriyle daha düşük risk taşıırken, hissedarlar daha yüksek risk ve getiri beklentisiyle öz sermaye maliyetini artırmaktadır (Durand, 1952, s. 257; Ross vd., 2002, ss. 569-574). Aynı yıl önerilen Net Faaliyet Geliri Teorisi ise firma değerinin sermaye yapısından bağımsız olduğunu, nakit akışlarına bağlı olarak belirlendiğini öne sürmektedir. Bu teoriye göre, firma değeri işletmenin yatırımlardan elde ettiği nakit akışlarına bağlıdır ve sermaye yapısı kararları bu değeri değiştirmez (Agarwal, 2013, s. 128). Bu iki yaklaşım, sermaye yapısının firma değeri üzerindeki etkisine ilişkin zıt görüşleri temsil etmektedir. Klasik sermaye yapısı teorilerinden bir diğeri geleneksel teoremdir ve üç yaklaşım sunmaktadır. Yaklaşımlardan ilki, özsermaye maliyetinin sürekli arttığını, borç maliyetinin ise belirli bir kaldıraç düzeyine kadar sabit kalıp sonrasında yükseldiğini savunur. Borç maliyetinin genellikle daha düşük olması, belirli bir noktaya kadar toplam sermaye maliyetini azaltabilirken, aşırı borçlanma kredi riskini artırarak bu maliyeti yükseltir. İkinci yaklaşıma göre, borçlanma başlangıçta özsermaye maliyetini etkilemez, ancak finansal risk belirli bir eşiği geçince maliyet artar. Bu görüş, borcun sermaye maliyetini düşürme potansiyeline odaklanır. Üçüncü yaklaşım ise, firmaların belirli bir kaldıraç düzeyinde optimal sermaye yapısı oluşturarak hem maliyeti

azaltabileceğini hem de piyasa değerini artırabileceğini öne sürer, dolayısıyla tüm işletmeler için tek bir ideal yapıdan söz edilemez (Akgüç, 1994, ss. 491-496).

Klasik teoriler, genellikle sermaye piyasalarının kusursuz işlediği ve bilgi simetrisinin sağlandığı varsayımlar üzerine kurulmuştur. Ancak 1958 yılında Modigliani ve Miller, kusursuz piyasalar varsayımı altında sermaye yapısının firma değeri üzerinde etkisi olmadığını savunmuş, ancak 1963'te vergi kalkanını dahil ederek, borçlanmanın vergi avantajı sayesinde kaldırılabilir firmaların değerinin artabileceğini öne sürmüştür. Faiz ödemelerinin vergiden düşülmesi, sermaye maliyetini düşürerek firma değerini artırmaktadır (Myers, 2001, s. 81; Ehrhardt ve Brigham, 2010, s. 613). Modigliani-Miller'in çalışmaları, klasik teorilerle kıyaslandığında sermaye yapısı teorisinin temellerini yeniden tanımlamış ve modern teorilere geçişin zeminini oluşturmuştur. Ancak bu yaklaşımın, işletme içi çatışmalar ve bilgi eşitsizliği gibi gerçek hayatta sıklıkla karşılaşılan durumları göz ardı ettiği eleştirileri, yeni ve daha kapsayıcı modellerin geliştirilmesine yol açmıştır. Modern teoriler, bu çerçeveyi geliştirerek işletme içi çatışmalar ve bilgi asimetrisini dikkate almıştır (Karadeniz, 2018, s. 26).

Bu çerçevede geliştirilen temsilcilik maliyeti teorisi, Jensen ve Meckling (1976) tarafından ortaya konmuş ve işletme içi çıkar çatışmalarının sermaye yapısı üzerindeki belirleyici etkisine dikkat çekmiştir. Bu teori, işletme yöneticilerinin her zaman hissedarların çıkarına hareket etmeyebileceği varsayımına dayanmaktadır. Ortaya çıkan temsilcilik maliyetleri ise sermaye yapısı kararlarını etkileyen önemli unsurlar arasında yer almaktadır. Bu yaklaşım, Modigliani-Miller teorisinin tam rasyonel davranış ve çıkar birliği varsayımını eleştirerek daha gerçekçi bir model sunmuştur. Jensen ve Meckling (1976, s. 305-313), vekâlet ilişkisini, bir veya birden fazla kişinin (asilin), kendi adına karar alma yetkisini başka bir kişiye (vekile) devrettiği bir sözleşme biçimi olarak tanımlamaktadır. Bu ilişkide tarafların fayda maksimizasyonu güttüğü varsayımı altında, vekilin her zaman asilin çıkarları doğrultusunda hareket etmeyeceği öngörülür. Bu durum ise temsilcilik maliyetlerinin ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Söz konusu maliyetler asilin yürüttüğü izleme faaliyetleri, vekilin güvenilirliğini temin etmeye yönelik bağlama harcamaları ve vekilin kararlarının asilin refahından sapması sonucu oluşan artık kayıpların toplamı olarak tanımlanmıştır. Temsilcilik maliyetleri yalnızca yönetici-hissedar ilişkileriyle sınırlı kalmayıp, iş birliğine dayalı tüm örgütsel yapılarda ortaya çıkabilen yapısal bir sorundur.

Modern teorilerin bir diğer odak noktasını bilgi asimetrisi oluşturmaktadır. Ross geleneksel Modigliani-Miller yaklaşımının bilgi asimetrisi durumlarını göz ardı ettiğini belirterek, finansal yapının aynı zamanda bir sinyal aracı olarak işlev görebileceğini ileri sürmüştür. Çalışmada geliştirilen model, yöneticilerin işletme hakkında sahip oldukları özel bilgiyi, borçlanma düzeyleri aracılığıyla piyasaya iletebildiklerini savunmaktadır. Yüksek kaliteli işletmeler daha fazla borçlanarak güçlü yapısını sinyallerken, düşük kaliteli işletmeler bu sinyali taklit etmekten kaçınır çünkü iflas durumunda yöneticilere yönelik cezai teşvikler mevcuttur (Ross, 1977, ss. 27-31). Bu yapı, işletmelerin sermaye

yapısını yalnızca maliyet avantajlarıyla değil, aynı zamanda piyasaya bilgi iletme işleviyle de belirlediğini gösterir. Ross'un modeli, borç kullanımının firma değeri üzerinde pozitif bir sinyal etkisi yaratabileceğini ve bu etkinin piyasa değerine yansıtacağını öngörmektedir (Ross, 1977, ss. 34–36).

Devam eden süreçte Myers ve Majluf (1984), asimetrik bilgi koşulları altında işletmelerin finansman tercihlerini açıklayan bir model geliştirmiştir. Bu modele göre yöneticiler, firmanın gerçek değerine dair sahip oldukları özel bilginin, dış finansman tercihlerinde özellikle hisse senedi ihracı durumunda yatırımcılar tarafından olumsuz yorumlanabileceğini dikkate alarak, genellikle iç kaynakları kullanmayı, ardından borçlanmayı ve son çare olarak hisse senedi ihracını tercih etmektedir. Bu durum, sermaye yapısında tercih sıralamasına dayalı bir yaklaşımı ortaya koymaktadır. Model, hisse senedi ihracının piyasaya olumsuz sinyaller göndererek firma değerini düşürebileceğini, dolayısıyla işletmelerin karlı projeleri dahi finanse etmekten vazgeçebileceğini göstermektedir (Myers ve Majluf, 1984, ss. 187–188).

Modern sermaye yapısı teorilerinden bir diğeri olan dengeleme teorisi, işletmelerin sermaye yapısını belirlerken borçlanmanın sağladığı faiz gideri kaynaklı vergi avantajları ile artan borç seviyesinin beraberinde getirdiği finansal sıkıntı riskleri ve bu risklerin doğurduğu maliyetler arasında bir denge kurma eğiliminde olduklarını ileri sürmektedir. Temeli Modigliani ve Miller'ın (1963) çalışmasına dayanan yaklaşıma göre, işletmeler borçlanma yoluyla elde ettikleri vergi tasarruflarını maksimize etmeye çalışırken, aynı zamanda iflas, yeniden yapılandırma ve operasyonel zorluklar gibi finansal sorunların potansiyel maliyetlerini de dikkate alarak optimal bir borç düzeyine ulaşmayı hedeflemektedir. Söz konusu denge, borçlanmanın marjinal vergi avantajı ile marjinal finansal sıkıntı maliyetinin eşitlendiği noktada sağlanmaktadır (Myers, 2003, s. 221-232).

Sermaye yapısı teorilerinin yanı sıra, kararlarının belirlenmesinde etkili olan unsurlar da literatüre sıkça konu olmuştur. Sermaye yapısı, işletmeye özgü faktörler (büyüklük, karlılık, büyüme fırsatları, varlık yapısı) ve makroekonomik değişkenler (faiz, enflasyon, vergi oranları) tarafından şekillenmektedir (Akgüç, 1994; Frank ve Goyal, 2003; Kandır vd., 2007).

İşletmeye özgü faktörleri sermaye yapısı teorileri ile ilişkilendirmek mümkündür. Finansal hiyerarşi teorisi, büyük işletmelerin bilgi asimetrisi sorunlarının az olması nedeniyle öz sermaye ihracında avantajlı olduğunu, ancak büyüklükle borçlanma arasında pozitif bir ilişki olabileceğini savunmaktadır (Frank ve Goyal, 2008, s. 174; Myers, 1984). Dengeleme teorisi, büyük işletmelerin çeşitlendirilmiş yapıları nedeniyle finansal sıkıntılara dirençli olduğunu ve borç kullanımını tercih edebileceğini belirtmektedir (Adair ve Adaskao, 2015, s. 4). Temsilcilik maliyeti teorisi, borçlanmanın yöneticileri disipline ederek serbest nakit akışı sorunlarını azalttığını savunmaktadır (Karadeniz, 2008, s. 41). İşaret etkisi teorisi, kârlı ve büyük firmaların borçlanmayla olumlu sinyaller gönderebileceğini öne sürmektedir (Maças ve Serrasqueiro, 2007, s. 551; Ross, 1977, s. 23). Karlılık, hiyerarşi teorisinde borçlanmayla ters, dengeleme teorisinde ise pozitif ilişkilidir (Serrasqueiro ve Caetano, 2014, s. 450;

Smith ve Stulz, 1985, s. 398). Büyüme fırsatları yüksek işletmeler, serbest nakit akışı sorunlarını azaltmak için daha az borçlanabilmekte, ancak hiyerarşi teorisi, sınırlı iç kaynakları olan firmaların borçlanmaya yönelebileceğini belirtmektedir (Frank ve Goyal, 2008, s. 174; Gracia ve Sogorb, 2008, s. 122).

İşletmeye özgü belirleyicilerin ve makroekonomik etkenlerin dışında, sermaye yapısına dair kararların alınmasında rol oynayabilecek başka faktörler de mevcuttur. Özellikle son yıllarda, pek çok finansal tutarsızlığın rasyonel olmayan davranışlardan doğabileceği fikri kabul görmektedir. İrrasyonel seçimlerin nedenini inceleyen araştırmalar bu durumu davranışsal bir önyargı olan yönetimsel aşırı güven ile ilişkilendirmektedir (Boutzias, 2018, s. 2). Yöneticilerin kişisel özellikleri ve önyargıları, finansman ve yatırım kararlarında farklılıklara yol açmaktadır (Abdeldayem ve Sedeek, 2018, s. 926). Yönetimsel aşırı güven, sermaye yapısı kararlarında farklı yönlerde etkiler yaratabilmektedir. Aşırı güvenli yöneticiler, işletmenin finansal durumunu iyimser algılayarak iflas riskini düşük görmekte ve daha yüksek borç seviyelerini tercih edebilmektedir (Hackbarth, 2008, s. 847; Esghaier, 2017, s. 610; Oliver, 2005, s. 16).

Öte yandan bu eğilim, kısa vadeli borçlanmayı artırabilmektedir. Yönetimsel aşırı güven ile kısa vadeli borçlanma arasındaki ilişkiyi açıklamaya yönelik çeşitli alternatif etmenler literatürde tartışılmaktadır. Yöneticilerin, işletmenin gelecekteki performansına dair sahip oldukları özel bilgiler doğrultusunda piyasaya olumlu sinyaller vermek amacıyla kısa vadeli borçlanmaya yönelebilecekleri öne sürülmektedir. Bunun yanında, risk toleransı yüksek olan yöneticilerin, kısa vadeli borcun getirdiği riskleri daha kolay göze alarak bu tür finansman yöntemlerini tercih etme eğiliminde olabilecekleri ifade edilmektedir. Ayrıca, geçmişte yüksek performans gösteren işletme yöneticileri, başarılarına dayanarak eksik yatırım sorununu aşmak için kısa vadeli borç kullanımını artırabilmektedir. Ek olarak, kişisel vergi yükümlülüklerini ertelemek amacıyla opsiyon kullanımını geciktiren yöneticilerin bu kararlarının kısa vadeli borçlanma tercihlerine dolaylı etkilerde bulunabileceği değerlendirilmektedir (Huang vd., 2016, ss. 101-104; Dao, 2019; Pham ve Nguyen, 2019; Yao, 2019). Ancak bazı aşırı güvenli yöneticiler borç muhafazakârlığı sergileyerek, işletmelerinin güçlü konumuna ve kendi öngörülerine duydukları güvenle, faiz giderlerinin vergiden düşülebilmesi gibi fırsatları göz ardı ederek işletmenin iç kaynaklarla büyüyebileceğine inanmakta ve dış finansmanı sınırlamaktadır (Malmendier vd., 2011, s. 1694). Bu önyargılar, yetersiz yatırım (kârlı projelerden kaçınma) veya aşırı yatırım (zararlı projelere yönelme) risklerini doğurmakta, kaynakların verimsiz kullanımına ve finansal istikrarsızlığa yol açabilmektedir (Heaton, 2002, s. 43).

Yapılan çalışmalarda aşırı özgüven sahibi yöneticilerin görev yaptığı işletmelerde, düşük iskonto oranlarıyla nakit akışı analiz edildiği, daha az temettü dağıtıldığı, yatırım düzeyinin yükseldiği gözlemlenmiştir (Ben-David vd., 2007). Ayrıca bu yöneticilerin daha az nakit tutma eğiliminde oldukları, kadın yöneticilerin ise erkeklere kıyasla daha az aşırı güven gösterdiği belirlenmiştir (Vieru, 2015). Aşırı güvenli yöneticiler, nakit akışlarındaki dalgalanmaları küçümseyerek iflas riskini göz ardı

edebilmekte ve bu durum, yüksek borç kullanımına yol açabilmektedir. Ayrıca, yönetsel aşırı güven kısa vadeli borç tercihlerini artırırken, düşük nakit akışına rağmen yüksek büyüme potansiyeli olan işletmelerin uzun vadeli borcu tercih ettiği görülmektedir (Huang vd., 2016; Seo vd., 2017). Aşırı güvenli yöneticiler ise sırasıyla iç kaynakları, borcu ve son aşamada öz sermayeyi kullanmakta, bu tercih rasyonel yöneticilere kıyasla daha yüksek kaldıraç oranlarına neden olabilmektedir (Tekin, 2014; Malmendier vd., 2011).

Bireylerin rasyonel olduğu ve ortak öngörüler sahip taşıdıkları modellere dayanan klasik ekonominin aksine, davranışsal finans literatürü bireylerin ileride yaşanacak olumlu gelişmelerin meydana gelme ihtimalini gerçekte olduğundan daha fazla değerlendirdiklerini ve ileride meydana gelecek gelişmelere ilişkin gerçekte ellerinde olanlardan daha net bilgilere erişimleri olduğunu savunmaktadır. Yönetim kadrosundaki liderlerin söz konusu karakteristik özellikleri taşıma ihtimali özellikle fazladır. Bu bağlamda yöneticilik niteliklerinin işletmeye ilişkin etkilerini ve aynı doğrultuda hissedar çıkarlarına olan yansımaları kavramak önem arz etmektedir (Hackbarth, 2008, s. 844).

1.7. Yönetimsel Aşırı Güven ve Firma Değeri İlişkisi

Değer kavramı “bir varlığın sağladığı toplam fayda, kullanım değeri, varlığın karşılığında alınabilecek tutar” olarak tanımlanmaktadır (Ercan vd., 2003, s. 1). Ekonomik açıdan değer, bir mal veya hizmetin alıcı ve satıcı tarafından üzerinde uzlaşılabilir potansiyel fiyatı temsil eden bir kriter olarak ifade edilmektedir. Bu bağlamda değerlendirme, herhangi bir varlığın ekonomik açıdan ne kadar değerli olduğunu ortaya koymaya yönelik parasal hesaplama veya tahmin sürecidir. Örneğin, bir işletmenin sahip olduğu tüm varlıkların (gayrimenkuller, ekipmanlar, stoklar gibi) toplam değerinin belirlenmesi bu sürecin bir parçasıdır. Değerleme faaliyetleri, ekonomik kararlar almak, yatırımlar planlamak ya da varlıkların satışını yapmak gibi çeşitli durumlar için önemli bir referans noktası oluşturur (Chambers, 2005, ss. 5-6). Bu nedenle, değerlendirme hem finansal hem de stratejik analizler için kritik bir işlemdir.

1950’li yıllara kadar işletme çıkarlarına yönelik hedefler, hissedar çıkarlarına yönelik hedefler ve ideolojik hedefler işletmelerin temel başarı hedefleri olarak kabul görmekteydi. Söz konusu hedefler işletme karını maksimize etme amacına hizmet etmekteydi. Ancak bu amaç, kar kavramının tek başına taşıdığı belirsizlik ve kavramın temelde paranın zaman değerini dikkate almaması nedenleriyle bilim insanlarının eleştirilerine maruz kalarak günümüzde değer maksimizasyonuna evrilmiş, bu bağlamda da işletmeler için değer kavramı önem kazanmıştır (Önal ve Karadeniz, 2004, s. 140). İşletmelerde değer kavramının anlam kazanmasıyla birlikte değere dayalı yönetim anlayışı ortaya çıkmıştır. Değere dayalı yönetim anlayışı, işletmelerde verilen kararlarda ve tüm gerçekleştirilen faaliyetler sırasında firma değerinin artırılmasına yönelik çabalar bütünü olarak tanımlanmaktadır (Ercan ve Ban, 2018, s. 334).

Firma değerini belirlemeye yönelik yaklaşımların varsayımsal farklılıklar içermesi, konunun finans literatüründe yoğun şekilde ele alınmasına zemin hazırlamıştır. Ayrıca yöntemlerin birbirine

kıyasla üstün ya da zayıf yönlerinin bulunması, firma değerinin belirlenmesinde değerin ne sebeple ve kim tarafından hesaplanacağı gibi faktörlerin göz önünde bulundurulmasını gerekli kılmaktadır. Firma değerinin belirlenmesinde bu faktörler dikkate alınarak uygun bir değerlendirme yöntemi kullanılması doğru sonuçlara ulaşılması açısından önem arz etmektedir (Sayılğan, 2019, s. 427). Firma değerinin belirlenmesinde ana kalemler işletmelerin varlıkları ve faaliyetleridir. Bununla beraber işletme yaşı ve büyüklüğü, organizasyon şekli, karlılık durumu, nakit akışı, sermaye maliyeti, kâr payı ödemeleri ve büyüme fırsatları gibi işletmeye özgü unsurların yanında enflasyon oranı, faaliyet gösterilen sektör, istihdam oranı, ödemeler dengesi, faiz oranları, döviz kurları ve gayrisafi milli hâsıla gibi makroekonomik unsurların firma değerine etki ettiği kabul edilmektedir. Söz konusu unsurları birlikte ya da ayrı şekilde ele alan farklı yaklaşımlar bulunmaktadır (Aksöyek ve Yalçiner, 2019, s. 346). Firma değeri işletmelerin kuruluş ve yatırım aşamalarıyla birlikte şekil alan, sunulan ürün ya da hizmetin kalitesi, müşteri memnuniyeti ve paydaş ilişkileri, ekonomi ve sektörün genel seyri ile doğrudan ilişki bir kavramdır (Düzer, 2008, s. 26). Bununla birlikte firma değeri, işletmenin gelecekte elde edeceği nakit akışı ve söz konusu nakit akışına erişilebilirliğin risk seviyesi ile de ilişkilidir. Firma değerinin hesaplanmasında kullanılan en temel formül aşağıdaki eşitlikte yer almaktadır (Köse, 2003'ten aktaran Önal vd., 2005, s. 371).

$$\text{Firma Değeri} = \sum_{t=1}^n \frac{(\text{FSNA})_t}{(1 + \text{AOSM})^t} + \frac{(\text{FSNA})_{t+1}}{\text{AOSM} - g} \cdot \frac{1}{(1 + \text{AOSM})^t} \quad (4)$$

t: Nakit akışlarının süresi,

g: Öngörülen dönem sonrasındaki nakit akışlarının büyüme oranı,

(FSNA)_t: Gelecekteki t süredeki firmaya serbest nakit akışı

AOSM: Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti

Eşitlikte yer alan AOSM, işletmenin faaliyetlerini finanse etmek için kullandığı farklı fon kaynaklarının, vergiden sonra oluşan maliyetlerinin, bu kaynakların sermayedeki oranlarıyla çarpılarak elde edilen toplamını ifade eder ve aşağıdaki şekilde hesaplanır (Akgüç, 1994, s. 478):

$$\text{AOSM} = W_d i_d + W_i i_i + W_b i_b + W_p i_p + W_r i_r + W_e i_e \quad (5)$$

Eşitlikte;

AOSM = Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini

W= Her bir finansal kaynağın toplam içinde yüzde olarak payını

i_d=Banka kredilerinin maliyeti

$\dot{I}_i$ =Kendiliğinden oluşan finansal kaynakların maliyeti

$\dot{I}_b$ =Tahvil çıkarılması yoluyla sağlanan finansal kaynakların maliyeti

$\dot{I}_p$ =İmtiyazlı hisse senedi çıkarılması yoluyla sağlanan finansal kaynakların maliyeti

$\dot{I}_r$ =Dağıtılmamış karların maliyeti

$\dot{I}_e$ =Adi hisse senedi çıkarılması yoluyla sağlanan finansal kaynakların maliyetini ifade etmektedir.

FSNA, tüm faaliyet giderlerinin karşılanması yanı sıra gerekli işletme sermayesi ile maddi ve maddi olmayan duran varlık yatırımları yapıldıktan sonra, işletmeye sermaye sağlayan tüm paydaşlara kalan nakit akışını ifade etmektedir ve aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır (Gülbüz ve Ergincan, 2004, s. 149):

$$FSNA = FVÖK (1 - t) + \text{Amortisman} - \text{Sermaye Harcamaları} - \text{Net İşletme Sermayesindeki Değişim} \quad (6)$$

Burada:

FVÖK: Faiz ve Vergi Öncesi Kâr

t: Vergi oranını ifade etmektedir.

Firma değeri öngörülen dönemdeki nakit akışlarının bugünkü değeri ve öngörülen dönemden sonraki nakit akışlarının bugünkü değeri olmak üzere iki dönemden oluşmaktadır. Bu bağlamda firma değeri, gelecekte sağlanacak nakit akışı ile bu nakit akışının elde edilmesindeki risk derecesine göre değişiklik göstermektedir. Yöneticiler tarafından verilen sermaye yapısı kararları, yatırım kararları, işletmenin likidite durumu, işletmeye özgü büyüklük, faaliyet gösterilen sektör, kullanılan teknoloji gibi faktörler işletme faaliyetlerinin maliyetlerini, nakit akışlarını ve risk seviyelerini etkilemektedir. Bunların sonucunda oluşan nakit akışı ve risk düzeyi ise firmanın değerini belirlemektedir. Sonuçta işletme yöneticilerinin tüm bu süreçlerde alacakları kararlar firma değerini etkilemektedir. İşletmelerin temel amacının hissedar değerini maksimize etmek olduğu göz önünde bulundurulduğunda, yöneticilerin finansal politika ve kararları oldukça önem arz etmektedir (Önal ve Karadeniz, 2004, s. 141). Alınan yanlış kararlar kısa ya da uzun vadede firma değerini olumsuz etkileyerek rekabet avantajını kaybetmesine neden olabilmektedir (Can, 2019, s. 166).

Konuyla ilgili yapılan çalışmalar aşırı güvenin firma değeri üzerindeki etkisinin belirsizlik taşıdığına işaret etmektedir. Bireylerin aldıkları kararlara yön veren önyargılardan biri olan aşırı özgüvene sahip yöneticiler yatırım kararları söz konusu olduğunda daha az muhafazakâr oldukları için işletme tarafından gerçekleştirilmesi planlanan riskli ve bu bağlamda değerli projelere daha sık yönelim gösterebilmektedirler (Gervais vd., 2011, s. 1736). Bununla birlikte aşırı özgüvene sahip yöneticilerin görev aldığı işletmelerde yöneticilerin yüksek riske olan yatınlığı bağlamında borç finansmanını kullanması, işletme riskini yükselterek firma değerini olumsuz etkileyebilmektedir. Finansman kararlarında özkaynak kullanımını tercih etmemek ve yerine aşırı borç finansmanı tercih etmek finansal

esnekliğin sınırlanmasına neden olabilmektedir. Öte yandan aynı durum düşük yatırım seviyelerine de sebebiyet verebilmektedir. Her iki durum da firma değerinin azalmasına yol açabilmektedir. Bunun yanı sıra yönetsel aşırı güveni yüksek yöneticiler ile işletme hissedarları arasında yaşanan temsilcilik maliyeti firma değeri üzerinde etkili olabilmektedir (Chen vd., 2020, s. 2). Yönetsel aşırı özgüvene sahip yöneticiler, yatırım fırsatlarını değerlendirirken risk seviyesini olması gerekenden daha düşük değerlendirebilmektedir. Dolayısıyla gelecekteki beklenen nakit akışlarını değerlemek için daha düşük iskonto oranlarını dahil ederek optimal seviyeden daha fazla yatırım yapmaktadırlar. Bu durum aşırı özgüvene sahip yöneticilerin firma değerini olumsuz etkileyebilecek finansman ve yatırım kararları alma olasılıklarının yüksek olduğunu göstermektedir (Ben-David vd., 2007, s. 20). Bununla birlikte aşırı güvenin yöneticiler üzerinde riskten kaçınma etkisini azalttığı ve bu bağlamda girişimciliği teşvik ederek yatırım yapmayı desteklediği görülmektedir. Yöneticiler kabul edilebilir tehditler oluştuğunda, paydaşlarını ikna ederek firma değerini artıran faaliyetler gerçekleştirebilmektedir (Malmendier ve Tate, 2008, s. 21). Yönetsel aşırı güvenin girişimcilik üzerindeki olumlu etkisi bağlamında aşırı güvenli yöneticilerin yatırım projelerini diğer yöneticilere kıyasla daha sık kabul ettikleri ve net bugünkü değerleri pozitif olan projelerin işletme değerini artırdığı görülmektedir (Goel ve Thakor, 2000, s. 28).

Yönetsel aşırı güven eğiliminin firma değeri üzerine etkisinin ele alındığı çalışmalar incelendiğinde, firma değerinin sıklıkla Tobin's Q oranı ile ölçüldüğü gözlemlenmiştir (Basuki, 2020; Can, 2019; Dashtbayaz ve Mohammadi, 2016; Gao ve Han, 2020; Kang vd., 2018; Kunjal vd., 2021; Tang vd., 2020). Tobin's Q, 1969 yılında James Tobin tarafından ortaya atılan bir performans ölçütü olarak tanımlanmaktadır. Söz konusu oran yönetsel performansın belirlenmesi, kar dağıtım kararlarının hisse senedi değeri üzerindeki etkisinin belirlenmesi ve performans ile sahiplik yapısı arasındaki ilişkinin incelenmesi gibi alanlarda kullanılmaktadır. Oranın 1'den yüksek olması, işletme varlıklarının etkin alternatiflerde kullanıldığına ve işletmenin büyümeye elverişli olduğuna işaret etmektedir. Aksi durum yatırımın getirisinin sermaye maliyeti altında kalacağını göstermektedir. Oranın 1'e eşit olduğu durumda ise yatırımın getirisi sermaye maliyetine eşit olmaktadır (Canbaş vd., 2005, s. 25).

Firma değerinin Tobin's Q oranı ile ölçüldüğü çalışmalar incelendiğinde genellikle yönetsel aşırı güvenin risk alma eğilimini artırdığı ve bu bağlamda yöneticilerin daha sık yatırım gerçekleştirdikleri, özellikle firma değerini yükseltecek projeleri kabul ettikleri gözlemlenmiştir (Bharati vd., 2016; Chen ve Lin, 2012; Cho vd., 2020). Yönetici aşırı güveninin restoran işletmelerinin finansal performansı üzerindeki etkisini inceleyen bir çalışmada, aşırı güvene sahip yöneticilerin yatırım kararlarında daha riskli davranışlar sergiledikleri ve bu durumun işletmenin uzun vadeli performansını olumsuz etkilediği belirlenmiştir (Kim ve Jang, 2020). Özellikle küresel finansal kriz dönemlerinde, kendine aşırı güvenen yöneticiler tarafından yönetilen işletmeler için firma değerinin diğer yöneticiler tarafından yönetilen işletmelere kıyasla daha yüksek olduğu görülmüştür (Kang vd., 2018 Reyes, 2020). Ayrıca, kendine aşırı güvenen yöneticilerin daha sık değer artırıcı birleşme ve satın almalar

gerçekleştirdikleri tespit edilmiştir (Tang vd., 2020). Ayrıca aşırı güven eğilimi gösteren yöneticilerin araştırma geliştirme alanına daha fazla yatırım yaptıkları ve böylece pazarda daha yüksek pay elde ederek firma değerini artırdıkları saptanmıştır (Hirshleifer vd., 2012). Bununla birlikte bazı çalışmalar rasyonel olmayan yöneticilerin işletmelerin borç seviyesini optimal seviyenin üzerine çıkaran ve yüksek maliyetlerle sonuçlanan kararlar verdiklerini ve firma değeri üzerinde olumsuz etkilere neden olduklarını göstermektedir (Can, 2019).

Aşırı güvenin firma değeri üzerindeki etkileri sektöre veya ekonomik koşullara göre değişebilmektedir. Reyes vd. (2020) çalışması, yöneticilerin aşırı özgüveninin firma performansı üzerindeki etkilerini, farklı sektörlerde ve ekonomik döngünün farklı aşamalarında incelemiştir. Genişleme dönemlerinde, aşırı özgüvenli yöneticilere sahip işletmeler büyüme fırsatlarından yararlanarak cesur kararlar aldığını belirlemiştir. Özellikle rekabetin yüksek olduğu ve yenilikçiliğin önemli olduğu sektörlerde bu etkilerin daha belirgin olduğu saptanmıştır. Çalışmada aşırı özgüvenin, yenilik ve hızlı kararların önemli olduğu sektörlerde genişleme dönemlerinde firma performansını olumlu etkilerken, resesyon dönemlerinde düşük borç toleransı ve karmaşık operasyonlara sahip sektörlerde daha büyük riskler oluşturduğu ifade edilmiştir.

Kang vd. (2018) çalışmasına göre, yönetsel aşırı güven farklı ekonomik dönemlerde firma değeri ve performansı üzerinde farklı etkiler yaratabilmektedir. Bulgular, finansal kriz gibi yüksek belirsizlik içeren dönemlerde, aşırı güvenli yöneticilerin risk almaktan kaçınmadığını ve pozitif net bugünkü değere sahip projelere yatırım yaparak yetersiz yatırım sorununu hafiflettiklerini, böylece firma değerini artırdıklarını ortaya koymaktadır. Bu doğrultuda, kriz dönemlerinde aşırı güven, hissedarlar açısından faydalı bir yönetsel özellik olarak değerlendirilebilir. Ancak ekonomik büyüme dönemlerinde, aşırı güvenli yöneticilerin gereksiz riskler alması veya aşırı yatırım yapması, firma değeri üzerinde olumsuz sonuçlar doğurabilir. Dolayısıyla, aşırı güvenin etkisi içinde bulunan ekonomik koşullara ve firmanın risk yapısına bağlı olarak olumlu ya da olumsuz yönde değişebilmektedir.

Kriz dönemlerinde aşırı güvenin bankalar üzerindeki etkisini ele alan bir diğer çalışma, yöneticilerin risk algısının kurumsal istikrar açısından belirleyici bir unsur olduğunu vurgulamaktadır. Ho vd. (2016) çalışmasına göre ise, finansal kriz dönemlerinde yönetsel aşırı güven, bankaların yüksek riskli kararlar almasına zemin hazırlayarak kurumsal kırılganlığı artırmaktadır. Aşırı güvenli yöneticiler, ekonomik yükseliş dönemlerinde kredi verme standartlarını gevşetip kaldıraç oranlarını artırarak hissedarlar açısından kısa vadede kârlı görünen risklere yönelmektedir. Ancak bu tercihler, kriz dönemlerinde ciddi sermaye kayıpları ve temerrüt artışlarıyla sonuçlanmaktadır. Bu durum ilgili bankaların net varlıklarının azalmasına, mevduat çıkışlarına ve zorunlu varlık satışlarına neden olarak finansal istikrarsızlığı derinleştirmektedir. Sonuçlar, aşırı güvenin uzun vadede hem kurumun sürdürülebilirliğini hem de yöneticilerin kariyerlerini olumsuz etkileyebileceğini ortaya koymaktadır.

Cho vd. (2020) çalışmasında ise aşırı güvenli yöneticilerin rekabet baskısı altında firma değerini artırıp artırmadığını araştırılmıştır. Çalışma sonucunda aşırı özgüven eğilimindeki yöneticilerin özellikle rekabetçi sektörlerde yatırımlarla firma değerini artırdığı tespit etmiştir. Bu iki çalışmada, aşırı güvenin özellikle yenilikçi ve rekabetçi sektörlerde firma değerini artırıcı bir unsur olarak öne çıktığı görülmektedir. Yönetici aşırı özgüveninin işletmelerin inovasyon çıktıları üzerindeki etkisini inceleyen bir diğer çalışmada rekabetin yoğun olduğu sektörlerde aşırı özgüvenli yöneticilerin daha fazla inovasyon sağladığı belirlenmiştir. Aşırı özgüvenli yöneticiler, AR-GE harcamalarını artırmanın yanı sıra inovasyon stratejilerinde yön değişiklikleri yaparak daha yüksek araştırma verimliliği sağlamaktadır. Özellikle daha fazla özerkliğe sahip yöneticilerin inovasyon üzerindeki etkisinin daha belirgin olduğu belirlenmiştir (Galasso ve Simcoe, 2011, s. 1483).

İşletmeler, gelirleriyle karşılayamayacakları kadar borçlandığında finansal riskleri artmaktadır. Bu durum, günlük faaliyetlerin devam ettirilmesini zorlaştırarak piyasa içindeki rekabet gücünü olumsuz etkileyebilmektedir. Aşırı özgüvenli yöneticiler, potansiyel riskleri yeterince değerlendiremedikleri için yanlış satın alma kararları alabilmekte ve bu durum firma değerinin düşmesine neden olabilmektedir. Ayrıca, kriz öncesi dönemde kredi standartlarını gevşeterek yüksek kaldıraç oranlarıyla riskli hamleler yapmaları olasıdır. Bu, kredi temerrüt oranlarının artmasına yol açarak işletmeyi mali açıdan zor bir duruma sokabilmektedir. Sonuç olarak, aşırı özgüvenli yöneticiler gelecekteki olasılıkları iyimser bir şekilde değerlendirirken riskleri hafife alır ve bu davranışlar uzun vadede işletmenin mali istikrarını tehdit eden zararlı sonuçlar doğurabilmektedir (Meikle vd., 2016, s. 8).

Öte yandan, yanlış proje seçimleri veya verimsiz yatırımlar, işletme kaynaklarının israf edilmesine ve beklenen getirilerin elde edilememesine neden olabilmektedir. Sonuç olarak, bu durumlar işletmenin büyüme potansiyelini ve rekabetçi konumunu zayıflatabilmektedir. Roll (1986) çalışmasında birleşme ve devralma süreçlerinde yöneticilerin aşırı özgüveninin sonuçlarını incelenmiş ve aşırı güven, yöneticilerin piyasa değerinin üzerinde teklif vermesiyle ölçülmüştür. Sonuçlar, aşırı güvenli yöneticilerin birleşme ve devralmalarda fazla ödeme yaparak firma değerini düşürdüğünü göstermiştir. Benzer şekilde birleşme ve devralma kararlarında aşırı güvenin piyasa değeri ile ilişkisini ele alan Dhir ve Mital (2012) çalışmasında ise teorik bir model kullanılmış ve aşırı güvenli yöneticilerin yüksek primli birleşme ve devralmalara yol açarak firma değerini düşürdüğü belirtilmiştir. Yıkılmaz (2022), aşırı güvenin firma değeri üzerindeki etkisini incelemiş ve yatırım harcamalarına dayalı aşırı güvenin negatif, ancak satış ve varlık büyümesine dayalı aşırı güvenin anlamlı bir etkisinin olmadığını bulmuştur. Malmendier ve Tate (2008) çalışmasında aşırı güvenli yöneticilerin daha fazla kurumsal birleşme gerçekleştirdiği, ancak bu birleşmelerin firma değeri üzerinde genellikle olumsuz sonuçlar doğurduğu ortaya konmuştur.

2. LİTERATÜR

Yönetimsel aşırı güven eğilimi, davranışsal finans literatüründe sıkça yer verilen davranışsal önyargılardan biridir. Bu bölümde yönetimsel aşırı güvenin sermaye yapısı ve firma değeri üzerindeki etkisi bağlamında literatürde gerçekleştirilen araştırmalara yer verilmektedir. Literatür taraması bağlamında öncelikle Scimago Journal & Country Rank üzerinden dergi sıralaması yapılmıştır. Konu alanı Business, Management ve Accounting olarak seçilmiştir. Sıralanan ilk otuz dergi içinde “managerial overconfidence”, “CEO overconfidence” ve “CFO overconfidence” ile “managerial overconfidence and capital structure” ve “managerial overconfidence and firm value” başlıklarıyla tarama yapılmıştır. Tarama içinden konu ile doğrudan ilişkili gerçekleştirilen on iki çalışmaya erişilebilmiştir. Ayrıca Social Sciences Citation Index (SSCI) endeksinde yer alan finans ve turizm dergilerinde yayımlanan konu ile ilgili makaleler incelenmeye çalışılmıştır. SSCI endeksi kapsamında 3.550 adet dergi içinde “Hospitality, Leisure, Sport & Tourism” kategorileri ile “Accounting & Finance” ve “Business Finance” kategorileri altında tarama gerçekleştirilmiştir. Taramada sonucunda erişim sağlanabilen 70 dergi içinde “overconfidence, managerial overconfidence, CEO overconfidence” ile “managerial overconfidence and capital structure” ve “managerial overconfidence and firm value” başlıkları altında bir alt tarama gerçekleştirilmiştir. Makaleler incelendiğinde yönetimsel aşırı güveni kavramsal bağlamda inceleyen ya da değişkenlerinden biri olarak kabul eden 95 makale olduğu saptanmıştır. Bu çalışmaların yanı sıra, SSCI endeksinde yer almayan ancak başka uluslararası akademik endekslerde (Science Citation Index (SCI), Emerging Sources Citation Index (ESCI), SCOPUS, Economic Literature (ECONLIT), INDEX COPENUS, Tr Dizin) yayımlanan makaleler değerlendirmeye dâhil edilmiştir. Ayrıca ilgili endekslerde yer almasa da, belirli dergilerde yayımlanarak yüksek sayıda atıf almış makaleler de değerlendirme kapsamına alınmıştır. Ek olarak turizm sektöründe faaliyet gösteren işletmeler bağlamında gerçekleştirilen çalışmaların incelenmesi adına “managerial overconfidence in tourism sector”, “turizm sektöründe yönetimsel aşırı güven”, “managerial overconfidence and capital structure” ve “managerial overconfidence and firm value” başlıkları altında tarama gerçekleştirilmiştir. Yine konuyla ilgili yazılan yüksek lisans ve doktora tezleri YÖK Tez Tarama sayfasından incelenmiştir. Tezlerin taraması “yönetimsel aşırı güven”, “aşırı güven” ve “davranışsal önyargılar” başlıkları altında yapılmıştır. Türkiye’de “yönetimsel aşırı güven” başlığı altında sunulan bir teze erişilememiştir. Bununla birlikte 2009-2025 yıl aralığında “aşırı güven” ile “aşırı özgüven” başlıkları altında on altı adet yüksek lisans, altı adet doktora tezi hazırlandığı gözlemlenmiştir. Söz konusu yıl aralığından önce bu başlıklarla ilgili bir tezin bulunmadığı belirlenmiştir. Tezlerden erişim kısıtı bulunmayanlar tarafımızca incelenmiştir.

Bu bağlamda iki doktora tezi ve dört yüksek lisans tezinin aşırı güveni yöneticiler açısından ele aldığı belirlenmiş ve söz konusu tezler literatürde ele alınmıştır. Tezlerden geri kalanı, aşırı güven kavramını yatırımcılar ya da diğer gruplar bağlamında ele aldığı için literatür taramasında bu çalışmalara yer verilmemiştir. Bununla birlikte Türkiye’de 2014-2025 yılları arasında “davranışsal önyargılar”

başlığı altında sunulan altı yüksek lisans tezi ve üç doktora tezi olduğu tespit edilmiştir. Söz konusu tezler incelenmiş ve iki tez dışında aşırı güvenin farklı gruplar ve yatırımcılar açısından ele aldığı saptanmış ve onlara literatür taramasında yer verilmemiştir. Sonuç olarak yönetsel aşırı güven ve sermaye yapısı kararları ilişkisi bağlamında 65 araştırma ile yönetsel aşırı güven ve firma değeri ilişkisi bağlamında 35 araştırma ilgili başlıklar altında tartışılmaya çalışılmıştır. Aşağıda konu ile ilgili erişilen tez ve makale çalışmaları yönetsel aşırı güvenin sermaye yapısı ve firma değerine etkisi bağlamında sınıflandırılmış bir şekilde sunulmuştur.

2.1. Yönetsel Aşırı Güvenin Sermaye Yapısı Kararları Üzerine Etkisini Belirlemeye Yönelik Gerçekleştirilen Araştırmalar

Yönetsel aşırı güvenin sermaye yapısı kararları üzerine etkisine yönelik yapılan araştırmalar aşırı güven eğiliminin yöneticilerin finansal kaynak tercihi kararlarında önemli bir rol üstlendiğini göstermektedir. Sermaye yapısı kararları işletmenin uzun vadeli finansal sağlığını, risk seviyesini ve büyüme potansiyelini doğrudan etkilemektedir. Bu bağlamda yönetici kararları işletmelerin finansal istikrarı için kritik bir öneme sahiptir. Bu bölümde, yönetsel aşırı güvenin sermaye yapısı kararlarına olan etkisine ilişkin literatür incelenirken aşırı güven ölçüm yöntemleri de dikkate alınmıştır. Bu durumun çalışmanın kapsamını ve sonuçlarını daha iyi değerlendirmek, ayrıca önceki araştırmalardaki bulgular arasındaki tutarsızlıkların veya benzerliklerin nedenlerini analiz etmek açısından kritik olduğu düşünülmektedir. Bu bağlamda tarafımızca erişilebilen literatür incelenmiş ve konu özelindeki çalışmalar en sık kullanılan aşırı güven ölçüm yöntemleri bağlamında kendi içinde gruplandırılarak tartışılmaya çalışılmıştır. İlgili çalışmalar hisse senedi opsiyonu yöntemi, basında çıkan haber yöntemi, anket yöntemi, güven endeksleri yöntemi, sermaye harcamaları yöntemi, yönetici özellikleri ve diğer yöntemler olmak üzere yedi grupta aşağıda sunulmaktadır.

Literatürde hisse senedi opsiyonu temelli ölçüm yönteminin, aşırı güvenin somut ve yaygın bir göstergesi olarak birçok çalışmada kullanıldığı gözlemlenmektedir. Seo ve Sharma (2014), ABD'deki 45 restoran işletmesinde yöneticilerin risk alma eğilimlerinin işletmelerini uzun vadeli finansal yükümlülüklerle maruz bıraktığını belirlemiştir. Huang vd. (2016), S&P 1500 endeksinde yer alan 944 büyük ölçekli işletmede, 2006-2012 yılları arasında, aşırı güvenli yöneticilerin kısa vadeli borçlanmaya yöneldiğini bulmuştur. Benzer şekilde, Mundi ve Kaur (2022), S&P BSE 200 endeksinde yer alan 157 işletmede, 2010-2020 döneminde, aşırı güvenli yöneticilerin özsermaye değerini düşük görmeleri nedeniyle kısa vadeli borçlanmayı tercih ettiklerini saptamıştır. Seo vd. (2017), ABD'de halka açık restoranlardan elde edilen 791 firma-yılı gözlemi üzerinde yaptığı çalışmada, aşırı güvenli yöneticilerin düşük nakit akışı ve yüksek büyüme fırsatları durumunda daha uzun vadeli borç kullandığını tespit etmiştir. Tan (2017) ise gayrimenkul yatırım ortaklıklarında, aşırı güvenli yöneticilerin diğer yöneticilere kıyasla daha fazla borç kullanmayı tercih ettiğini bulmuştur. Buna karşın, yönetsel aşırı güvenin sıfır kaldıraç politikası üzerindeki etkisini inceleyen Ebrahimi vd. (2019), ABD'deki 2.466 işletmede, 1992-2012 döneminde, aşırı güvenli yöneticilerin iç kaynaklara öncelik verdiğini ve dış

finansman yerine özsermayeyi tercih ettiğini ortaya koymuştur. Khalifeh vd. (2023), Ürdün'deki 139 işletmede (2010-2020) benzer şekilde aşırı güvenli yöneticilerin daha düşük kaldıraç oranlarına sahip olduğunu tespit etmiştir. Ho vd. (2016), 1994-2009 yıllarını kapsayan ve 1,643 banka-yıl gözlemi üzerinde yaptıkları çalışmada bankacılık sektöründe aşırı güvenli yöneticilerin daha fazla borçlanma ve kredi verme eğilimi gösterdiğini belirlemiştir. Iyer vd. (2017), ABD'de 1994-2011 döneminde Compustat ile ExecuComp veri tabanlarından verisine erişilebilen 477 işletmede aşırı güvenli yöneticilerin opsiyonlarını geç kullanma eğilimlerinin borçlanma maliyetlerini artırdığını ve riskli yatırımlara yönelttiğini saptamıştır.

Yönetimsel aşırı güven ölçüm yöntemlerinden bir diğeri basında çıkan haber yöntemidir. Yönetimsel aşırı güvenin bu yöntem aracılığıyla ölçülerek sermaye yapısı kararlarıyla olan ilişkisini inceleyen literatürde, konuyu detaylı bir bakış açısıyla ele alan Malmendier vd. (2007), 1980-1994 yılları arasında ABD'deki işletmelerde, yönetimsel aşırı güvenin sermaye yapısına etkisini analiz etmişlerdir. Çalışma sonuçları, aşırı güvenli yöneticilerin borçlanmayı tercih ederken özkaynak kullanımından kaçındıklarını göstermiştir. Benzer bulgular Fedyk (2014) çalışmasında da yer almaktadır. Fedyk (2014) çalışmasında, 1997-2007 yılları arasında Fortune 500'de yer alan işletmelerden ve 231 yöneticiden elde edilen veriler üzerinde yapılan analizlerde, aşırı güvenli CEO'ların işletme kontrolünü kaybetme korkusuyla daha fazla borçlandıkları ve öz sermaye ihracından kaçındıkları sonucuna ulaşılmıştır. Cronqvist vd. (2012) çalışması, yönetimsel aşırı güvenin kişisel ve kurumsal borçlanma kararları üzerindeki etkisini, davranışsal tutarlılık teorisi bağlamında incelemiştir. Araştırmada, 2004 yılında S&P 1500 endeksindeki işletmelerde görev yapan 605 yöneticinin verilerini kullanılmış ve yönetimsel aşırı güvenin yüksek kaldıraç oranlarına yol açtığı ve kişisel-kurumsal borçlanma tercihlerinde güçlü bir tutarlılık bulunduğu saptanmıştır.

Yönetimsel aşırı güven ile sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi inceleyen araştırmalarda, aşırı güven ölçümü için sıkça kullanılan yöntemlerden biri de anket formlarıdır. Bu yöntemle yönetimsel aşırı güvenin ölçülerek sermaye yapısı kararlarıyla olan ilişkinin analiz edildiği literatür incelemesi sonucunda aşağıdaki önemli araştırmaların varlığı dikkat çekmektedir. Ben-David vd. (2007) çalışmasında, CRSP ve Compustat veri tabanlarında erişimi olan ortak olan işletmeler içinden kamu ve finansal sektör işletmeleri hariç tutularak belirlenen 594 işletme üzerinde yapılan analizde aşırı güvenli yöneticilerin düşük iskonto oranları kullanarak daha fazla yatırım yapma ve sermaye yapısında borca daha fazla yer verme eğiliminde oldukları tespit edilmiştir. Antonczyk ve Salzmann (2014) G33 ve OECD ülkeleri içinden seçilen 42 ülkede finans sektörü dışında faaliyet gösteren işletmelerde, bireycilik ve kolektivizm gibi kültürel boyutların aşırı güven ve iyimserlik önyargılarıyla ilişkisini analiz etmişler ve bireyci ülkelerdeki yöneticilerin aşırı güven ve iyimserlik önyargılarını daha sık taşıdıklarını tespit etmişlerdir. Söz konusu yöneticilerle yüksek kaldıraç oranları arasında pozitif yönde bir ilişki tespit edilmiştir. Buna karşın 2011-2013 dönemi boyunca Mısır Borsası'nda bankacılık sektörü dışında işlem gören işletmelerde yapılan Abdeldayem ve Sedeek (2018) ile Endonezya Borsası'nda bankacılık,

sigortacılık ve kamu sektörleri dışında işlem gören işletmeler üzerinde yapılan Lim vd. (2022) çalışmaları, aşırı güvenin sermaye yapısı üzerindeki etkisini bulamamıştır.

Öte yandan, Landier ve Thesmar (2009) çalışması Fransa'daki girişimcilerin aşırı iyimser beklentilerinin kısa vadeli borçlanmaya yol açtığını saptamış, benzer bir sonuç Tekin (2016) tarafından KOBİ yöneticileri üzerinde de belirlenmiştir. İstanbul'da ticaret ve sanayi odalarına kayıtlı olarak faaliyet gösteren 255 KOBİ işletme verisinde yapılan çalışmada, kendine aşırı güvenin kısa vadeli borçlanmanın uzun vadeli borçlanmaya tercih edilmesine neden olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu bulgunun aksine Ali ve Anis (2016) ise, Tunus Borsası'na kote 28 sanayi ve ticaret işletmesi ile borsaya kote olmayan 82 işletmede, aşırı güvenli yöneticilerin uzun vadeli borçlanmayı tercih ettiğini tespit etmiştir. Kayıptan kaçınma önyargısına sahip yöneticilerin ise kısa vadeli borçları tercih ettiği bulunmuştur. Graham vd. (2013) ve Yazar (2019) da Davos Dünya Ekonomik Forumu katılımcıları, finans dergisi aboneleri, Duke Üniversitesi mezunları ve uluslararası forum katılımcılarından oluşan CEO ve CFO'larla yaptıkları çalışmada yüksek risk toleransı ve aşırı özgüven eğilimi taşıyan yöneticilerin daha fazla kısa vadeli borç kullanma eğiliminde olduklarını saptamışlardır. Enslin (2022), ABD ve Birleşik Krallık'ta yöneticilerin hiyerarşik pozisyonlarının aşırı güven eğilimleri üzerindeki etkisini incelemiş ve finans işleri müdürlerinin yönetim muhasebesi yöneticilerine göre aşırı güven eğilimlerinin daha yüksek olduğunu saptamış ve bu durumun işletme açısından mali risk oluşturabileceğini ifade etmiştir. İcra kurulu başkanlarının ise geleneksel yönetim muhasebecisi pozisyonlarındaki meslektaşlarına göre aşırı güvene daha fazla yatkın olmadıkları bulunmuştur.

Yönetimsel aşırı güvenin sermaye yapısına etkisini inceleyen literatürde, bu ilişkinin çeşitli endekslerle ölçüldüğü çalışmalar da bulunmaktadır. Oliver (2005), ABD'de 290 sanayi işletmesini 1978-2004 yılları arasında analiz ederek tüketici duyarlılık endeksi ile aşırı güveni ölçmüş ve yüksek aşırı güven seviyesine sahip yöneticilerin işletmelerinde borç seviyelerinin daha yüksek olduğunu saptamıştır. Mefteh ve Oliver (2007), 1995-2004 döneminde Fransız Compustat veritabanından 1.670 firma-yıl verisini analiz etmiş, yönetimsel aşırı güveni sektör duyarlılık anketleriyle, yatırımcı güvenini ise tüketici güven endeksiyle ölçmüştür. Bulgular, yatırımcı güveninin kaldıraç oranını negatif, yönetimsel aşırı güvenin ise pozitif etkilediğini göstermektedir.

Park ve Kim (2009), Kore Menkul Kıymetler Piyasası'nda Kore Bankası'nın iş anketi endeksini kullanarak aşırı güvenin borçlanma oranını artırdığını tespit etmiştir. Ancak Erdoğan ve Yalçın (2016), 2002-2012 döneminde BİST'teki 28 inşaat işletmesini analiz ederek reel kesim güven endeksi ile aşırı güveni ölçmüş ve borç düzeyi ile aşırı güven arasında negatif ilişki bulmuştur. Benzer şekilde, Tekin (2019), BİST SINAİ endeksinde işlem gören 124 işletmede reel kesim güven endeksi ile yönetimsel aşırı güvenin sermaye yapısı üzerinde etkili olmadığını saptamıştır. Tomak (2013) de Türkiye'deki 115 imalat işletmesini tüketici güven endeksiyle incelemiş ve net bir ilişki bulunamadığını rapor etmiştir. Bulut ve Er (2018), BİST'te işlem gören 8 turizm işletmesi üzerinde, hizmet sektörü aylık eğilim anketiyle ölçülen yönetici iyimserliğinin kurumsal yatırım kararlarını artırıcı etkisi olduğunu ortaya

koymuştur. Puri ve Robinson (2007) ise ABD’de tüketici finansmanı anketi verileriyle iyimserliği ölçerek, orta düzey iyimserliğin sağduyulu finansal alışkanlıklarla, aşırı iyimserliğin ise riskli finansal davranışlarla ilişkili olduğunu belirlemiştir

Yönetimsel aşırı güvenin sermaye yapısına etkisi üzerine yapılan literatür incelemelerinde, bu kavramın sermaye harcamaları yöntemi kullanılarak da ölçüldüğü ve yönetimsel aşırı güvenle sermaye yapısı kararları arasındaki ilişkinin değerlendirildiği çalışmalara da rastlanmıştır. Karadeniz ve Günay (2018) çalışmasında, BİST 100 endeksinde yer alan işletmelerde yönetimsel aşırı güvenin borcun vade yapısına etkisi incelenmiştir. Çalışma, 2010-2017 yılları arasında, 50 işletmenin üzerinde gerçekleştirilmiş ve çalışma sonucunda aşırı güvenli yöneticilerin uzun vadeli borç oranlarını artırıp kısa vadeli borç oranlarını azalttığı saptanmıştır. Zaher (2019) çalışmasında ise, yöneticilerin aşırı güveninin borç finansmanı üzerindeki etkisi 2012-2017 yılları arasında Mısır’da faaliyet gösteren 125 işletme üzerinde incelenmiştir. Elde edilen bulgular, aşırı özgüvene sahip yöneticilerin borç finansmanını artırma eğiliminde olduğunu ortaya koymaktadır. Benzer bulgulara 1971 ile 2017 yılları arasındaki ABD’deki işletme verileri üzerinde yapılan Ji ve Miglo (2019) çalışmasında da ulaşılmıştır. Çalışmada yönetimsel aşırı güven, hisse senedi opsiyonu yöntemi ve sermaye harcamaları yöntemi olmak üzere iki vekil değişken aracılığıyla ölçülmüştür. Çalışmada, rasyonel yöneticilere sahip yüksek kaliteli işletmelerin öz sermaye ihraç ettiği, aşırı kendine güvenen yöneticilere sahip düşük kaliteli işletmelerin ise borç ihraç ettiği tespit edilmiştir.

Ahmed ve Duellman (2012), ABD merkezli endeks olan S&P 1500’de işlem gören işletme yöneticilerinde aşırı güven eğilimlerinin kurumsal muhasebe politikalarına etkisini incelemiştir. Sermaye harcamaları yöntemi ile ölçülen aşırı güvenin muhafazakarlıkla negatif ilişkili olduğu saptanmıştır. Yöneticilerin, yatırımların başarısız olma ihtimalini küçümseyerek, gerçekleşen finansal zararları veya beklenen kayıpları mümkün olduğunca geç bir zamanda finansal raporlara yansıttığı belirlenmiştir. Bu yöneticiler, sektöre kıyasla daha fazla yatırım yaparak agresif finansal raporlama eğilimi göstermiştir. El-Ansary ve Ahmed (2023) çalışmasında MENA bölgesinde 2013-2019 yılları arasında 282 işletmede yönetsel aşırı güvenin yatırım verimsizliği üzerindeki etkisini ve iç finansmanın bu ilişkideki aracılık rolünü incelemiştir. Aşırı güven, aşırı yatırım ve sermaye harcamaları yöntemleriyle ölçülmüştür. Bulgular, aşırı güvenli yöneticilerin yatırımlarda kontrol sağlamak için iç finansmanı tercih ettiğini, bunun genellikle aşırı yatırıma yol açtığını göstermektedir.

Literatürde, yönetimsel aşırı güvenin belirleyicileri arasında yönetici özellikleri ve davranışsal önyargılara odaklanan çalışmalar bulunmaktadır. La Rocca vd. (2019), 2005-2008 döneminde Avrupa’daki 3.520 işletmeyi inceleyerek, kadın yöneticilerin kısa vadeli borç kullanımını artırdığını belirlemiştir. Silva ve Banda (2022) ise Colombo Menkul Kıymetler Borsası’nda işlem gören 123 işletmede, erkek yöneticilerin aşırı güven nedeniyle daha fazla borçlandığını ve ileri yaştaki yöneticilerin borç kullanımına daha eğilimli olduğunu tespit etmiştir. Tek ülke odaklı bir diğer çalışma

olan Rihab ve Lotfi (2016), Tunus'taki 55 işletmede, girişimci kimliği taşıyan yöneticilerin aşırı güven eğilimi göstererek daha yüksek borç seviyelerini tercih ettiğini ortaya koymuştur.

Dao (2019) ise Vietnam borsasında 648 işletmeyi analiz ederek, yöneticilerin ses tonu ve yıllık raporlardaki fotoğraf görünürlüğünü aşırı güven ölçütü olarak kullanmış ve aşırı güvenli yöneticilerin uzun vadeli borçlanmayı tercih ettiğini saptamıştır. Bu bulguların aksine, Wei vd. (2011), Çin'de 3.969 işletmeyi inceleyerek, aşırı güvenli yöneticilerin borç vadesini kısa tutma eğiliminde olduğunu ve finansal riskleri olduğundan düşük tahmin ettiklerini belirtmiştir. Benzer şekilde, Purhanudin ve Zakaria (2015), Malezya Borsası'ndaki 57 inşaat işletmesinde, aşırı güvenli yöneticilerin küçük ölçekli işletmelerde kısa vadeli borç kullanımını tercih ettiğini göstermiştir. Ting vd. (2016), aşırı güven ve hükümet mülkiyeti arasındaki ilişkiyi ele alarak, yüksek düzeyde aşırı güvenin hükümet mülkiyeti az olan işletmelerde borç kullanımına anlamlı bir etkisinin olmadığını, ancak hükümet mülkiyeti fazla olan işletmelerde borç oranlarını düşürdüğünü saptamıştır. Teixeira (2021) ise Portekiz'de yöneticilerin aşırı güven düzeyini psikometrik testlerle ölçerek, iyimser-aşırı güven eğilimindeki yöneticilerin daha yüksek borç seviyelerine sahip olduğunu, ancak borcun vadesi üzerinde aşırı güvenin etkili olmadığını belirlemiştir.

Hisse senedi opsiyonu yöntemi, basında çıkan haber yöntemi, anket yöntemi, güven endeksleri yöntemi, sermaye harcamaları yöntemi ve yönetici kişisel özelliklerine dayalı yöntemin yanı sıra literatür incelendiğinde konuya ilişkin farklı aşırı güven ölçümleri uygulayan çalışmaların da olduğu da görülmektedir. Malmendier vd. (2011) çalışmasında yöneticilerde aşırı güven ve erken yaşam deneyimlerinin kurumsal finansal politikalar üzerindeki etkilerini incelemeyi amaçlanmıştır. ABD'de halka açık 477 işletmenin 1980-1994 yıllarındaki verilerine uygulanan regresyon analizi sonucunda askeri deneyime sahip yöneticilerin agresif finansal politikalar izleyerek borç oranlarını artırdıkları belirlenmiştir. Büyük Buhran döneminde yetişen yöneticilerin ise dış finansman piyasalarına daha az güvenerek borçlanmayı daha az tercih ettikleri tespit edilmiştir. Shang (2021) çalışmasında, ABD merkezli 11.913 işletmenin 1985-2018 dönemi verileri, yönetsel yetenek skoru kullanılarak analiz edilmiş ve aşırı güvenli yöneticilerin kısa vadeli borç kullanımını tercih ettiği saptanmıştır. Benzer aşırı güven ölçümü yöntemi aracılığı ile konuya yaklaşan Wang ve Rokshi (2024) çalışmasında Tahran Menkul Kıymetler Borsası'na kayıtlı 115 işletmenin 2012-2021 dönemindeki verilerini incelenmiş ve yöneticilerin yetenek düzeyleri ile kısa vadeli borç kullanımı arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur.

Yönetimsel aşırı güven ve sermaye yapısına ilişkin gerçekleştirilen güncel bir diğer çalışma Ogundipe vd. (2024) çalışmasıdır. Ogundipe vd. (2024) çalışması 21. yüzyılda yaşanan krizler sırasında aşırı güvenli yöneticilerin sermaye yapısı kararlarını araştırmayı amaçlamaktadır. Yönetimsel aşırı güven yatırım, finansman kararları ve temettü politikasına dayanan kriterler kullanan bir yöntemle ölçülmüştür. Çalışmada, 39 ülkede faaliyet gösteren farklı sektörlerden işletmeler belirlenmiş ve 2001-2020 dönemine ait 38.362 firma-yıl gözleme panel veri analizi uygulanmıştır. Çalışma sonucunda finans sektörü dışındaki işletmelerin kriz dönemlerinde iç kaynaklara yönelme eğilimi gösterdiği, finans

sektöründe ise kaldıraç oranlarının artırıldığı belirlenmiştir. İngiltere örnekleminde Ataullah, Vivian ve Xu (2017) çalışmasında ise aşırı güven yönetici beyanları analizi ve yöneticilerin kendi işletmelerinde hisseleriyle yaptıkları işlemler kullanılarak ölçülmüştür. Çalışmada 192 işletmenin 2000-2010 döneminde aşırı güvenin borç vadesi üzerindeki etkisini analiz edilmiş ve CEO'ların aşırı güven düzeyi arttıkça borç vadesinin uzadığı, CFO'ların ise bu konuda anlamlı bir etkisi olmadığı bulunmuştur. Yönetici beyanlarına dayalı bir aşırı güven ölçümü de Xu (2014) çalışmasında kullanılmıştır. Xu (2014), İngiltere'deki aşırı güvenli yöneticilerin borç yerine özkaynağı tercih ettiği, borç vadesi tercihlerinde ise uzun vadeli borca yöneldikleri tespit edilmiştir. Bunun aksine Yıkılmaz (2022) çalışmasında yatırım harcamaları ile satış ve varlık büyümesine dayanarak ölçülen aşırı güvenin, yöneticilerde borçlanma eğilimlerini artırdığı gözlenmiştir. 2005-2020 yılları arasında BIST 100 endeksinde yer alan ve gıda sektöründe faaliyet gösteren 19 işletmede borçlanma oranı ile yönetici aşırı güveni arasında pozitif bir ilişki olduğu ortaya konmuştur.

Farklı bir aşırı güven ölçüm yöntemi kullanan bir diğer çalışma da Koo ve Yang (2018) çalışmasıdır. Güney Kore borsalarını ele alan Koo ve Yang (2018), yöneticilerin kâr tahminleri ile analist tahminleri arasındaki farkı aşırı güven ölçütü olarak kullanmışlar ve aşırı güvenli yöneticilerin genellikle borcu özkaynağa tercih ettiğini ortaya koymuşlardır. Yönetici tahminlerine dayalı bir diğer aşırı güven ölçümü de Esghaier (2017) çalışmasında kullanılmıştır. Çalışmada ABD'deki sanayi işletmelerinde yöneticilerin aşırı güven ve iyimserlik önyargılarının borç oranlarını artırdığı, aşırı güven ve iyimserlik önyargılarının yöneticinin başarı olasılığını abartmasına, kararlarının risklerini ve sonuçlarını hafife almasına ayrıca borcun daha fazla kullanılmasına yol açtığı tespit edilmiştir. Ishikawa ve Takahashi (2010) çalışmasında ise 1998-2008 döneminde Japonya'daki halka açık işletmelerde aşırı güvenin ölçülmesi için yöneticilerin kâr tahminleriyle gerçek kârlar arasındaki sapmalardan yararlanılmıştır. Özellikle, kazanç tahminlerinde sürekli olarak yukarı yönlü bir önyargı olan yöneticiler, daha fazla aşırı güven sergileyen yöneticiler olarak kabul edilmiştir. Analiz sonucunda aşırı güvenli yöneticilerin işletmelerinin piyasa tarafından düşük değerlendirildiğine inandıkları için öz sermaye ihraç etmekten kaçındıkları ve yerine borç finansmanına yöneldikleri belirlenmiştir.

Pham ve Nguyen (2019) çalışmasında da aşırı güven, yöneticilerin geçmiş dönemlerdeki finansal davranışlarına dayalı olarak ölçülmüştür. Çalışma sonucunda Vietnam borsasında aşırı güvenin toplam ve kısa vadeli borç oranlarıyla pozitif; ancak uzun vadeli borç oranlarıyla negatif bir ilişki içinde olduğu tespit edilmiştir. Ting vd., (2016) yönetsel aşırı güvenin, Malezya'daki halka açık işletmelerin borçlanma kararları üzerindeki etkisini incelemişlerdir. 2002-2011 yılları arasında 201 işletme üzerinde yapılan çalışmada yönetsel aşırı güven yöneticinin yıllık raporlarda yer alan profil fotoğrafları üzerinden ölçülmüştür. Çalışma bulgularına yönetsel aşırı güven, yaş ve deneyimle borçlanma arasındaki ilişkiyi güçlendirirken, eğitim üzerindeki etkisini azaltmaktadır.

Literatür incelendiğinde yönetsel aşırı güven ile sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi teorik bağlamda inceleyen çalışmalar da dikkat çekmektedir. De Bondt ve Thaler (1995), aşırı özgüven, kayıp

kaçınma ve temsil edicilik gibi önyargıların yatırımcı davranışlarını, piyasa anomalilerini ve işletme kararlarını etkilediğini inceleyerek, davranışsal finansın irrasyonel davranışların finansal kararlar üzerindeki etkisini anlamada önemli bir çerçeve sunduğunu vurgulamıştır. Heaton (2002), yöneticilerin iyimserliğinin yatırım ve finansman kararlarında yetersiz veya aşırı yatırım dengesizliklerine yol açtığını ve serbest nakit akışının bu süreçte olumlu ve olumsuz etkiler yaratabileceğini belirtmiştir. Çalışma, yöneticilerin nakit akışı tahminlerindeki yanlılık ve dış finansmana direnç gibi davranışsal unsurları ele almıştır. Fairchild (2007), yönetsel aşırı güvenin finansal kararlar ve firma performansı üzerindeki etkilerini inceleyerek, firma yaşam döngüsü boyunca borç seviyelerinde dalgalanmalara neden olan "aşırı yaşam döngüsü borç hassasiyeti" kavramını tanıtmıştır. Çalışma, aşırı güvenin geç aşamada yüksek borçlanmaya, erken aşamada ise düşük borçlanmaya yol açabileceğini öne sürmektedir. Kazanç tahminleri bağlamında, Hackbart (2008), aşırı güven ve risk algısı önyargılarının, yöneticilerin daha yüksek borç seviyeleri ve borç verme eğilimine yol açtığını belirtmiştir. Hackbarth (2009), iyimserlik ve aşırı güvenin finansman ve yatırım kararları ile borç verenler ve hissedarlar arasındaki çatışmalara etkilerini hisse senedi opsiyonları çerçevesinde incelemiş ve hafif düzeydeki yönetsel yanlılıkların bu çatışmaları azaltabileceğini göstermiştir.

Teorik bağlamda gerçekleştirilen bir diğer çalışma Tekin (2014) çalışmasıdır. Çalışmada sermaye yapısı kararları üzerindeki davranışsal önyargılar incelenmiş ve aşırı güvenin diğer önyargılara kıyasla daha yaygın olduğu belirtilmiştir. Bank (2016) çalışmasında yönetici aşırı güveninin finansman ve yatırım kararlarını şekillendirdiğini, yöneticilerin dış finansmana bakış açısını ve sermaye yapısını doğrudan etkilediğini vurgulanmıştır. Gürünlü (2018), davranışsal finans perspektifiyle yöneticilerin ve yatırımcıların önyargılardan etkilendiğini ifade eden literatür taraması gerçekleştirmiştir. İncelenen çalışmalarda aşırı güvenin finansal kararları olumsuz etkileyebileceği ve yatırımcıların aşırı güvenli yöneticilere karşı temkinli olmaları gerektiği belirtilmiştir. Nigam (2018), 2006-2015 döneminde davranışsal finans üzerine yapılmış 623 çalışmayı meta-analiz yöntemiyle inceleyerek bireylerin kararlarını etkileyen davranışsal faktörleri ve piyasa anomalilerini tartışmıştır. Aşırı güvenin, bireysel ve kurumsal düzeyde finansal karar alma süreçlerini şekillendirdiğini belirtilmiştir. Grezo (2021), finansal karar verme ve aşırı güven arasındaki ilişkiyi meta-analiz yöntemiyle ele almış, bu iki değişken arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğunu, kullanılan aşırı güven ölçüm yöntemlerinin sonuçlar üzerinde etkili olduğunu vurgulamıştır. Duxbury (2015), davranışsal finansın deneysel çalışmalar aracılığıyla daha derin içgörüler sunduğunu belirtmektedir. Aşırı güvenin farklı türlerinin iyi bir şekilde ayrıştırılması gerektiğini ve finansal karar alma süreçleri üzerindeki etkilerinin bağlama göre değişebileceğini vurgulamaktadır.

Genel bağlamda literatür incelendiğinde, gelişmiş ülkelerde yapılan çalışmalar genellikle ABD, İngiltere, Fransa, Portekiz ve Japonya gibi ülkelerde yoğunlaşmıştır. Bu çalışmalar, aşırı güvenin muhasebe politikaları (Ahmed ve Duellman, 2012), sermaye yapısı (Malmendier vd., 2007; Ji ve Miglo, 2019), kısa ve uzun vadeli borç kullanımı (Seo vd., 2017; Ataullah vd., 2017), özsermaye tercihleri (Xu,

2014), ve davranışsal finans üzerindeki etkilerini (De Bondt ve Thaler, 1995) kapsamlı bir şekilde incelemiştir. Ayrıca, yöneticilerin önyargılarının piyasa anomalileri ve yatırım kararları üzerindeki etkileri teorik bağlamda ele alınmıştır (Heaton, 2002). Örneklem genellikle büyük ölçekli işletmelerden (S&P 1500, Fortune 500 gibi) veya sanayi sektörlerinden oluşmaktadır (Cronqvist vd., 2012; Oliver, 2005). Gelişmekte olan ülkelerde yapılan çalışmalar ise Türkiye, Ürdün, Mısır, Vietnam, Çin ve Malezya gibi ülkelerde yoğunlaşmıştır. Bu çalışmalar, aşırı güvenin kısa vadeli borçlanma (Mundi ve Kaur, 2022; Wei vd., 2011), uzun vadeli borç kullanımı (Dao, 2019; Karadeniz ve Günay, 2018), işletme büyüklüğü (Zaher, 2019), ve davranışsal önyargıların sermaye yapısı üzerindeki etkilerine (Pham ve Nguyen, 2019; Ting vd., 2016) odaklanmıştır. Gelişmekte olan ülkelerdeki çalışmalar genellikle daha küçük ölçekli örneklem (KOBİ'ler gibi) ve belirli sektörler (inşaat, turizm gibi) yoğunlaşmış (Bulut ve Er, 2018; Tekin, 2016), ekonomik ve kültürel bağlamla ilişkilendirilmiştir (Rihab ve Lotfi, 2016; Silva ve Banda, 2022).

Aşırı güvenin sermaye yapısı kararları üzerindeki etkileri açısından, gelişmiş ülkelerde genellikle yüksek kaldıraç oranlarına (Cronqvist vd., 2012; Oliver, 2005) ve uzun vadeli borçlanmaya (Ataullah vd., 2017; Seo vd., 2017) yol açtığı görülmüştür. Ayrıca, aşırı güvenli yöneticilerin genellikle özsermaye kullanımından kaçındıkları saptanmıştır (Malmendier vd., 2007; Xu, 2014). Gelişmekte olan ülkelerde ise aşırı güvenin kısa vadeli borçlanma (Purhanudin ve Zakaria, 2015; Wei vd., 2011) ve düşük kaldıraç oranlarıyla ilişkilendirildiği bulunmuştur (Khalifeh vd., 2023). Ancak bazı çalışmalar, aşırı güvenli yöneticilerin uzun vadeli borç kullanımını tercih ettiğini de göstermiştir (Dao, 2019; Karadeniz ve Günay, 2018).

Benzerlikler incelendiğinde, hem gelişmiş (Huang vd., 2016; Shang, 2021) hem de gelişmekte olan ülkelerde (Mundi ve Kaur, 2022; Wei vd., 2011) aşırı güvenli yöneticilerin genellikle kısa vadeli borçlanmayı tercih ettikleri görülmüştür. Ayrıca, aşırı güvenin hem gelişmiş (Cronqvist vd., 2012) hem de gelişmekte olan ülkelerde (Rihab ve Lotfi, 2016; Zaher, 2019) borçlanma oranlarını artırdığı saptanmıştır. Farklılıklara bakıldığında, gelişmiş ülkelerde aşırı güvenli yöneticilerin genellikle yüksek kaldıraç oranlarına (Cronqvist vd., 2012; Oliver, 2005) ve uzun vadeli borçlanmaya (Ataullah vd., 2017; Seo vd., 2017) yöneldikleri, gelişmekte olan ülkelerde ise düşük kaldıraç oranlarına (Khalifeh vd., 2023) ve kısa vadeli borçlanmaya (Wei vd., 2011) eğilimli oldukları görülmüştür. Ayrıca, gelişmiş ülkelerde aşırı güvenli yöneticilerin özkaynak yerine borçlanmayı tercih ettikleri (Malmendier vd., 2007; Xu, 2014), gelişmekte olan ülkelerde ise bu tercihin yöneticinin kişisel özelliklerine (Tekin, 2019; Ting vd., 2016) veya ekonomik bağlama bağlı olarak değiştiği anlaşılmıştır.

Literatür incelendiğinde yönetsel aşırı güvenin turizm işletmelerinde sermaye yapısı kararlarına etkisini inceleyen sınırlı sayıda çalışma bulunmaktadır. Bu alanda yapılan araştırmalar, daha çok restoran sektörüne odaklanmış ve aşırı güvenli yöneticilerin risk alma davranışları, stratejik kararları ve finansal performans üzerindeki etkilerini ele almıştır. Seo ve Sharma (2014/2017) ile Kim ve Jang (2021) gibi çalışmalar, özellikle büyüme fırsatları, nakit akışı ve stratejik risk alma gibi konulara ışık

tutarken, Bulut ve Er (2018), turizm sektöründe yönetici eğilimlerinin yatırım kararları ve sermaye yapısı üzerindeki etkilerini değerlendirmiştir. Ancak, konaklama işletmeleri özelinde yönetici aşırı güveninin sermaye yapısına etkisine odaklanan çalışmalar oldukça sınırlıdır.

Aşırı güvenin ölçüm yöntemleri açısından, gelişmiş ülkelerde hisse senedi opsiyonu yöntemleri (Cronqvist vd., 2012), tüketici güven endeksleri (Oliver, 2005), yöneticilerin kâr tahminleri (Ishikawa ve Takahashi, 2010), davranışsal önyargılar (Puri ve Robinson, 2007) ve psikometrik testler (Teixeira, 2021) gibi yöntemler kullanılmıştır. Teorik ve deneysel çalışmalar, davranışsal önyargıların neden olduğu piyasa anomalilerini analiz etmiştir (De Bondt ve Thaler, 1995; Hackbarth, 2009). Buna karşılık, gelişmekte olan ülkelerde ses tonu ve fotoğraf analizi (Dao, 2019), anket yöntemleri (Ting vd., 2016; Yıkılmaz, 2022) gibi pratik yöntemler yaygın bir şekilde kullanılmıştır. Ayrıca, küçük ölçekli işletmelerin borç tercihlerine yönelik özgün ölçüm yöntemleri geliştirilmiştir (Rihab ve Lotfi, 2016; Tekin, 2019). Sermaye harcamaları yönteminin ise hem gelişmekte (El-Ansary ve Ahmed, 2023; Karadeniz ve Günay, 2018; Zaher, 2019) hem de gelişmiş ülke örneklerinde (Ahmed ve Duellamn, 2012; Ji ve Miglo, 2019) kullanıldığı görülmektedir.

Literatür incelendiğinde yönetsel aşırı güvenin konaklama işletmelerinin sermaye yapısı üzerindeki etkisini ele alan çalışmaların oldukça sınırlı olduğu görülmektedir. Bununla birlikte sermaye harcamaları yönteminin hem gelişmiş ülke hem de gelişmekte olan ülkelerde yönetsel aşırı güven ölçütü olarak kullanılan çalışmalarında oldukça sınırlı olduğu gözlemlenmiştir. Bu çerçevede, yapılacak olan çalışma, literatürdeki bu boşluğu doldurarak, konaklama sektöründe yönetsel aşırı güvenin sermaye yapısına olan etkilerini daha kapsamlı bir şekilde ortaya koymayı amaçlamaktadır.

2.2. Yönetsel Aşırı Güvenin Firma Değerine Etkisini Belirlemeye Yönelik Gerçekleştirilen Araştırmalar

Yönetsel aşırı güven eğiliminin firma değeri üzerine etkisinin ele alındığı çalışmalar incelendiğinde, yönetsel aşırı güvenin firma değerini farklı şekillerde etkilediği gözlemlenmiştir. Aşırı güvenli yöneticiler, riskleri göz ardı ederek aşırı yatırım, borçlanma ve stratejik hatalar yapma eğilimi taşıyabilirler. Bu tür kararlar, başlangıçta büyüme ve karlılığı artırabilir gibi görünse de uzun vadede işletmenin finansal istikrarını ve sürdürülebilirliğini tehlikeye atabilir. Öte yandan aşırı güven kaynaklı agresif büyüme stratejileri, inovasyon ve genişleme hamleleri, piyasa payını artırarak firmanın değerini yükseltebilir. Aşırı güvenin ölçüm yöntemleri, bu ilişkinin anlaşılmasında önemli bir rol oynayabilir. Çünkü her yöntem, aşırı güvenin firma değeri üzerindeki etkilerini farklı açılardan değerlendirebilir. Bu çerçevede, mevcut literatür incelenmiş ve çalışmalar konuyla ilgili en yaygın kullanılan aşırı güven ölçüm yöntemlerin bağlamında sınıflandırılarak ele alınmıştır. İlgili çalışmalar hisse senedi opsiyonu yöntemi, sermaye harcamaları yöntemi, aşırı yatırım yöntemi, basında çıkan haber yöntemi ve diğer yöntemler olmak üzere beş grupta aşağıda sunulmuştur.

Firma değerinin ölçümünde en yaygın kullanılan ölçütlerden biri Tobin's Q oranı olup, birçok çalışmada (Can, 2019; Chen ve Lin, 2012; Cho vd., 2020; Gao ve Han, 2020; Hirshleifer vd., 2012; Khalishah vd., 2021; Kunjal vd., 2021; Slothouber, 2010; Tang vd., 2020; Ye ve Yuan, 2008) tercih edilmiştir. Diğer bir yaygın yöntem, piyasa değeri/defter değeri oranı, Can (2019), Dashtbayaz ve Mohammadi (2016), Gao ve Han (2020), Nur vd. (2023), Shah vd., (2018), Zavertiaeva vd., (2018) ve Yıkılmaz, (2022) ve gibi çalışmalarda kullanılmıştır. Çalışmalarda öne çıkan diğer firma değeri göstergeleri ise; hisse senedi getirileri ve oynaklığı, fiyat/kazanç oranı, piyasa değeri/defter değeri oranıdır.

Konuyla ilgili literatür incelendiğinde öne çıkan aşırı güven ölçüm yöntemlerinden birinin hisse senedi opsiyonu yöntemi olduğu gözlemlenmiştir. Hisse senedi opsiyonu yöntemiyle ölçülen yönetsel aşırı güvenin firma değeri üzerindeki etkisini inceleyen literatürün konuyu hem sektörel hem de bağlamsal açıdan detaylı şekilde ele aldığı söylenebilir. Slothouber (2010), 2006-2009 yılları arasında ABD'de finans ve kamu sektörü dışında faaliyet gösteren 1.402 işletmede aşırı güvenin yatırım kararları ve firma değeri üzerindeki etkisini panel veri analizi ile incelemiştir. Firma değerinin Tobin's Q oranı ile ölçüldüğü çalışmanın sonucunda aşırı güvenin firma değerini artırıcı etkisinin özellikle inovasyon ve düşük borç maliyetiyle ilişkili olduğu saptanmıştır. Firma değerinin benzer şekilde Tobin's Q oranı ile ölçüldüğü Chen ve Lin (2012) çalışmasında, 1992-2009 döneminde finans sektörü dışında faaliyet gösteren 12.000 ABD işletmesinde iyimser ve aşırı güvenli yöneticilerin eksik yatırım yapan işletmelerde yatırım verimliliği ve firma değerini artırdığı tespit edilmiştir.

Bharati vd. (2016) çalışmasında 1992-2010 yılları arasında ABD'de kamu ve finans sektörü dışındaki işletmelerden elde edilen 25.014 firma-yılı gözleminde, aşırı güvenin hisse senedi getirileri ile ölçülen firma değeri üzerindeki pozitif etkileri özellikle yenilikçi sektörler bağlamında ele alınmıştır. Ancak, bu çalışmada aşırı güvenin artan risk ve hisse senedi oynaklığı nedeniyle uzun vadeli riskler taşıdığı vurgulanmıştır. Cho vd. (2020) çalışmasında, 1992-2016 döneminde ExecuComp ve Compustat veri tabanlarından erişilebilen ve düzenleyici kısıtlamalara tabi sektörler dışında faaliyet gösteren işletmelerde Tobin's Q oranı ile ölçülen firma değerinin, aşırı güvenin yatırım kararları aracılığıyla arttığı, ancak bu etkinin sektör dinamikleri tarafından şekillendirildiği belirtilmiştir. Kim ve Jang (2020), ABD restoran sektöründe aşırı güvenli yöneticilerin riskli yatırım kararlarının uzun vadeli performansı olumsuz etkilediğini tespit ederek, sektör bazlı farklılıkların önemine işaret etmiştir. Leontis (2020) ise 2006-2019 arasında ABD'de 1.816 işletmeyi incelemiş ve firma değerini Tobin's Q ile ölçmüştür. Yüksek aşırı güvenli yöneticilerin firma değerini artırırken düşük güven düzeyindekilerin firma değerini düşürdüğünü göstermiştir. Bu sonuç, aşırı güvenin her sektörde aynı etkiye sahip olmadığını ve sektör özelliklerinin bu etkiyi değiştirebileceğini göstermektedir.

Kang vd. (2018), ABD'de özel düzenlemelere tabi sektörler dışındaki işletmelerde belirsizlik dönemlerinde aşırı güvenin rolünü ele aldığı çalışmasında, firma değerini Tobin's Q ile ölçerek, ekonomik belirsizliklerde aşırı güvenli yöneticilerin diğerlerine kıyasla daha fazla yatırım yaparak firma

değerini artırdığını tespit etmiştir. Hirshleifer vd. (2012), ABD’de 1993-2003 yılları arasında finans ve kamu hizmeti sektörleri dışında faaliyet gösteren halka açık işletmelerde 2.577 yönetici üzerinde bir çalışma yapmıştır. Çalışmada firma değeri Tobin’s Q ile ölçülmüş ve aşırı güvenli yöneticilerin AR-GE harcamalarını artırarak inovasyon yoluyla firma değerini yükseltebileceğini ortaya koymuştur. Tang vd. (2020), aşırı güvenin birleşme ve devralmalar sonrası firma değerine etkisini incelemiştir. Çin borsalarında 2008-2015 döneminde yapılan çalışmada, yeni halka arz edilen ve finans sektöründeki işletmeler örneklem dışı bırakılmış, firma değeri Tobin’s Q ile ölçülmüştür. Sonuçlar aşırı güvenli genç yöneticilerin birleşme ve devralmalar sonrası firma değerini artırdığını ortaya koymuştur. Bu sonuç, özellikle genç yöneticilerin daha cesur ve riskli kararlar alarak firma değerini artırma potansiyeline sahip olduklarını göstermektedir. Genel olarak elde edilen bu bulgular, yönetsel aşırı güvenin hem firma değeri üzerinde olumlu etkiler yarattığını hem de bağlam ve sektöre bağlı olarak bu etkinin değişebileceğini göstermektedir.

Yönetsel aşırı güvenin firma değerine etkisini incelemeye yönelik literatür incelemesi sonucunda, yönetsel aşırı güvenin sermaye harcamaları yöntemi ile ölçülerek firma değeri ile ilişkisini inceleyen çalışmaların da bulunduğu saptanmıştır. Dashtbayaz ve Mohammadi (2016), Tahran Menkul Kıymetler Borsası’nda 2011-2015 yılları arasında işlem gören banka, finansal aracılık ve sigorta işletmelerini hariç tutarak 50 işletmeyi analiz etmiştir. Araştırmada firma değeri Tobin’s Q ile ölçülmüştür. Firma değerinin aşırı özgüvenli yöneticilerin kararları nedeniyle olumsuz etkilendiği ve firma performansına negatif yansıdığı ortaya konmuştur. Bunun aksine, Basuki (2020), Endonezya Menkul Kıymetler Borsası’ndaki 136 imalat işletmesine ait 2014-2016 verilerini analiz etmiştir. Çalışmada firma değeri Tobin’s Q ile ölçülmüştür. Aşırı güvenin pozitif etkileri olduğunu ve bu durumun daha fazla yatırım yapma eğilimiyle işletmelerin piyasa değerini artırdığını göstermiştir. Bu çalışma, aşırı güvenin olumlu sonuçlara da yol açabileceğini vurgulamasıyla dikkat çekmektedir.

Khalishah vd. (2021) ise, Endonezya ve Malezya’daki 352 imalat işletmesinin verilerini kullanarak, Tobin’s Q oranı ile ölçtüğü firma değeri ile yönetsel aşırı güven arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmadığını ortaya koymuştur. Bu ilişkinin sermaye yapısı gibi aracılık değişkenleri üzerinden karmaşık bir yapıya sahip olabileceğini belirtmiştir. Gao ve Han (2020), 2011-2016 yılları arasında Güney Kore Borsası’nda işlem gören işletmeler içinden holdingler ile finans sektöründeki işletmeleri örneklem dışında bırakarak aşırı güven, kurumsal sosyal sorumluluk ve firma değeri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Aşırı güven, sermaye harcamaları, varlık büyümesi ve borç/sermaye oranı üzerinden ölçülürken, firma değeri Tobin’s Q ile belirlenmiştir. Aşırı güvenin sosyal sorumluluk faaliyetleri aracılığıyla firma değerini artırdığı sonucuna varılmıştır. Suryani vd. (2023), 2010-2020 yılları arasında Endonezya Borsası’nda işlem gören 341 işletmenin verilerini analiz ederek, temettü politikasının yönetsel aşırı güven ve firma değeri üzerindeki düzenleyici rolünü incelemiştir. Çalışmada bankacılık ve finans sektörü hariç tutulmuş, firma değeri Tobin’s Q ve Piyasa/Defter Değeri ile ölçülmüştür. Aşırı güvenin firma değerini azalttığı, ancak temettü politikasının bu olumsuz etkiyi

hafiflettiği bulunmuştur. Listiani vd. (2024), Endonezya Menkul Kıymetler Borsası'nda 2010-2019 yılları arasında listelenen 116 üretim firmasını ele almıştır. Aşırı güven, yatırım ve finansman kararlarına dayalı beş ayrı değişken üzerinden ölçülürken, firma değeri ölçümünde Tobin's Q oranı kullanılmıştır. Uygulanan panel veri analizinin sonuçları, aşırı güvenli yöneticilerin firma değerini düşürdüğünü, ancak işletme nakit akışının bu ilişkiye aracılık ettiğini göstermiştir. Bu çalışmalar, yönetsel aşırı güvenin firma değeri üzerindeki etkisinin piyasa koşulları, bağlamsal faktörler ve analiz yöntemlerine bağlı olarak farklılık gösterebileceğini ortaya koymaktadır.

Yönetsel aşırı güvenin firma değerine etkisini aşırı yatırım yöntemi ile inceleyen literatür, bu ilişkinin farklı bağlam ve sektörlerde değişkenlik gösterdiğini ortaya koymaktadır. Shah vd. (2018), Pakistan Borsası'na kayıtlı 35 sektörden 432 işletmenin 2013-2017 yılları arasındaki verilerini analiz etmiş ve yatırımcı aşırı güveninin firma değeri üzerinde pozitif, yönetsel aşırı güvenin ise karışık ve genellikle negatif bir etkisi olduğunu tespit etmişlerdir. Firma değerinin Tobin's Q ile ölçüldüğü çalışmada, aşırı güvenin uzun vadeli yatırımları zarar riskiyle karşı karşıya bırakabileceği vurgulanmıştır. Benzer bulgular, Kunjal vd. (2021) tarafından JSE Top 40 Endeksi'nde yer alan en büyük 25 işletme üzerinde gerçekleştirilmiş ve yönetsel aşırı güvenin firma değeri üzerinde olumsuz bir etkisi olduğu belirlenmiştir. Çalışma, özellikle uzun vadeli yatırımların aşırı güven kaynaklı risklerden etkilendiğine dikkat çekmektedir. Yıkılmaz (2022) ise, BİST Gıda sektöründe 2005-2020 yılları arasında faaliyet gösteren 19 işletmenin verilerini analiz etmiştir. Firma değerinin piyasa değeri/defter değeri oranı ile ölçüldüğü çalışmada yatırım harcamalarına dayalı aşırı güvenin firma değeri üzerinde negatif bir etkisi olduğunu, ancak satış ve varlık büyümesine dayalı aşırı güvenin anlamlı bir etkisi olmadığını saptamıştır. Gao ve Han (2021) çalışmasında, yönetsel aşırı güvenin firma değeri üzerindeki etkisini incelemek için 2011-2017 yılları arasında KOSPI ve KOSDAQ borsalarında işlem gören işletme verileri analiz edilmiştir. Holdingler ve finans sektöründeki işletmeler örneklem dışı bırakılmıştır. Firma değeri Tobin's Q ile yönetsel aşırı güven ise çeşitli finansal verileri içeren bir bileşik endeksle ölçülmüştür. Analiz sonuçları, yönetsel aşırı güven ile firma değeri arasında pozitif bir ilişki olduğunu ve bu etkinin büyük, orta ve küçük ölçekli işletmelerde görüldüğünü göstermiştir.

Literatür, yönetsel aşırı güveni basında veya faaliyet raporlarında yer alan yönetici açıklamalarıyla ölçerek firma değerine olan etkisini inceleyen araştırmaların önemli sonuçlar sunduğunu göstermektedir. Hirshleifer vd. (2012), 1993-2003 yılları arasında ExecuComp, Compustat, CRSP ve patent veri tabanlarının kesişim kümesinde yer alan işletme verileri üzerinde regresyon analizi yapmıştır. Çalışma, Tobin's Q ile ölçülen firma değerinin, aşırı güvenli yöneticilerin inovasyon ve AR-GE harcamalarını artırmasıyla olumlu yönde etkilenebileceğini göstermiştir. Buna karşılık, Malmendier ve Tate (2008), 1980-1994 yılları arasında Forbes 500 listesinde yer alan işletmelerin yöneticileri üzerinde gerçekleştirdikleri analizde, aşırı güvenli yöneticilerin daha fazla kurumsal birleşme gerçekleştirdiğini, ancak bu birleşmelerin Tobin's Q ile ölçülen firma değeri üzerinde genellikle olumsuz etkiler yarattığını

bulmuşlardır. Andreou vd. (2019) ise S&P 1500’de işlem gören işletmelerin 1993-2010 yılları arasındaki verilerini kullanmış ve firma değerini, işletmenin özsermaye piyasa değerine toplam borçlarının defter değerinin eklenmesiyle hesaplamıştır. Çalışmada aşırı güvenin kurumsal çeşitlendirme kararlarını artırdığı, ancak bu kararların firma değerinde negatif etki yarattığı tespit edilmiştir. Yapılan çalışmalar incelendiğinde basında yer alan açıklamaların yöneticilerin aşırı güven düzeyini yansıttığını ve bu güvenin firma değerini olumlu veya olumsuz etkileyebileceğini göstermektedir.

Literatürde konuyu kavramsal bağlamda ele alan ve model geliştirmeye odaklanan teorik çalışmalar da bulunmaktadır. Roll (1986), birleşme ve devralmalarda yöneticilerin aşırı özgüveninin sonuçlarını ampirik çalışmalara dayandırarak incelemiştir. Sonuçlar, aşırı güvenli yöneticilerin birleşme ve devralmalarda fazla ödeme yaparak firma değerini düşürdüğünü göstermiştir. Benzer şekilde birleşme ve devralma kararlarında aşırı güvenin piyasa değeri ile ilişkisini ele alan Dhir ve Mital (2012) çalışmasında ise teorik bir model kullanılmıştır. Bu çalışmada aşırı güven, yöneticilerin yetenek testleri sonrası “üstünlük duygusu” geliştirmeleri ile ölçülmüş ve aşırı güvenli yöneticilerin yüksek primli birleşme ve devralmalara yol açarak firma değerini düşürdüğü belirtilmiştir. Fairchild (2009), aşırı güvenin borç ve özkaynak ihraç kararlarına ve sonuçlarına etkisini teorik çerçevede incelemiştir. Aşırı güven, yöneticilerin projelerin başarı olasılıklarını abartmalarıyla modellenmiş ve sonuçlar, değer yaratıcı olabileceği gibi aşırı borçlanma nedeniyle firma değerini düşürebileceğini göstermiştir.

Goel ve Thakor (2008), aşırı güvenin firma değeri ve yöneticilerin terfi olasılıklarına etkisini oluşturdukları model üzerinden incelemiştir. Çalışmada, firma değeri projelerin beklenen getirileriyle belirlenmiş, aşırı güven ise yatırım kararlarındaki risk algısının yanıltıcılığı üzerinden değerlendirilmiştir. Sonuçlar, aşırı güvenin belirli bir seviyeye kadar firma değerini artırırken, aşırı arttığında olumsuz etkilediğini göstermiştir. Benzer sonuçlar elde eden Gervais vd. (2002), yöneticilerin aşırı güven ve iyimserlik özelliklerinin sermaye bütçelemesi ve firma değerine etkilerini teorik modelleme ve simülasyonla incelemiştir. Aşırı güvenin uzun vadede kötü kararlar, aşırı yatırımlar ve işletme değerinde düşüşe yol açtığı tespit edilmiştir.

Geçmiş yıllarda yapılan çalışmalar incelendiğinde hisse senedi opsiyonu yöntemi, sermaye harcamaları yöntemi, aşırı yatırım yöntemi, basında çıkan haber yönteminin yanı sıra yönetimsel aşırı güveninin farklı yöntemler kullanılarak incelendiği çalışmaların da varlığı gözlemlenmektedir. Doukas ve Petmezas (2007) çalışması ise 1980-2004 yılları arasında İngiltere’de halka açık işletmeler üzerinde 5334 satın alma işlemini ele almıştır. Çalışmada firma değeri Tobin’s Q, aşırı güven ise başarılı satın alma işlemlerinin sayısı üzerinden ölçülmüştür. Veriler kesitsel regresyon analizi yöntemi ile analiz edilmiş ve yöneticilerin bu başarıdan sonra aşırı güven geliştirerek yeni satın almalarda firma değerini düşüren hatalı yatırımlar yaptığı saptanmıştır. Can (2019), 2010-2017 yıllarında BİST’te faaliyet gösteren işletmelerin birleşme ve satın alma kararlarında aşırı güvenin etkisini incelemiştir. Yöneticilerin aşırı güven seviyeleri, demografik özellikler ve hisse performanslarına dayalı bir ölçekle

belirlenmiş; firma değeri Tobin's Q ile ölçülmüştür. Doğrusal regresyon analizi sonuçları, aşırı güvenin birleşme ve satın alma faaliyetlerini artırarak firma değerini olumsuz etkilediğini göstermiştir.

Nur vd. (2023) ise 2010-2020 yıllarında BİST Metal Eşya Sektöründeki 20 işletme üzerinde AR-GE yatırımları ile firma değeri arasındaki ilişkide yönetsel aşırı güvenin etkisini incelemiştir. Çalışmada firma değeri piyasa değeri/defter değeri oranı ile ölçülmüştür. Aşırı güvenin ölçümünde ise borç/özsermaye oranı, toplam varlık ve satış büyümesi arasındaki fark ile temettü dağıtım değişkenlerinden türetilen üç gösterge kullanılmıştır. Yönetsel aşırı güvenin firma değerini olumsuz etkilediğini tespit etmiştir. Ye ve Yuan (2008), 2006 yılında Şanghay Menkul Kıymetler Borsası ve Shenzhen Menkul Kıymetler Borsası'nda finans sektörü dışında işlem gören 329 işletmenin verilerini kullanarak yönetsel aşırı güvenin yatırım kararları aracılığıyla firma değeri üzerindeki etkisini incelemiştir. Aşırı güven, yönetici hisse sahipliğindeki değişikliklerle, firma değeri ise Tobin's Q oranı ile ölçülmüştür. Eşzamanlı denklem modeli kullanılarak panel veri analizi yapılmıştır. Başlangıçta firma değeri üzerinde pozitif bir etki gözlemlenmişken, aşırı güvenin artmasıyla bu etkinin negatif hale geldiği tespit edilmiştir. Benzer sonuçlara sahip Fionita ve Pranyoto (2022) çalışmasında 2004-2021 yılları arasında yayımlanmış 138 makale üzerinde bibliyometrik analiz yapılmıştır. Sonuçlar, aşırı güvenin genellikle firma değeri üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğunu, ancak aşırı seviyelere ulaştığında negatif etkiler yarattığını ortaya koymuştur.

Aşırı güvenin farklı yöntemle ele alındığı bir diğer çalışma Akansu vd. (2017) çalışmasıdır. Çalışmada Fortune 500'e ait 532 video röportajdan elde edilen yüz ifadeleriyle ölçülen duygusal durumlarla aşırı güveni ilişkilendirmiş ve bunun işletme performansına etkisini incelemiştir. İşletme performansı, kâr marjı, özsermaye karlılığı, satış büyümesi ve varlık karlılığı olmak üzere dört ölçütü değerlendirilmiştir. Yapılan regresyon analizi, olumlu ruh haline sahip yöneticilerin zamanla aşırı güven geliştirdiğini ve bunun firma performansında uzun vadede düşüşe neden olduğunu ortaya koymuştur. Aşırı güven, yatırım ve finansman kararlarına dayalı beş ayrı değişken üzerinden ölçen Demirkan vd. (2023) çalışmasında 1980-2019 yılları arasında NYSE, AMEX ve NASDAQ borsalarında listelenen işletmelerde yönetsel aşırı güveni ve firma değeri ilişkisini incelenmiştir. Çalışmada yönetsel aşırı güveni, yöneticilerin yatırım ve finansman kararlarına dayalı bütünsel bir endeks olarak, firma değeri ise Tobin's Q oranı kullanılarak ölçülmüştür. Çalışmada aşırı güvenin firma değerini olumsuz etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Zavertiaeva vd. (2018) çalışmasında yönetici aşırı güveninin AR-GE ve firma değeri üzerindeki etkisini incelenmiştir. Çalışmada aşırı güvenin basına dayalı ve kişilik özelliklerine dayalı yöntemlerle ölçülürken firma değeri piyasa değeri/defter değeri oranı ile belirlenmiştir. Aşırı güvenli yöneticilerin AR-GE'ye daha fazla yatırdıkları ancak bu yatırımların genelde verimsiz olması nedeniyle firma değerini olumsuz etkileyebileceği belirtilmiştir.

Genel bağlamda literatür incelendiğinde, gelişmiş ülkelerde yapılan çalışmaların genellikle ABD, İngiltere ve Güney Kore gibi ekonomilerde yoğunlaşmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde ise Türkiye, Endonezya, İran ve Pakistan gibi ekonomilerde dikkat çekmektedir. Gelişmiş ülkelerde yapılan

çalışmalar, yönetici aşırı güveninin firma değeri üzerindeki etkilerini farklı yönleriyle ele almıştır. Pozitif etkiler arasında, Bharati vd. (2016), Chen ve Lin (2012), Hirshleifer vd. (2012), Leontis (2020), Kang vd. (2018) ve Slothouber (2010) tarafından yapılan çalışmalar, aşırı güvenin inovasyon, yatırım verimliliği ve düşük borç maliyetiyle firma değerini artırdığını vurgulamaktadır. Buna karşılık, Doukas ve Petmezas (2007), Malmendier ve Tate (2008) ile Roll (1986) ise aşırı güvenin birleşme ve devralma süreçlerinde hatalı kararlarla firma değerinde düşüşe neden olduğunu göstermiştir. Ayrıca, Hirshleifer vd. (2012) genç yöneticilerin cesur kararlar alarak firma değerini artırabileceğini belirtirken, Kang vd. (2018), ekonomik belirsizlik dönemlerinde aşırı güvenin olumlu etkilerine dikkat çekmiştir. Gelişmiş ülkelerde hisse senedi opsiyonu, sermaye harcamaları ve aşırı yatırım gibi yöntemler sıkça kullanılmış ve panel veri analizi ile lojistik regresyon modelleri tercih edilmiştir.

Gelişmekte olan ülkelerde yapılan çalışmalar ise aşırı güvenin etkilerinde daha fazla çeşitlilik ortaya koymuştur. Bazı çalışmalar (Basuki, 2020; Tang vd., 2020), aşırı güvenin yatırım artışı yoluyla firma değerine pozitif etkisini gösterirken, bazıları (Dashtbayaz ve Mohammadi, 2016; Kunjal vd., 2021; Shah vd., 2018), uzun vadeli hatalı kararların firma değerini düşürdüğünü belirtmiştir. Öte yandan, aşırı güven ile firma değeri arasında doğrudan bir ilişki bulunmadığını, sermaye yapısı gibi aracılık değişkenlerin bu ilişkiyi şekillendirdiğini ortaya koyan çalışma dikkat çekmektedir (Khalishah vd. (2021). Yönetici özellikleri bağlamında, Suryani vd. (2023), temettü politikalarının olumsuz etkileri hafiflettiğini, Yıkılmaz (2022) ise yatırım harcamalarına dayalı aşırı güvenin negatif etkilerini vurgulamıştır. Bu çalışmalarda sermaye harcamaları ve aşırı yatırım yöntemleri yaygın olarak kullanılmış ve regresyon analizleri ile panel veri modelleri tercih edilmiştir.

Benzerlikler açısından, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde yapılan çalışmalar, yönetici aşırı güveninin firma değerinde hem olumlu hem de olumsuz etkiler yaratabileceğini ortaya koymaktadır. Aşırı güven, özellikle inovasyon, yatırım kararları ve sosyal sorumluluk faaliyetleri bağlamında firma değerini artırıcı bir faktör olarak öne çıkmıştır. Ancak, hem gelişmiş ülkelerde (Doukas ve Petmezas, 2007; Roll, 1986) hem de gelişmekte olan ülkelerde (Dashtbayaz ve Mohammadi, 2016; Shah vd., 2018) yanlış yatırım kararlarının uzun vadede firma değerine zarar verebileceği de vurgulanmıştır.

Farklılıklar incelendiğinde, bağlam ve etki faktörleri açısından gelişmiş ülkelerdeki çalışmalar (Bharati, 2016; Cho vd., 2020; Hirshleifer vd., 2012), aşırı güvenin özellikle inovasyon ve rekabetçi sektörlerde firma değerini artırabileceğini göstermiştir. Buna karşın, gelişmekte olan ülkelerde (Dashtbayaz ve Mohammadi, 2016; Khalishah vd., 2021) ekonomik belirsizlikler ve piyasa dinamiklerinin bu ilişkiyi daha fazla etkilediği bulunmuştur. Sonuçlar açısından, gelişmiş ülkelerdeki çalışmalar genellikle pozitif etkiler üzerine odaklanırken (Chen ve Lin, 2012; Slothouber, 2010), gelişmekte olan ülkelerde negatif etkiler daha sık rapor edilmiştir (Dashtbayaz ve Mohammadi, 2016; Shah vd., 2018). Bununla birlikte Basuki (2020) ve Gao ve Han (2020) gibi çalışmalar, gelişmekte olan ülkelerde de pozitif etkilerin görülebileceğini göstermektedir. Aracılık değişkenleri bağlamında ise

gelişmekte olan ülkelerdeki çalışmalar (Khalishah vd., 2021; Listiani vd., 2023; Suryani vd., 2023), sermaye yapısı ve nakit akışı gibi değişkenlerin aşırı güven-firma değeri ilişkisini anlamada önemli olduğunu vurgulamıştır. Buna karşın, gelişmiş ülkelerde doğrudan inovasyon ve yatırım kararlarının etkileri öne çıkmıştır (Hirshleifer vd., 2012; Kang vd., 2018). Bu bulgular, aşırı güvenin firma değerine etkilerinin bağlama ve piyasa koşullarına göre çeşitlilik gösterdiğini ortaya koymaktadır.

Turizm sektörüne yönelik literatürde, yönetici özelliklerinin işletme performansına etkisini inceleyen çalışmalar (Bulut ve Er, 2018; Kim ve Jang, 2020), bulunmakla birlikte, yönetsel aşırı güvenin firma değerine etkisini doğrudan konaklama işletmeleri özelinde inceleyen bir çalışmaya tarafımızca erişilememiştir. Bu doğrultuda gerçekleştirilen çalışma, literatürdeki bu eksikliği gidererek konaklama sektöründe yönetici aşırı güveninin firma değeri üzerindeki etkilerini daha detaylı bir şekilde analiz etmeyi hedeflemektedir.



3. MATERYAL ve YÖNTEM

Bu bölümde, araştırmanın problemi, amacı, kapsamı, önemi, araştırma soruları, örneklem ve veri kaynakları, model ve değişkenleri ile sınırlılıkları alt başlıklar halinde ele alınmaktadır. Araştırmanın ana unsurları, her başlık altında ayrıntılı olarak incelenmektedir.

3.1. Araştırmanın Problem İfadesi

Geleneksel finans, yöneticilerin finansman ve yatırım kararlarını hissedar servetini maksimize etme amacıyla rasyonel bir şekilde aldığını savunmakta, eksiksiz bilgi ve tarafsız değerlendirme varsayımına dayanmaktadır. Ancak davranışsal finans, finansal kararların bilişsel ve duygusal önyargılardan etkilendiğini öne sürmektedir. Psikoloji araştırmaları, karar alma süreçlerinin sınırlı rasyonellik ve bilişsel önyargılarla şekillendiğini, bu durumun geleneksel finansın optimal modelleriyle çelişebileceğini göstermektedir (Abdeldayem ve Seedek, 2018, s. 926). Davranışsal finans, yatırımcı ve işletme anomalilerini psikolojik çerçevede çözümleyen bir kuram olup, aşırı güven bu anomalilerin önde gelenlerinden biridir. Aşırı güven, bireylerin bilgilerini abartmasına, riskleri hafife almasına ve yetkinliklerini olduğundan fazla değerlendirmesine yol açan bir önyargıdır (Boutzias, 2018, s. 13).

Aşırı güven kavramı kökenini psikoloji literatüründen alsa da günümüzde finans ve ekonomi alanlarında da incelenmektedir. Bazı araştırmacılar, aşırı güvenin Darwin'in doğal seleksiyon sürecinin bir sonucu olduğunu ve nesiller boyunca aktarılmasının hayatta kalmada önemli bir rol oynadığını öne sürmektedir. Araştırmalar, bireylerin özellikle kendi becerileri konusunda aşırı güven eğiliminde olduğunu ve bu önyargının, işletmeler veya topluluklar üzerinde etkili konumda bulunan yöneticilerde daha belirgin hale geldiğini göstermektedir (Barbosa, 2019, s. 20; Camerer ve Malmendier, 2012, ss. 260-261). Yöneticiler, sahip oldukları bilgi üstünlüğü, profesyonel deneyim ve erişim imkânları nedeniyle kendilerini daha yetkin ve başarılı görme eğilimindedir. Ancak bu algı her zaman gerçeği yansıtmayarak aşırı güvene yol açabilmektedir. Yöneticilerin aşırı güveni, yalnızca bireysel niteliklerinden değil, bulundukları pozisyonun sağladığı avantajlar ve finansal yönetim kararlarının taşıdığı önemden de kaynaklanmaktadır (Qiao ve Xu, 2019, s. 1). Bu bağlamda yönetsel aşırı güven, yöneticilerin karar alma becerilerini olduğundan üstün görmesi, işletme varlıklarını piyasanın düşük değerlendirdiğine inanması ve yatırımların gelecekteki değerini fazla tahmin etmesi olarak tanımlanabilmektedir. Bu önyargı, yöneticilerin finansman ve yatırım kararlarında rasyonellikten sapmalarına neden olabilmektedir (Malmendier ve Tate, 2015, s. 46).

Finansal yönetim, işletmelerin faaliyetlerini sürdürebilmesi için gereksinim duyulan fonların uygun şekilde elde edilmesi ve kazançlı yatırımlarda değerlendirilmesini içeren bir süreçtir (Poyraz, 2008, s. 3). Bununla birlikte finansal yönetim, finansal karar alıcıların yükümlülük ve fonksiyonları olarak da ifade edilebilmektedir. Finansal karar alıcıların yükümlülükleri işletmenin kaynak bileşimini, yatırım kararlarını, temettü dağıtımını ve işletme büyüklüğünü belirlemektir. Finans yöneticilerinin vermesi gereken finansal yönetim kararlarında öncelikli amaç değer maksimizasyonudur. 1950'lere

kadar işletmelerin başarı hedefleri kâr maksimizasyonuna dayanırken, kâr kavramının tek başına bir anlam ifade etmemesi ve risk ile paranın zaman değerini göz ardı etmesi nedeniyle bilimsel eleştirilere maruz kalmış ve bu anlayış değer maksimizasyonuna (ortakların refahının maksimizasyonu) evrilmiştir (Önal ve Karadeniz, 2004, s. 140). Dolayısıyla işletmelerin başarılı olarak faaliyetlerine devam etmesi ve rakiplerinin önüne geçmesi, finans yöneticilerinin verdikleri etkin finansal kararlara bağlıdır (Akgüç, 1994, ss. 1-8).

Finans yöneticileri tarafından alınan en önemli kararlardan biri finansman (sermaye yapısı) kararlarıdır. Sermaye yapısı, işletmenin öz sermaye, uzun vadeli borçlar ve sürekli nitelikteki kısa vadeli borçlardan oluşan finansman kaynaklarını ifade etmektedir. İşletme yöneticilerinin firma değerini artırmak bağlamında işletme varlıklarının yönetilmesi tek başına yeterli olmamakta, bu varlıkların finansmanında kullanılacak kaynak birleşiminin belirlenmesinde sürdürülen finansal politikalar da firma değeri üzerinde belirleyici olmaktadır (Ata ve Ağ, 2010, s. 46). Finans yöneticileri, sermaye maliyetini en aza indirerek firma değerini maksimize etmeyi hedeflerken, borç ve öz sermaye arasında denge kurarak finansman stratejilerini belirlemektedir (Yener ve Karakuş, 2012, s. 78). Sermaye yapısı kararı, işletme içi ve dışı birçok unsurun etkisi altında gelişen karmaşık bir süreç olup, borçlanma kararları kapsamında borcun temin edilme şekli ve vadesi de finans yöneticisinin yetki alanına dâhildir (Mirhaji, 2020, s. 16).

Son yıllarda küresel rekabetin artmasıyla birlikte turizm sektörü, karmaşık yapısı ve yüksek risklere duyarlılığıyla en çok etkilenen sektörlerden biri olmuştur (Gülaç, 2014, s. 6). Konaklama işletmeleri, değişen müşteri taleplerine hızlı uyum sağlamak, yüksek maliyetlerle faaliyet göstermek ve sabit sermaye yatırımları yapmak zorundadır. Bu sebeplerle, finansal açıdan güçlü kalabilmek ve rekabette öne çıkabilmek için doğru finansman ve yatırım kararları almak kritik önem taşımaktadır (Karadeniz vd., 2017, s. 158). Konaklama işletmeleri, sermaye yoğun yapıları ve değişken talep koşulları nedeniyle, aşırı güvenli yöneticilerinin riskleri hafife alarak rasyonel olmayan finansal kararlar almaları durumunda finansal sürdürülebilirlikleri olumsuz etkilenebilmektedir. Ayrıca, ekonomik krizlere ve talep dalgalanmalarına duyarlı olan bu sektörde yöneticilerin finansal kararlarında daha dikkatli olmaları gerekmektedir. Bu bağlamda, yönetimsel aşırı güvenin sektöre özgü etkilerinin anlaşılması, işletmelerin finansal performansını iyileştirecek stratejiler geliştirilmesi açısından önem arz etmektedir. Literatürde de, özellikle gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde konaklama işletmelerinde yönetimsel aşırı güvenin sermaye yapısı ve firma değeri üzerindeki etkilerine dair sınırlı çalışma bulunması, bu alanda derinlemesine araştırmayı gerektirmektedir.

Yöneticilerin aşırı güven eğiliminin konaklama işletmelerinde sermaye yapısı kararlarını ve firma değerini nasıl etkilediği, finansal politikaların şekillendirilmesi açısından kritik bir öneme sahiptir. Bu durum, yöneticilerin ve piyasaların davranışsal önyargılardan nasıl etkilendiklerini anlamanın, onların davranışlarını değiştirme veya bu önyargılara uyum sağlama süreçlerinde ekonomik sonuçları iyileştirmede büyük bir rol oynamasıyla ilişkilidir. Yöneticilerin aşırı güven gibi davranışsal önyargılara

sahip olmaları, yatırım ve finansman kararlarını etkileyerek işletmenin risk ve getiri dengesi üzerinde önemli sonuçlar doğurabilir. Aşırı güven sahibi yöneticiler, gelecekteki kazanç beklentilerini fazla iyimser değerlendirebilir ve bu nedenle gereksiz sermaye harcamalarına veya aşırı borçlanmaya yönelebilirler. Bu durum, işletmenin sermaye yapısının optimal dengesini bozabilir ve sonuç olarak firma değerinde dalgalanmalara yol açabilir. Dolayısıyla, yöneticilerin aşırı güven eğilimlerinin finansal performans ve firma değeri üzerindeki potansiyel etkilerini anlamak, bu tür olumsuz sonuçları önlemek amacıyla alınacak stratejik kararlar ve uygulanacak finansal politikalar açısından son derece önemlidir. Ayrıca, bu tür davranışsal eğilimlerin farkında olunması, finansal yönetim ve kurumsal yönetim süreçlerinde daha bilinçli ve etkin stratejiler geliştirilmesine olanak tanır. Böylece, turizm sektöründeki konaklama işletmeleri, piyasa koşullarına daha uygun ve sürdürülebilir finansal yapılar oluşturabilir, uzun vadede rekabet güçlerini artırarak ekonomik başarılarını sürdürebilirler.

3.2. Araştırmanın Amacı ve Kapsamı

Konaklama işletmeleri, benzer hizmetler sunmaları, aynı destinasyonlarda faaliyet göstermeleri ve yoğun rekabet altında olmaları nedeniyle turizm sektörünün en dinamik aktörlerindendir (Buhalis ve Cooper, 1998, s. 334). Bu koşullarda sürdürülebilirliklerini sağlamak için sermaye yapılarını dikkatle belirlemeleri, doğru yatırım kararları almaları ve nakit akışlarıyla firma değerlerini artırmaları gerekmektedir. Finans yöneticileri, bu süreçte işletmenin yatırım ve finansman kararlarını şekillendirerek firma değerini doğrudan etkilemektedir. Araştırmalar, yöneticilerin yönetsel aşırı güven eğiliminin bu kararlarda önemli bir rol oynadığını göstermektedir (Abdeldayem ve Seedek, 2018, s. 926; Bulut, 2017, s. 37; Fairchild, 2009, s. 35; Goel ve Thakor, 2008; Hackbarth, 2009, s. 407; Heaton, 2002, s. 43; Li ve Zhang, 2012, s. 210). Risk ve belirsizliğin yüksek olduğu konaklama sektöründe, yönetsel aşırı güvenin varlığı ve etkilerinin analizi, finansal stratejilerin geliştirilmesi açısından kritik önem taşımaktadır.

Bu bağlamda tez çalışmasının üç amacı bulunmaktadır. Birinci amaç, gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerde faaliyet gösteren konaklama işletmelerinde yönetsel aşırı güvenin varlığını tespit etmek ve küresel kriz dönemlerindeki seyrini inceleyerek krizlerin bu eğilim üzerindeki olası etkilerini değerlendirmektir. İkinci amaç, yönetsel aşırı güven eğilimlerinin, sermaye yapısı kararları ve firma değeri üzerindeki etkilerini, gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerdeki konaklama işletmeleri bağlamında karşılaştırmalı olarak analiz etmektir. Üçüncü ve son amaç ise, sürekli yönetsel aşırı güven sergileyen işletmeler ile bu eğilimin gözlenmediği işletmeler arasında sermaye yapısı, firma değeri ve kontrol değişkenleri (firma karlılığı, firma büyüklüğü, piyasa değeri/defter değeri ve nakit akış oranı) açısından istatistiksel olarak anlamlı farklılıkların olup olmadığını ortaya koymaktır. Analize dâhil edilen konaklama işletmelerinde yönetsel aşırı güvenin sermaye yapısı ve firma değeri üzerindeki etkilerinin gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler bağlamında karşılaştırmalı olarak incelenmesinin konaklama sektöründeki işletmelere stratejik kararlar alırken rehberlik edebileceği ve bu alanda yapılacak çalışmalara katkı sağlayarak akademik yazına değer katacağı düşünülmektedir.

Araştırmanın kapsamını Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund - IMF) tarafından gelişmiş ekonomiler (developed economies) ile gelişmekte olan veya yükselen ekonomiler (emerging market and developing economies) olarak tanımlanan ülkelerde konaklama sektöründe faaliyet gösteren ve halka açık konaklama işletmeler oluşturmaktadır. Uluslararası bağlamda turizm sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin sınıflandırılmasındaki farklılıklar araştırmada yer alması planlanan işletmelerin sınırlandırılmasına neden olmuştur. Bu nedenle, karşılaştırmalardaki ve elde edilen verilerdeki farklılıkları en aza indirmek amacıyla, Thomson Reuters veri tabanında otel ve motel kategorisinde yer alan ve konaklama hizmeti sunan işletmeler örnekleme dâhil edilmiştir. Yönetimsel aşırı güvenin ölçümü, sermaye yapısı ve firma değeri analizinde kullanılacak oranlar ve ekonometrik değişkenler, işletmelerin finansal durum tablosu, kapsamlı gelir tablosu ve nakit akış tabloları üzerinden elde edilmiştir.

3.3. Araştırmanın Önemi

Finans yöneticileri, sermaye yapısı kararlarını ekonomik, finansal ve psikolojik faktörlerin etkisiyle almaktadır. İşletmeler, sermaye maliyetini en aza indirerek nakit akışlarını ve firma değerini maksimize eden optimal bir sermaye yapısı hedeflemektedir (Brigham ve Houston, 2015, s. 464; Feldman, 2005, s. 10). Yönetimsel aşırı güven, yöneticilerin olumlu sonuçları abartmasına ve finansal başarısızlık risklerini hafife almasına yol açan bir bilişsel önyargı olup, borçlanma seviyelerinde ve firma değerinde farklılıklara neden olabilmektedir (Diba, 2012, s. 6). Aşırı güvenli yöneticiler, bilgi ve deneyimlerine dayanarak hızlı kararlar alabilmekte, bu da firma değerini olumsuz etkileyebilmektedir (Can, 2019, s. 98).

Bu araştırmanın teoriye, literatüre ve konaklama işletmelerine önemli katkılar sunacağı düşünülmektedir. Teori açısından değerlendirildiğinde, yönetimsel aşırı güvenin sermaye yapısı ve firma değeri üzerindeki etkilerini davranışsal finans çerçevesinde inceleyerek, geleneksel finans teorilerinin rasyonel karar alma varsayımına meydan okumaktadır. Aşırı güvenin finansal kararlara etkisini gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomiler bağlamında karşılaştırmalı olarak analiz ederek, davranışsal finans ve sermaye yapısı teorilerine uluslararası bir perspektif kazandırmayı hedeflemektedir. Bununla beraber araştırma gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerde faaliyet gösteren konaklama işletmelerinde aşırı güvenin firma değeri üzerindeki etkisini karşılaştırmalı olarak inceleyerek, davranışsal finansın firma değeri üzerindeki etkilerini küresel bir bakış açısıyla değerlendirmektedir.

Literatüre katkı olarak, konaklama sektöründe yönetimsel aşırı güvenin finansman kararları ve firma değeri üzerindeki etkilerine dair sınırlı çalışmaları (Kim ve Yang, 2020; Seo ve Sharma, 2014; Sund, 2016; Vieru, 2015) genişletmekte; özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ekonomilerdeki (Bulut ve Er, 2018; Can, 2019; Erdoğan ve Yalçın, 2016; Gürünlü, 2018; Mirhaji, 2020; Ok, 2020; Tekin, 2015; Tekin, 2019; Yazar, 2019; Yıkılmaz, 2022) bilgi boşluğunu doldurmayı amaçlamaktadır. Gelişmiş ülkelerdeki güçlü finansal piyasalar ve stabil koşullar ile gelişmekte olan ülkelerdeki finansmana erişim

zorlukları ve yüksek piyasa riskleri, aşırı güvenin sermaye yapısı kararlarında ve firma değeri üzerindeki etkilerinde heterojenlik yaratabilmekte olduğu düşünülmektedir. Bu farklılıkların karşılaştırmalı analizinin, turizm ve finans literatürüne yeni içgörüler sunması beklenmektedir.

Bu çalışma sermaye yoğunluğu ve döngüsel yapısıyla yüksek rekabet koşullarında faaliyet gösteren konaklama sektöründe, finansal karar alma süreçlerinin rasyonelleştirilmesine yönelik öneriler sunarak, konaklama işletmelerinin stratejik finansal yönetim kapasitelerini geliştirmeye katkı sağlamayı amaçlamaktadır. Yönetimsel aşırı güvenin sermaye yapısı kararlarındaki etkilerinin belirlenmesi, yöneticilerin irrasyonel karar alma risklerini azaltmasına, borç ve öz sermaye dengesini optimize etmesine ve finansal sürdürülebilirliği güçlendirmesine olanak sağlayacaktır. Bu, özellikle mevsimsel talep dalgalanmaları ve yüksek sabit maliyetlerle karşı karşıya olan konaklama işletmeleri için stratejik bir rehber sunmaktadır. Ayrıca çalışma sonuçlarının, yatırımcılara ve politika yapıcılara, konaklama işletmelerinin finansal performansını ve rekabet gücünü artırmaya yönelik bilinçli stratejiler geliştirme konusunda yol göstereceği ümit edilmektedir. Yine bu çalışmanın, aşırı güvenin firma değerine etkilerini belirleyerek, konaklama işletmelerinin finansal sağlığını güçlendirecek stratejiler geliştirmesine olanak sağlayarak yöneticilerin aşırı güvenin yol açabileceği değer kayıplarını önlemek için daha bilinçli kararlar alabilmesine, yatırımcı ve politika yapıcıların firma değerini artıran finansal politikalar tasarlayabilmesine yönelik bulgular sunarak konaklama işletmelerinin rekabet gücünü ve uzun vadeli değerini korumasında önemli bir rol oynayacağı düşünülmektedir.

3.4. Araştırma Soruları

Araştırmanın amaçları doğrultusunda aşağıda yer alan araştırma sorularına cevap aranmaya çalışılmıştır;

1. Gelişmiş ülkelerde faaliyet gösteren konaklama işletmeleri yöneticilerinde aşırı güven eğilimi var mıdır? Söz konusu eğilimde analiz kapsamındaki dönemler itibarıyla farklılık var mıdır?
2. Gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren konaklama işletmeleri yöneticilerinde aşırı güven eğilimi var mıdır? Söz konusu eğilimde analiz kapsamındaki dönemler itibarıyla farklılık var mıdır?
3. Gelişmiş ülkelerde faaliyet gösteren konaklama işletmelerinin aşırı güven eğilimi sermaye yapısı kararlarında etkili midir? Eğer etkiliyse aşırı güven eğilimi ile sermaye yapısı kararları arasında nasıl bir ilişki vardır?
4. Gelişmiş ülkelerde faaliyet gösteren konaklama işletmelerinin aşırı güven eğilimi borcun vade yapısı üzerinde etkili midir? Eğer etkiliyse aşırı güven eğilimi ile borcun vade yapısı arasında nasıl bir ilişki vardır?
5. Gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren konaklama işletmelerinin aşırı güven eğilimi sermaye yapısı kararlarında etkili midir? Eğer etkiliyse aşırı güven eğilimi ile sermaye yapısı kararları arasında nasıl bir ilişki vardır?

6. Gelişmekte ülkelerde faaliyet gösteren konaklama işletmeleri yöneticilerinin aşırı güven eğilimi borcun vade yapısı üzerinde etkili midir? Eğer etkiliyse aşırı güven eğilimi ile borcun vade yapısı arasında nasıl bir ilişki vardır?
7. Gelişmiş ülkelerde faaliyet gösteren konaklama işletmeleri yöneticilerinde görülen aşırı güven eğiliminin firma değeri üzerinde etkisi var mıdır? Eğer etkiliyse aşırı güven eğilimi ile firma değeri arasında nasıl bir ilişki vardır?
8. Gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren konaklama işletmeleri yöneticilerinde görülen aşırı güven eğiliminin firma değeri üzerinde etkisi var mıdır? Eğer etkiliyse aşırı güven eğilimi ile firma değeri arasında nasıl bir ilişki vardır?
9. Gelişmiş ülke ve gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren konaklama işletmelerinde yönetsel aşırı güvenin, piyasa değeri/defter değeri oranının, işletme büyüklüğünün, faiz ve vergi öncesi kar/toplam varlıklar oranının sermaye yapısına etkisi açısından benzerlik veya farklılıklar var mıdır?
10. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren konaklama işletmelerinde yönetsel aşırı güvenin işletme büyüklüğünün, toplam yabancı kaynaklar / toplam varlıklar oranının, işletme faaliyetlerinden elde edilen nakit akış / toplam varlıklar oranının ve faiz ve vergi öncesi kar /toplam varlıklar oranının firma değerine etkisi açısından benzerlik veya farklılıklar var mıdır?
11. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülke örneklerinde sürekli yönetsel aşırı güven sergileyen konaklama işletmeleri ile sergilemeyen konaklama işletmeleri arasında sermaye yapısı ve firma değeri açısından istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık bulunmakta mıdır?
12. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülke örneklerinde sürekli yönetsel aşırı güven sergileyen konaklama işletmeleri ile sergilemeyen konaklama işletmeleri arasında işletme büyüklüğü, faiz ve vergi öncesi kar /toplam varlıklar oranı, piyasa değeri/defter değeri oranı ve işletme faaliyetlerinden elde edilen nakit akış / toplam varlıklar oranı açısından istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık bulunmakta mıdır?

3.5. Araştırma Örnekleme ve Veri Kaynakları

Konaklama işletmelerinde yönetsel aşırı güvenin sermaye yapısı ve firma değeri üzerindeki etkisini ortaya koymak amacıyla tasarlanan bu araştırmanın evrenini, gelişmiş ve gelişmekte olan ülke borsalarında işlem gören konaklama işletmeleri oluşturmaktadır. Evren ve örneklemin belirlenmesi sürecinde hizmet sektörünün uluslararası bağlamda sınıflandırılmasında farklılıklar olduğu gözlemlenmiştir. Türkiye’de Borsa İstanbul’da (BİST) işlem gören işletmelerin kamuya yönelik duyurularının bulunduğu Kamuyu Aydınlatma Platformu’nda (KAP) turizm sektörü oteller ve lokantalar şeklinde sınıflandırılırken, diğer ülke borsalarında kumarhane, havayolu, spor ve benzeri hizmet işletmelerinin de söz konusu sektör kapsamında faaliyet gösterdiği görülmüştür. Uluslararası bağlamda turizm sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin sınıflandırılmasındaki farklılıklar araştırmada

yer alması planlanan işletmelerin sınırlandırılmasına neden olmuştur. Bu nedenle, karşılaştırmalardaki ve elde edilen verilerdeki farklılıkları en aza indirmek amacıyla, Thomson Reuters Eikon veri tabanında otel ve motel kruiz kategorisinde yer alan ve konaklama hizmeti sunan işletmeler analiz kapsamına alınmıştır.

Araştırmanın amaçları doğrultusunda gelişmiş ve gelişmekte olan ülke borsalarında işlem gören konaklama işletmelerinin 2004-2023 yıllarına ait yıllık finansal verileri kullanılmıştır. 2004-2023 yıl aralığının seçilmesinin sebebi, söz konusu aralığın verilere kesintisiz şekilde erişilebilen ve en geniş gözlem sayısına sahip yıl aralığı olmasıdır. Araştırmanın örnekleme yönelik veri toplama süreci, 2024 yılının ocak ayında tamamlanmıştır. Örneklem kapsamındaki gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilere ilişkin söz konusu sınıflandırma için Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund) tarafından 2023 yılında yayımlanan rapordan yararlanılmıştır. Uluslararası Para Fonu (IMF), ülkeleri gelişmiş ve gelişmekte olan olarak kategorize ederken, çeşitli ekonomik göstergeleri temel almaktadır. Bu göstergeler ülkelerin kişi başına düşen gelir düzeyi, enflasyon ve işsizlik seviyesi, ihracat yapısının çeşitliliği ve küresel finansal sisteme uyum derecesi gibi çeşitli göstergeleri dikkate almaktadır. Ülkelerin bu alanlardaki performansları ve kaydettikleri ilerlemeler, yapılan sınıflandırmada belirleyici rol oynamaktadır (IMF, 2023). Raporda gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomiler kategorisinde yer alan ülkeler Tablo 3.1’de sunulmaktadır.

Tablo 3.1. Gelişmekte Olan ve Gelişen Ekonomiler ile Gelişmiş Ekonomiler Sınıflandırmasında Yer Alan Ülkeler

Gelişmekte Olan ve Gelişen Ekonomiler					Gelişmiş Ekonomiler	
Afganistan*	Dominika*	Kamerun*	Moldova*	Solomon Adaları*	Almanya	Norveç*
Angola*	Ekvador*	Karadağ	Moritanya*	Somali*	Amerika Birleşik Devletleri	Portekiz
Antigua ve Barbuda*	Ekvator Ginesi*	Katar*	Mozambik*	Sri Lanka	Andorra*	Porto Riko**, *
Arjantin*	El Salvador*	Kazakistan*	Myanmar*	Sudan*	Avustralya	San Marino*
Arnavutluk*	Endonezya	Kenya*	Namibya*	Surinam*	Avusturya*	Singapur
Aruba*	Eritre*	Kırgızistan*	Nauru*	Suriye*	Belçika*	Slovak Cumhuriyeti*
Azerbaycan*	Ermenistan*	Kiribati*	Nepal*	Suudi Arabistan	Birleşik Krallık	Slovenya
Bahamalar*	Esvatini*	Kolombiya*	Nijer*	Şili*	Çek Cumhuriyeti*	Tayvan
Bahreyn	Etiyopya*	Komorlar*	Nijerya	Tacikistan*	Danimarka	Yeni Zelanda*
Bangladeş	Fas*	Kongo Cumhuriyeti*	Nikaragua*	Tanzanya*	Estonya*	Yunanistan
Barbados*	Fiji*	Kosova*	Orta Afrika Cumhuriyeti*	Tayland	Finlandiya*	
Batı Şeria ve Gazze*	Fildişi Sahili*	Kosta Rika*	Özbekistan*	Togo*	Fransa	
Belize*	Filipinler	Kuveyt*	Pakistan	Tonga*	Hırvatistan	
Benin*	Gabon*	Laos*	Palau*	Trinidad ve Tobago*	Hollanda*	
Beyaz Rusya*	Gambiya*	Lesotho*	Panama*	Tunus*	Hong Kong ÖİB**	
Birleşik Arap Emirlikleri	Gana*	Liberya*	Papua Yeni Gine*	Tuvalu*	İrlanda*	
Bolivia	Gine*	Libya*	Paraguay*	Türkiye	İspanya	
Bosna-Hersek	Gine-Bissau*	Lübnan*	Peru*	Türkmenistan*	İsrail	
Botsvana	Grenada*	Macaristan*	Polonya	Uganda*	İsviçre	
Brezilya	Guatemala*	Madagaskar*	Romanya	Ukrayna*	İsveç	
Brunei*	Guyana*	Makedonya	Ruanda*	Umman	İtalya*	
Bulgaristan	Güney Afrika	Malavi*	Rusya	Uruguay*	İzlanda*	
Burkina Faso*	Güney Sudan*	Maldivler*	Saint Kitts ve Nevis*	Ürdün*	Japonya	
Burundi*	Gürcistan*	Malezya	Saint Lucia*	Vanuatu*	Kanada*	
Butan*	Haiti*	Mali*	Saint Vincent ve Grenadinler*	Venezuela*	Güney Kıbrıs Rum Yönetimi	

Tablo 3.1. (devamı)

Cezayir*	Hindistan	Marshall Adaları*	Samoa*	Vietnam	Kore
Cibuti*	Honduras*	Mauritius	São Tomé ve Príncipe*	Yemen*	Letonya*
Çad*	Irak	Meksika	Senegal*	Yeşil Burun Adaları*	Litvanya*
Çin	İran*	Mısır	Seyşeller*	Zambiya	Lüksemburg*
Doğu Timor*	Jamaika*	Mikronezya*	Sırbistan*	Zimbabve	Makao ÖİB**,*
Dominik Cumhuriyeti*	Kamboçya*	Moğolistan*	Sierra Leone*		Malta

Kaynak: IMF (2022)

* Veri eksikliği sebebiyle analize dâhil edilememiştir.

** "ÖİB" Özel İdari Bölge anlamına gelmektedir.

Amerika, Asya, Avrupa ve Okyanusya kıtalarında yer alan ve verilerine ulaşılabilen gelişmiş ülke kapsamındaki 21 ülkede 132 adet konaklama işletmesinin ve gelişmekte olan ülke kapsamındaki 32 ülkede 151 adet konaklama işletmesinin 2004-2023 yıllarına ilişkin yıllık verileri Thomson Reuters Eikon veri tabanından elde edilmiştir. Tablo 3.2’de araştırmanın örneklemini oluşturan ülkeler ile bu ülkelerdeki borsalar ve bu borsalarda işlem gören konaklama işletmelerinin sayıları gelişmiş ve gelişmekte olan ülke kapsamında ayrıştırılarak sunulmuştur.

Tablo 3.2. Analiz Kapsamındaki Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler ile İşletme Sayıları

GELİŞMİŞ ÜLKELER			
KITA	ÜLKELER	KITA	ÜLKELER
ASYA	Hong Kong (17), HKEX*	AVRUPA	Almanya (2), HAM*- XMUN*
	İsrail (3), TASE*		Birleşik Krallık (7), LSEG-AQSE*
	Japonya (16), TYO-FSE*		Danimarka (2), NASDAQ CPH*
	Kore (Güney) (2), KRX*		Fransa (6), EPA*
	Singapur (13), SGX*		Hırvatistan (12), ZSE* ¹
	Tayvan (11), TWSE*-TPEX*		İspanya (3), BME*
AMERİKA			İsviçre (2), SIX*
			İsveç (2), OMX*
			Güney Kıbrıs Rum Yönetimi (8), CSE* ²
			Malta (1), MSE* ¹
			Portekiz (2), LIS*
			Slovenya (3), LISE*
			Yunanistan (1), ATHEX*
GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER			
KITA	ÜLKELER	KITA	ÜLKELER
AFRİKA	Güney Afrika (1), JSE*	ASYA	Bahreyn (1), BSE* ¹
	Malavi (1), MSE* ²		Bangladeş (1), DSE*
	Mauritius (3), SEMDEX*		Çin Halk Cumhuriyeti (7), SSE-SZSE*
	Mısır (5), EGX*		Endonezya (10), IDX*
	Zimbabve (1), ZSE* ²		Filipinler (4), PSE*
AVRUPA	Bosna Hersek (3), BLSE*		Hindistan (22), NSE-BSE* ³
	Bulgaristan (2), BSE* ²		Irak (4), ISX*
	Karadağ Cumhuriyeti (13), MNSE*		Malezya (7), BM*
	Makedonya (1), MSE* ³		Pakistan (3), PSX*
	Polonya (1), WSE*		Sri Lanka (27), CSE* ¹
	Romanya (12), BVB*		Suudi Arabistan (1), TADAWUL*
	Rusya (1), MOEX*		Tayland (5), SET*
	Türkiye (4), BIST*		

Tablo 3.2. (devamı)

AMERİKA		Umman (4), MSM*
	Bolivya (1), BBV*	Ürdün (2), ASE*
	Brezilya (1), B3S.A.*	Vietnam (1), HNX*
	Meksika (1), BMV*	
	Peru (1), BVL*	

*Ülkelerdeki menkul kıymet borsalarının piyasalarda kullanılan resmi kısaltmalarını temsil etmektedir.

Üst simgeler (^{1,2,3}) aynı kısaltmayı kullanan farklı menkul kıymet borsalarını ayırt etmek için kullanılmıştır.

Çalışmanın amacı doğrultusunda gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde yönetsel aşırı güvenin sürekli varlığı ile sürekli yokluğu arasında fark olup olmadığını belirlemek için yukarıdaki örneklem grubundan yeni bir alt grup oluşturulmuştur. Gelişmiş ülke örneklemini içinden analiz dönemi boyunca sürekli aşırı güven varlığı gösteren 29 ve sürekli aşırı güven yokluğu gösteren 24 konaklama işletmesi belirlenmiştir. Bu bağlamda analiz dönemi kapsamında gelişmiş ülke örneklemine ilişkin sadece aşırı güven varlığı gösteren ve hiç aşırı güven varlığı göstermeyen konaklama işletmelerin faaliyet gösterdiği ülke ve kıtalar Tablo 3.3'te sunulmaktadır.

Tablo 3.3. Gelişmiş Ülke Kapsamında Aşırı Güven Varlığı ve Aşırı Güven Yokluğu Gösteren Ülkeler ile İşletme Sayıları

GELİŞMİŞ ÜLKE AŞIRI GÜVEN VARLIĞI				GELİŞMİŞ ÜLKE AŞIRI GÜVEN YOKLUĞU				
KITA		ÜLKELER		KITA		ÜLKELER		
AVRUPA	Birleşik Krallık (3)	AMERİKA	ABD (2)	AVRUPA	Birleşik Krallık (4)	AMERİKA	ABD (1)	
	Hırvatistan (5)				Hırvatistan (1)			
	Danimarka (1)				Güney Kıbrıs Rum Yönetimi (2)			
	Güney Kıbrıs Rum Yönetimi (1)				Fransa (1)			
	Fransa (1)				Yunanistan (1)			
	İspanya (2)	ASYA	Hong Kong (3) İsrail (1) Japonya (4) Singapur (4)		Portekiz (1)	ASYA	Hong Kong (4) Japonya (1) Singapur (1) Tayvan (3)	
	İsveç (1)				Slovenya (2)			
	İsviçre (1)				İspanya (1)			
					İsviçre (1)			

Gelişmekte olan ülke örneklemini içinden ise analiz dönemi boyunca sürekli aşırı güven varlığı gösteren 28 ve sürekli aşırı güven yokluğu gösteren 24 konaklama işletmesi olduğu tespit edilmiştir. Analiz dönemi kapsamındaki gelişmekte olan ülke ekonomileri örneklemine ilişkin aşırı güven varlığı ve aşırı güven yokluğu gösteren ülkeler ile işletme sayıları Tablo 3.4'te yer almaktadır.

Tablo 3.4. Gelişmekte Olan Ülke Kapsamında Aşırı Güven Varlığı ve Aşırı Güven Yokluğu Gösteren Ülkeler ile İşletme Sayıları

GELİŞMEKTE OLAN ÜLKE AŞIRI GÜVEN VARLIĞI				GELİŞMEKTE OLAN ÜLKE AŞIRI GÜVEN YOKLUĞU			
KITA	ÜLKELER	KITA	ÜLKELER	KITA	ÜLKELER	KITA	ÜLKELER
AFRİKA	Mauritius (1)	AMERİKA	Brezilya (1)	AFRİKA	Mauritius (1)	ASYA	Ürdün (1)
	Mısır (1)		Meksika (1)				Sudi Arabistan (1)
	Güney Afrika (1)						Çin (1)
AVRUPA	Bosna Hersek (2)	ASYA	Pakistan (1)	AVRUPA	Bulgaristan (1)		Hindistan (4)
	Makedonya (1)		Çin (1)		Karadağ (1)		Endonezya (2)
	Karadağ (4)		Endonezya (3)		Romanya (1)		Filipinler (1)
	Romanya (7)		Malezya (1)				Sri Lanka (8)
			Sri Lanka (3)				Tayland (2)

Tez çalışmasının teorik bölümünde, ulusal ve uluslararası dergilerde yayımlanmış en fazla atıf yapılan makalelerden yararlanılmıştır. Konuyla ilgili yazılmış kitaplar, ulusal ve uluslararası düzeyde hazırlanmış tezler de kapsamlı bir şekilde incelenmiştir. Ayrıca, internet üzerinden erişilebilen çeşitli veri kaynakları da bu bölümde kullanılmıştır. Bu doğrultuda toplamda 360 adet makale, 36 adet tez, 83 kitap ve 3 adet internet üzerinden erişilebilen veri kaynağından yararlanılmıştır. Teorik çerçeve oluşturulurken, konuyla ilgili en güncel ve saygın akademik kaynakların tercih edilmesine özen gösterilmiştir. Hem yerel hem de küresel ölçekteki çalışmalar, konunun derinlemesine ele alınmasına katkı sağlamıştır. Bu bağlamda, araştırmanın teorik temelleri sağlam ve geniş bir literatür taraması üzerine inşa edilmeye çalışılmıştır. Araştırmanın hedefleri çerçevesinde, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki borsalarda işlem gören konaklama sektöründeki işletmelerin 2004-2023 yıllarına ait yıllık finansal verileri kullanılmıştır. Araştırmanın uygulama kısmında kullanılacak veriler işletmelerin kamuoyuna açıkladıkları finansal veriler olduğu için ikincil veri niteliğini taşımaktadır. Bu nedenle araştırma için herhangi bir etik kurul onayına gerek duyulmamıştır.

3.6. Araştırmanın Model ve Değişkenleri

Tez çalışmasının yönetsel aşırı güvenin sermaye yapısı ve firma değerine etkisinin analizi beş model üzerine kurgulanmıştır. Bu modellerden ilki, yönetsel aşırı güven ölçümünün ne şekilde yapılacağına ilişkindir. Aşırı güvenin ölçümüne yönelik literatürde kullanılan yöntemler detaylı bir şekilde incelenerek çalışmanın genel yapısı ve araştırma sürecinin gereklilikleri doğrultusunda değerlendirilmiştir. Bu değerlendirme sonucunda, araştırmada kullanılacak verilerin erişilebilirliği ve analiz sürecine uygunluk açısından sermaye harcamaları yönteminin en uygun yöntem olduğuna karar verilmiştir.

Sermaye harcamaları, işletmelerin uzun vadeli varlıkları, üretim kapasitesini artırma, altyapı yatırımları yapma veya genel iş geliştirme amacıyla yaptıkları harcamaları ifade etmektedir (Schmidgall vd., 1997, s. 28). Sermaye harcamaları yöntemi, yönetsel aşırı güvenin sermaye harcamaları

üzerindeki etkilerini analiz etmeye dayalı bir değerlendirme aracı olarak geliştirilmiştir. Bu yöntem, yöneticilerin yatırım kararlarında aşırı güven, iyimserlik ve risk küçümseme eğilimlerinin sermaye harcamalarına nasıl yansıdığını anlamayı hedeflemektedir. Yöneticinin aşırı güveninin, sermaye harcamaları üzerindeki etkisi, iç finansman kaynaklarının yeterliliği ile ilişkilendirilmektedir. Eğer işletmenin iç finansman kaynakları fazlasıyla yeterliyse, aşırı güvenli yöneticiler diğerlerine kıyasla daha yüksek yatırım eğilimi gösterebilir. Bu durum, sermaye harcamalarında dengesizliklere ve değeri düşüren projelerin hayata geçirilmesine neden olarak nakit değerini olumsuz etkileyebilir. Öte yandan iç kaynak yetersizliği veya dış finansman kısıtlamaları durumunda sermaye harcamalarını azalabilmektedir (Aktas vd., 2018; Ishiguro, 2022).

Özellikle, aşırı güvenli yöneticilerin olumlu ekonomik beklentilere ve işletmenin geleceği hakkında aşırı iyimser değerlendirmelere sahip olmaları, uzun vadeli projelere yüksek miktarda yatırım yapmaları ve sermaye harcamalarını artırmaları bu yöntemin temel dayanağını oluşturmaktadır (Malmendier ve Tate, 2005). Araştırmalar, aşırı güvenli yöneticilerin yalnızca sermaye harcamalarını artırmakla kalmayıp, aynı zamanda kurumsal satın almalarda daha aktif rol aldıklarını, piyasa değerinin üzerinde fiyatlar ödemeye yatkın olduklarını, bu durumun yanı sıra işletme içinde yeniliklere daha fazla yatırım yaptıklarını göstermektedir (Ben-David vd., 2013; Hirshleifer vd., 2012; Malmendier ve Tate, 2008). Bu gözlemler, aşırı güvenin sermaye harcamaları ile ilişkisinin sistematik bir şekilde ölçülmesine yönelik bir ihtiyaç doğurmuştur. Sermaye harcamaları yöntemi, işletmelerin sermaye harcamalarının sektör medyanıyla kıyaslanması temeline dayanmaktadır. Bir işletmenin sermaye harcamalarının sektör ortalamasını aşması, yöneticilerinin aşırı güvenli olduğuna dair bir gösterge olarak kabul edilmektedir. Bu yöntem, aşırı güvenli yöneticilerin yatırım projelerinde riskleri küçümseme ve getirileri abartma eğilimlerinden hareketle geliştirilmiştir (Ahmed ve Duelman, 2012, s. 8).

Konaklama işletmelerinde yönetici aşırı güvenini ölçmede sermaye harcamaları yönteminin tercih edilmesi birkaç nedene dayanmaktadır. Konaklama işletmelerinde sermaye harcamaları, uzun vadeli yatırımları temsil ederek otel binalarının yenilenmesi ve ekipman alımları gibi geleceğe yönelik stratejik kararları kapsamaktadır. Sabit varlıklara bağımlı sektör yapısı, bu harcamaları kritik hale getirirken, yöneticilerin aşırı güven eğilimleri, bu tür yatırımlarda daha riskli ve agresif kararlar almasına neden olabilmektedir. Bu nedenle sermaye harcamalarının, yöneticilerin risk alma eğilimlerini ölçmek için etkili bir araç olduğu düşünülmektedir. Öte yandan konaklama sektöründe borçlanmaya dayalı finansman yapısının yaygın olması, sermaye harcamalarının önemini artırmakta ve yöneticilerin aşırı güven eğilimlerinin finansman kararlarındaki etkilerini ortaya koymaktadır. Yoğun rekabet ortamında işletmeler, modernizasyon ve yenileme yatırımlarıyla rekabet avantajını koruma çabasıdadır. Aşırı güvenli yöneticiler, bu yatırımlarda daha cesur kararlar alarak sermaye harcamalarının seviyesini ve zamanlamasını etkileyebilmektedir. Bu durum, sermaye harcamalarını aşırı güven eğilimlerini analiz etmek için uygun bir yöntem haline getirmektedir. Ayrıca, mali tablolaradaki net veri erişimi sayesinde

sermaye harcamalarının, sektördeki stratejik öncelikler ve yönelimlerin analizinde güvenilir bir ölçüt oluşturduğu kabul edilmiştir.

Sermaye harcamaları yönteminde izlenen yol üç aşamalı bir süreçten oluşmaktadır. İlk adımda, sermaye harcamaları gecikmeli toplam varlıklarla ilişkilendirilerek normalize edilmektedir. Bir işletmenin bir yıl içerisinde yaptığı sermaye harcamaları, toplam varlıklarına oranlanarak bulunur. Ancak bu oranlama yapılırken, ilgili yıla ait toplam varlıklar yerine, bir önceki yılın toplam varlıkları (gecikmeli varlıklar) esas alınmaktadır (Ahmet ve Duellman, 2012, s. 8, Hur vd., 2019, s. 6; Jeon, 2019, s. 6; Khajavi ve Dehghani, 2016, s. 531; Killins vd., 2021, s. 5, Lin ve Yu, 2023, s. 8; Lu, 2016, s. 11; Zaher, 2019, s. 10).

Sermaye Harcamaları Formülü:

$$\text{Sermaye Harcamaları}_t / \text{Toplam Varlıklar}_{t-1} \quad (7)$$

İkinci aşamada, işletmenin sermaye harcamaları oranı, faaliyet gösterdiği sektörün medyan (ortanca) değeriyle kıyaslanır. Her sektör için sermaye harcamalarının medyan değeri hesaplanır. Bu medyan değer, sektördeki firmaların yarısının bu değerin altında, diğer yarısının ise üstünde yer aldığını ifade eder. Bu yöntem, sektörel farklılıkları dikkate alarak firmanın performansını daha tarafsız bir şekilde analiz etmeye olanak tanımaktadır (Basuki, 2020, s. 143; Duellman vd., 2015, s. 152; El-Ansary ve Ahmed, 2023, s. 8; Karadeniz ve Günay, 2018, s. 1372; Mitra vd., 2018, s. 10; Sumiyana vd., 2023, s. 4).

Yönetimsel Aşırı Güven Modeli:

$$\begin{aligned} \text{YAG} &= X_{\text{CapEx } i,t} > \text{MedyanSektörCapEx, } t = 1 \\ \text{YAG} &= X_{\text{CapEx } i,t} > \text{MedyanSektörCapEx, } t \neq 1 \end{aligned} \quad (8)$$

Modelde;

YAG= Aşırı güveni,

$X_{\text{CapEx } i,t}$ = i işletmesinin t dönemdeki sermaye harcama tutarını,

$\text{MedyanSektörCapEx,}$ = Sektörde yer alan işletmelerin sermaye harcaması tutarlarının ortanca değeri ifade etmektedir.

Son aşamada, işletmenin sermaye harcamalarının, faaliyet gösterdiği sektörün medyan değerinden yüksek olması durumunda bu, 1 olarak ifade edilir ve yöneticinin aşırı güven eğilimi taşıdığı şeklinde yorumlanır. Tersine, sermaye harcamaları sektör medyanından düşükse, bu durum 0 olarak

kodlanır ve yöneticinin aşırı güven eğilimi göstermediği sonucuna varılır (Basuki 2020; Duellman vd., 2015; Hur vd., 2019; Jeon, 2019; Khajavi ve Dehghani, 2016; Killins vd., 2021; Lin ve Yu, 2023; Lu, 2016; Mitra vd., 2018; Sumiyana vd., 2023).

Araştırmada yönetsel aşırı güvenin sermaye yapısı üzerindeki etkilerini daha detaylı bir şekilde analiz etmek amacıyla çalışmada üç farklı model oluşturulmuştur. Bu modeller, yönetsel aşırı güvenin hem toplam borç oranı hem de borçların vade yapısına olan etkilerini ele almayı hedeflemektedir. Aşağıda yer alan model yönetsel aşırı güvenin sermaye yapısı üzerindeki etkilerini detaylı bir şekilde incelemek için tasarlanmıştır. Modelde bağımlı değişken olarak toplam kaldıraç oranı (TKLDRÇ), bağımsız değişken olarak da yönetsel aşırı güven (AG) kullanılmıştır. Piyasa değeri/defter değeri oranı (PDDD), firma büyüklüğü (FB) ve firma karlılığı (FK) ise kontrol değişkenleri olarak yer almıştır.

Model 1:

$$\text{TKLDRÇ} = \alpha + \beta_1 \text{YAG} + \beta_2 \text{PDDD} + \beta_3 \text{FB} + \beta_4 \text{FK} + e \quad (9)$$

Modelde;

YAG= Yönetsel aşırı güveni,

TKLDRÇ = Toplam kaldıraç oranını,

PDDD= Piyasa Değeri / Defter Değeri oranını,

FB= Firma büyüklüğünü,

FK= Firma karlılığını,

α = Sabit değeri,

e = Hata Katsayısını ifade etmektedir.

Model 1’de yer alan değişkenler ile söz konusu değişkenlerin hesaplanma şekilleri ve referans çalışmalara ilişkin bilgiler Tablo 3.5’te sunulmaktadır.

Tablo 3.5. Model 1’de Yer Alan Değişkenler, Hesaplanma Şekilleri ve Referans Çalışmalar

Model 1			
DEĞİŞKENLER	SEMBOL	HESAPLANMA ŞEKLİ	İlgili Araştırmalar
Bağımlı Değişken			
Toplam Kaldıraç Oranı	TKLDRÇ	Toplam Yabancı Kaynaklar / Toplam Varlıklar	Abdeldayem ve Sedeek, 2018, Barros ve Silveira, 2007, Ben-David vd., 2013, Diba, 2012, Esghaier, 2017, Hackbarth, 2008, Khalifeh vd., 2023, Ogundipe vd., 2024, Oliver, 2005, Park ve Kim, 2009, Pham ve Nguyen, 2019, Rihab ve Lotfi, 2016, Tekin, 2019, Tomak, 2013, Vivian ve Xu, 2017, Yan, 2010
Bağımsız Değişken			
Yönetsel Aşırı Güven	AG	Sermaye Harcamaları _t / Toplam Varlıklar _{t-1}	Ahmed ve Duellman, 2012°, Duellman vd., 2015°; El-Ansary ve Ahmed, 2023, Harvey vd., 2004*, Hur vd., 2019°, Jeon, 2019°, Ji

Tablo 3.5. (devamı)

			ve Miglo, 2019, Karadeniz ve Günay, 2018, Khajavi ve Dehghani, 2016°, Killins vd., 2021°, Lin ve Yu, 2023°, Lu, 2016°, Mitra vd., 2018°, Titman ve Wessels, 1988°, Sumiyana vd., 2023°, Zaher, 2019
Kontrol Değişkenleri			
Piyasa Değeri / Değer Değeri	PDDD	log.(Piyasa Değeri/Değer Değeri)*	Boutzias, 2018, Bulut ve Er, 2018, Chen ve Lin, 2012, Esghaier, 2017, Jong 2017, Malmendier ve Tate, 2005
Firma Büyüklüğü	FB	log.(Toplam Varlıklar)	Barbosa, 2019, Boutzias, 2018, Dewi ve Wiagustini, 2018, Diba, 2012, Huang vd., 2016, Siswoyo vd., 2015, Yong-Hai, 2010
Firma Karlılığı	FK	Faiz ve Vergi Öncesi Kar / Toplam Varlıklar	Barros ve Silveira, 2007, Karadeniz ve Günay, 2018, Oliver, 2005, Rihab ve Lotfi 2016, Silva ve Banda, 2022, Tomak, 2013

° Çalışmalarda yönetimsel aşırı güven sermaye harcamaları yöntemi ile ölçülmüş olmakla birlikte, yönetimsel aşırı güvenin sermaye yapısına etkisi değil, farklı bağlamlardaki ilişkileri ele alınmaktadır.

* Çalışmalar, yönetimsel aşırı güven değişkeninden bağımsız olarak sermaye harcamaları ve sermaye yapısı arasındaki ilişkiye odaklanmaktadır.

* Yüksek PD/DD oranının analiz sürecinde sorunlara yol açma potansiyeli göz önünde bulundurulmuş ve verilerin dağılımını normalleştirmek ve varyansı dengelemek amacıyla söz konusu oranının logaritması alınmıştır.

Model 1’de yer alan bağımlı değişken toplam kaldıraç oranını ölçmektedir. Tabloda yer alan bağımlı değişken olan Toplam Kaldıraç Oranı (TKLDRÇ), işletmenin toplam yabancı kaynaklarının toplam varlıklara oranı olarak hesaplanmaktadır. Kaldıraç oranı, bir işletmenin finansal yapısını değerlendirmek için kullanılan bir göstergedir. Bu oran, işletmenin finansal kaldıraç düzeyini ve borçlanma politikasını yansıtan önemli bir göstergedir (Akgüç, 1988, s. 32). Yönetimsel aşırı güven, konaklama işletmelerinde yöneticilerin gelecekteki nakit akışlarını veya gelirleri iyimser şekilde tahmin etmesine yol açarak toplam kaldıraç oranı (TKLDRÇ) üzerinde artırıcı bir etki yaratabilir. Bu önyargı, riskleri hafife alma eğilimiyle birleştiğinde, işletmelerin borçlanma seviyelerini yükselterek finansal sürdürülebilirliği tehlikeye atabilir. Özellikle konaklama sektörünün mevsimsel dalgalanmaları, aşırı güvenli yöneticilerin borçlanma kararlarını daha riskli hale getirerek TKLDRÇ’yi etkileyebilir. Piyasa Değeri / Değer Değeri Oranı (PDDD) oranı, bir işletmenin sahip olduğu varlıkların piyasa koşullarında ne kadar değerlendirildiğini veya defter değerine kıyasla nasıl fiyatlandığını göstermektedir. Bu oran yüksek olduğunda, genellikle işletmenin büyüme potansiyeline sahip olduğu ve gelecekte önemli yatırım fırsatları yakalayabileceği anlamına gelmektedir. Buna karşılık, oran düşükse, işletmenin büyüme imkânlarının sınırlı olduğu veya piyasa tarafından daha düşük değerlendirildiği düşünülebilir (Karan, 2018, s. 386).

Firma büyüklüğü, doğrudan gözlemlenemeyen ancak çeşitli göstergelerle dolaylı olarak ölçülen soyut bir kavramdır. Farklı firma büyüklüğü ölçütleri kullanılabilirle birlikte, satışlar, toplam varlıklar, çalışan sayısı sık kullanılan göstergelerdir. Bu göstergeler genellikle doğal logaritmaları alınarak kullanılmaktadır (Shalit ve Sankar, 1977, ss. 291-294). Faiz ve Vergi Öncesi Kâr / Toplam Kaynaklar oranı, işletmenin toplam kaynaklarını ne kadar kârlı kullandığını gösteren önemli bir finansal ölçüttür. İşletmenin finansman yapısından bağımsız olarak karlılık ile yatırım arasındaki ilişkiyi analiz

etmeye yardımcı olur. Finansman giderleri ile vergi etkisinin dikkate alınmadığı bu hesaplama, işletmenin operasyonel verimliliğini anlamak açısından büyük önem taşır (Akgüç, 1994, s. 68).

Modelde yer alan kontrol değişkenleri, toplam kaldıraç oranı üzerindeki etkileri dikkate alınarak seçilmiştir. Bu değişkenler, işletmelerin finansal yapısını ve borçlanma kararlarını şekillendiren temel unsurlardır. Sermaye yapısı teorileri, borçlanma oranının optimal seviyesini belirlemek için farklı yaklaşımlar sunmaktadır (Modigliani ve Miller, 1958, 1963; Myers, 1977, 1984; Jensen ve Meckling, 1976). Bu teoriler, firma büyüklüğü, karlılık, piyasa değeri/defter değeri oranı, büyüme fırsatları, sabit varlık oranı ve serbest nakit akışları gibi finansal ve operasyonel değişkenlerin sermaye yapısını etkilediğini öne sürmektedir.

Piyasa Değeri/Defter Değeri oranı, işletmelerin büyüme potansiyelini yansıtan önemli bir göstergedir ve sermaye yapısı kararlarını etkilemektedir. Yüksek piyasa değeri/defter değeri oranına sahip işletmeler, büyüme beklentileri nedeniyle finansal esnekliği korumak ve yetersiz yatırım riskini azaltmak için borç seviyelerini düşük tutma eğilimindedir (Muiruri, 2012, s. 1). Temsilcilik maliyeti teorisi, büyüme potansiyeli yüksek işletmelerin borçlanmayı sınırlandırarak yatırım fırsatlarını daha etkin değerlendirmesi gerektiğini savunmaktadır (Myers, 2003, s. 240; Jensen ve Meckling, 1976). Ancak, dengeleme teorisi, borçlanmanın vergi avantajlarının finansal sıkıntı maliyetleriyle dengelenmesi gerektiğini belirtir. Bu bağlamda yüksek büyüme potansiyelli işletmeler, iflas riskinden kaçınmak için borçlanmayı sınırlandırabilir (Chen ve Hammes, 1997, s. 4).

Literatürde, bu oranın toplam kaldıraç oranı üzerindeki etkisi çelişkili sonuçlar göstermektedir: Tang ve Jang (2007) ve Park ve Kim (2009) pozitif bir ilişki bulurken, Vivian ve Xu (2017) ile Cronqvist, Makhija ve Yonker (2012) negatif, Tomak (2013) ise anlamsız bir ilişki rapor etmiştir. Konaklama sektöründe yüksek piyasa değeri/defter değeri oranı, işletmelerin piyasa güvenilirliğini artırarak borçlanma kapasitesini güçlendirebilmekte ve bu doğrultuda mevsimsel nakit akışı dalgalanmalarını dengeleme, tesis yenileme ve teknolojik yatırımlar gibi stratejik kararları desteklemektedir (Tang ve Jang, 2007, s. 179).

Firma büyüklüğü, sermaye yapısı kararlarında önemli bir faktördür. Dengeleme teorisi, büyük işletmelerin vergi avantajlarını finansal sıkıntı maliyetleriyle dengeleyerek borçlanmayı tercih edebileceğini savunmaktadır (Myers, 2003, s. 216). İşaret etkisi teorisi, büyük ölçekli işletmelerin yüksek kaldıraç oranlarıyla piyasaya finansal güçlerini sinyaliz ettiğini öne sürmektedir (Morris, 1987, ss. 51-52). Ancak finansal hiyerarşi teorisi, büyük işletmelerin düşük maliyetli özkaynak finansmanına kolay erişimi nedeniyle borçlanmayı azaltabileceğini belirtmektedir (Li ve Islam, 2018, s. 8). Literatürde, Yong Hai (2010), Jong (2017) ve Barbosa (2019) firma büyüklüğünün toplam kaldıraç oranını pozitif etkilediğini, Siswoyo vd. (2015), Boutzias (2018) ve Dewi ve Wiagustini (2018) negatif etkilediğini, Wachilonga (2013) ise etkisiz olduğunu bulmuştur. Konaklama sektöründe, büyük ölçekli işletmeler, sermaye gereksinimlerini karşılamak için hem borç hem de özkaynak finansmanına

erişebilmektedir. Kredi verenlerin büyük işletmelere daha fazla güvenmesi borçlanma kapasitesini artırmaktadır (Awaliyah vd., 2021, s. 16).

Karlılık, finans teorisinde sermaye yapısı kararlarını şekillendiren kritik bir değişkendir. Dengeleme teorisi, kârlı işletmelerin düşük iflas maliyetleri nedeniyle daha fazla borçlanabileceğini ve vergi kalkını avantajlarını değerlendirebileceğini öngörmektedir (Jensen, 1986, ss. 3-4). Finansal hiyerarşi teorisi ise, karlılığı yüksek işletmelerin iç finansmanı tercih ederek borçlanma oranlarını düşürdüğünü savunmaktadır (Myers ve Majluf, 1984, ss. 207-213). Literatürde, Oliver (2005), Tong ve Green (2005), Silva ve Banda (2022), Devesa ve Esteban (2011), Tomak (2013) ve Jnaneswar vd. (2021) karlılıkla toplam kaldıraç oranı arasında negatif bir ilişki bulurken, Dameshika vd. (2022) pozitif bir ilişki saptamış, Tang ve Jang (2007) ise anlamlı bir ilişki bulmamıştır. Konaklama sektöründe, yüksek operasyonel maliyetler ve mevsimsel talep dalgalanmaları, karlılığı düşük işletmelerin borçlanmaya bağımlılığını artırmaktadır. Buna karşılık, karlılığı yüksek işletmeler, özkaynak finansmanı ile finansal risklerini azaltarak sürdürülebilirliği güçlendirebilmektedir (Olagunju vd., 2020, s. 670).

Araştırmada Model 2, konaklama işletmelerinde yönetsel aşırı güvenin kısa vadeli yabancı kaynak kullanımı üzerindeki etkisini incelemek amacıyla tasarlanmıştır. Bu doğrultuda, kısa vadeli kaldıraç oranı (KVKLDRÇ) bağımlı değişken, yönetsel aşırı güven (AG) bağımsız değişken olarak seçilmiştir. Piyasa değeri/defter değeri oranı (PDDD), firma büyüklüğü (FB) ve firma karlılığı (FK) ise kontrol değişkenleri olarak modele dâhil edilmiştir.

Model 2:

$$\text{KVKLDRÇ} = \alpha + \beta_1 \text{YAG} + \beta_2 \text{PDDD} + \beta_3 \text{FB} + \beta_4 \text{FK} + e \quad (10)$$

Modelde;

YAG= Yönetsel aşırı güveni,

KVKLDRÇ= Kısa vadeli kaldıraç oranını,

PDDD= Piyasa Değeri / Defter Değeri oranını

FB= Firma büyüklüğünü,

FK= Firma karlılığını,

α = Sabit değeri,

e = Hata katsayısını ifade etmektedir.

Model 2’de yer alan değişkenler ile söz konusu değişkenlerin hesaplanma şekilleri ve referans çalışmalara ilişkin bilgiler Tablo 3.6’da sunulmaktadır.

Tablo 3.6. Model 2’de Yer Alan Değişkenler, Hesaplanma Şekilleri ve Referans Çalışmalar

Model 2		HESAPLANMA ŞEKLİ		İlgili Araştırmalar
DEĞİŞKENLER	SEMBOL	Bağımlı Değişken		
Kısa Vadeli Kaldıraç Oranı	KVKLDRÇ	Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar / Toplam Varlıklar		Graham vd., 2013; Huang vd., 2016; La Rocca vd., 2019; Landier ve Thesmar, 2009; Pham ve Nguyen, 2019; Shang, 2021; Wang ve Rokshi, 2024
		Bağımsız Değişken		
Yönetimsel Aşırı Güven	AG	Sermaye Harcamaları _t / Toplam Varlıklar _{t-1}		Ahmed ve Duellman, 2012°, Duellman vd., 2015°; El-Ansary ve Ahmed, 2023, Harvey vd., 2004*, Hur vd., 2019°, Jeon, 2019°, Ji ve Miglo, 2019, Karadeniz ve Günay, 2018, Khajavi ve Dehghani, 2016°, Killins vd., 2021°, Lin ve Yu, 2023°, Lu, 2016°, Mitra vd., 2018°, Titman ve Wessels, 1988*, Sumiyana vd., 2023°, Zaher, 2019
		Kontrol Değişkenleri		
Piyasa Değeri / Defter Değeri	PDDD	log.(Piyasa Değeri / Defter Değeri)*		Mundi ve Kaur, 2022; Shang, 2021
Firma Büyüklüğü	FB	log.(Toplam Varlıklar)		Huang vd., 2016; Pham ve Nguyen, 2019;
Firma Karlılığı	FK	Faiz ve Vergi Öncesi Kar / Toplam Varlıklar		La Rocca vd., 2019; Yao, 2019

° Çalışmalarda yönetimsel aşırı güven sermaye harcamaları yöntemi ile ölçülmüş olmakla birlikte, yönetimsel aşırı güvenin sermaye yapısına etkisi değil, farklı bağlamlardaki ilişkileri ele alınmaktadır.

* Çalışmalar, yönetimsel aşırı güven değişkeninden bağımsız olarak sermaye harcamaları ve sermaye yapısı arasındaki ilişkiye odaklanmaktadır.

*Yüksek PD/DD oranının analiz sürecinde sorunlara yol açma potansiyeli göz önünde bulundurulmuş ve verilerin dağılımını normalleştirmek ve varyansı dengelemek amacıyla söz konusu oranının logaritması alınmıştır.

Kısa vadeli kaldıraç oranı, işletmenin toplam varlıklarının kısa vadeli yabancı kaynaklarla finanse edilen kısmını ifade etmekte ve finansal sürdürülebilirlik hakkında bilgi sunmaktadır (Akgüç, 1994, s. 37). Konaklama sektöründe, mevsimsel talep dalgalanmaları ve ani likidite ihtiyaçları, kısa vadeli borçlanmayı günlük operasyonları sürdürmek ve nakit akışını düzenlemek için kritik bir araç haline getirmektedir (Lee ve Dalbor, 2013). Ancak, sektörün yüksek sabit maliyetleri ve uzun vadeli varlık yoğun yapısı, uzun vadeli borçlanmayı daha uygun kılarken, aşırı kısa vadeli borçlanma dalgalı gelir dönemlerinde geri ödeme baskısını artırarak finansal riskleri yükseltebilmektedir (Nunes ve Serrasqueiro, 2015, s. 15). Yönetimsel aşırı güven, yöneticilerin gelecekteki nakit akışlarını iyimser tahmin etmesine neden olarak kısa vadeli borçlanmada artışa yol açabilmekte ve bu durum, özellikle konaklama sektöründe mevsimsel gelir belirsizlikleriyle birleştiğinde finansal esnekliği tehlikeye atabilmektedir.

Modelde yer alan kontrol değişkenler, kısa vadeli kaldıraç oranı üzerindeki etkileri dikkate alınarak seçilmiştir. Piyasa Değeri/Defter Değeri oranı, işletmelerin büyüme potansiyelini yansıtmakta ve sermaye yapısı kararlarını şekillendirmektedir. Dengeleme teorisi, yüksek büyüme fırsatlarına sahip işletmelerin finansal sıkıntı risklerini azaltmak için borçlanmayı sınırlayabileceğini öne sürmektedir (Serrasqueiro ve Caetano, 2015, ss. 449). Temsilcilik maliyeti teorisine göre (Myers, 2003, ss. 239-240)

büyüme fırsatları sınırlı olan işletmeler, hisse senedi ihraç ettiğinde yatırımcılar bunu olumsuz değerlendirebilir ve bu durum işletmenin piyasa değerini düşürebilir. Bu nedenle, bu işletmeler hisse senedi yerine borç finansmanını tercih etmeleri beklenebilir. Literatürde, Kızıldağ (2015), Mundi ve Kaur (2022) ve Shang (2021) bu oranın kısa vadeli kaldıraç üzerinde pozitif bir etkisi olduğunu, Pham ve Nguyen (2019) ise anlamlı bir etkisi olmadığını rapor etmiştir.

Kısa vadeli borçlanma, eksik yatırım sorunlarını azaltmada etkili bir mekanizma olarak işlev görmektedir. Özellikle geniş yatırım fırsatlarına sahip işletmeler açısından, bu tür borçlanma stratejileri, büyüme potansiyelinin daha etkin bir şekilde değerlendirilmesine olanak tanımaktadır. Nitelikli yöneticiler, yatırım fırsatlarını daha doğru analiz edebilme ve eldeki kaynakları optimal düzeyde kullanarak verimliliği artırma yetisine sahiptir. Bu bağlamda, yüksek büyüme potansiyeline sahip işletmelerde, yöneticilerin stratejik karar alma süreçlerinde kısa vadeli borç kullanımına daha fazla yönelmesi beklenmektedir (Shang 2021, s.10). Konaklama sektöründe, yüksek PDDD, büyüme fırsatlarını finanse etmek için kısa vadeli borçlanmayı destekleyebilir.

Firma büyüklüğünün kısa vadeli kaldıraç oranı ile ilişkisi sermaye yapısı teorileri açısından değerlendirilebilir. Finansal hiyerarşi teorisi, büyük işletmelerin iç finansmanı veya özkaynakları tercih ederek kısa vadeli borçlanmayı azaltabileceğini savunmaktadır (Swinnen vd., 2005, s. 4). Temsilcilik maliyeti teorisi, büyük işletmelerin düşük denetim maliyetleri sayesinde daha yüksek borçlanma kapasitesine sahip olduğunu öne sürmektedir (aktaran Buferna vd., 2005, s. 12).

Literatürde, Pacheco ve Tavares (2016), Huang (2016) ve Rocca (2019) firma büyüklüğü ile kısa vadeli borç arasında negatif bir ilişki bulurken, Pham ve Nguyen (2019), Shang (2021) ve Wang ve Rokhshi (2024) pozitif bir ilişki tespit etmiştir. Konaklama sektöründe, büyük ölçekli işletmeler uzun vadeli borçlanmaya yönelse de mevsimsel talep dalgalanmaları kısa vadeli borçlanmayı gerektirebilir. Küçük ölçekli işletmeler ise sınırlı finansal erişim nedeniyle kısa vadeli borçlanmaya daha bağımlıdır (Sikveland vd., 2022, s. 43). Aşırı güvenli yöneticiler, büyük işletmelerde borçlanma kapasitesini abartarak kısa vadeli borçlanmayı artırabilir, bu da likidite risklerini yükseltebilir.

Firma karlılığı, kısa vadeli kaldıraç oranını belirleyen önemli bir faktördür. Finansal hiyerarşi teorisi, kârlı işletmelerin iç finansmanı tercih ederek borçlanmayı azalttığını belirtmektedir (Fama ve French, 2002, s. 4). Dengeleme teorisi, kârlı işletmelerin vergi avantajları ve temsilcilik problemlerini yönetmek için borçlanabileceğini savunmaktadır (Bas vd., 2009, s. 4). Literatürde, Yao (2019), La Rocca vd. (2019), Lee ve Dalbor (2013) ve Nunes ve Serrasqueiro (2015) karlılık ile kısa vadeli borç arasında negatif bir ilişki bulurken, Wei vd. (2011) ve Rosario ve Chavali (2019) pozitif bir ilişki tespit etmiş, Purhanudin ve Zakaria (2015) ise anlamlı bir ilişki bulmamıştır. Turizm sektöründe, yüksek operasyonel maliyetler ve mevsimsel gelir dalgalanmaları, karlılığı düşük işletmelerin kısa vadeli borçlanmaya bağımlılığını artırmaktadır (Turegun, 2019, s. 121). Ancak kârlı işletmelerde aşırı güvenli

yöneticiler, elde edilen yüksek kârları kısa vadeli borçlanmayı teşvik eden bir gösterge olarak değerlendirebilir. Bu durum, finansal riskleri tetikleyebilir.

Yönetimsel aşırı güven, konaklama işletmelerinde kısa vadeli borçlanma kararlarını şekillendiren kritik bir faktördür. Aşırı güvenli yöneticiler, mevsimsel nakit akışlarını veya operasyonel gelirleri abartarak kısa vadeli borçlanmayı tercih edebilmektedir. Bu yaklaşım, hem finansal esnekliğin azalmasına hem de firma değerinin düşmesine yol açabilmektedir. Model 2, sermaye yapısı teorileriyle entegre bir şekilde, yönetimsel aşırı güvenin kısa vadeli kaldıraç oranı üzerindeki etkisini analiz ederek, konaklama sektöründe daha bilinçli finansal stratejiler geliştirilmesine katkı sağlamayı hedeflemektedir.

Araştırmada Model 3, konaklama işletmelerinde yönetimsel aşırı güvenin uzun vadeli yabancı kaynak kullanımı üzerindeki etkisini incelemek amacıyla tasarlanmıştır. Model 3, yönetimsel aşırı güvenin konaklama işletmelerinde uzun vadeli kaldıraç oranı üzerindeki etkisini, sermaye yapısı teorileriyle entegre bir şekilde analiz ederek, sektörel dinamiklere uygun finansal stratejiler geliştirilmesine katkı sağlamayı hedeflemektedir. Modelde Uzun vadeli kaldıraç oranı (UVKLDRC) bağımlı değişken, yönetimsel aşırı güven (AG) bağımsız değişken olarak seçilmiştir. Piyasa değeri/defter değeri oranı (PDDD), firma büyüklüğü (FB) ve firma karlılığı (FK) ise kontrol değişkenleri olarak modele dâhil edilmiştir.

Model 3:

$$UVKLDRC = \alpha + \beta_1 YAG + \beta_2 PDDD + \beta_3 FB + \beta_4 FK + e \quad (11)$$

Modelde;

YAG= Yönetimsel aşırı güveni,

UVKLDRC= Uzun vadeli kaldıraç oranını,

PDDD= Piyasa Değeri / Defter Değeri oranını,

FB= Firma büyüklüğünü,

FK= Firma karlılığını,

α = Sabit değeri,

e = Hata katsayısını ifade etmektedir.

Modelde yer alan değişkenler ile söz konusu değişkenlerin hesaplanma şekilleri ve referans çalışmalara ilişkin bilgiler Tablo 3.7’de sunulmaktadır.

Tablo 3.7. Model 3'te Yer Alan Değişkenler, Hesaplanma Şekilleri ve Referans Çalışmalar

Model 3			
DEĞİŞKENLER	SEMBOL	HESAPLANMA ŞEKLİ	İlgili Araştırmalar
Bağımlı Değişken			
Uzun Vadeli Kaldıraç Oranı	UVKLDRC	Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar / Toplam Varlıklar	Ali ve Jarboi 2016; Ataullah vd., 2017; Dao, 2019; Pham ve Nguyen, 2019; Purhanudin ve Zakaria, 2015; Seo vd., 2017; Xu, 2014
Bağımsız Değişken			
Yönetimsel Aşırı Güven	AG	Sermaye Harcamaları _t / Toplam Varlıklar _{t-1}	Ahmed ve Duellman, 2012°, Duellman vd., 2015°; El-Ansary ve Ahmed, 2023, Harvey vd., 2004*, Hur vd., 2019°, Jeon, 2019°, Ji ve Miglo, 2019, Karadeniz ve Günay, 2018, Khajavi ve Dehghani, 2016°, Killins vd., 2021°, Lin ve Yu, 2023°, Lu, 2016°, Mitra vd., 2018°, Titman ve Wessels, 1988*, Sumiyana vd., 2023°, Zaher, 2019
Kontrol Değişkenleri			
Piyasa Değeri /DeFTER Değeri	PDDD	log.(Piyasa Değeri/DeFTER Değeri)*	Ataullah vd., 2017; Dao, 2019; Vivian ve Xu, 2017
Firma Büyüklüğü	FB	log.(Toplam Varlıklar)	Ali ve Jarboi 2016; Pham ve Nguyen, 2019; Purhanudin ve Zakaria, 2019; Seo vd., 2017; Wei vd., 2011
Firma Karlılığı	FK	Faiz ve Vergi Öncesi Kar / Toplam Varlıklar	Ali ve Jarboi 2016; Xu, 2014

° Çalışmalarda yönetimsel aşırı güven sermaye harcamaları yöntemi ile ölçülmüş olmakla birlikte, yönetimsel aşırı güvenin sermaye yapısına etkisi değil, farklı bağlamlardaki ilişkileri ele alınmaktadır.

* Çalışmalar, yönetimsel aşırı güven değişkeninden bağımsız olarak sermaye harcamaları ve sermaye yapısı arasındaki ilişkiye odaklanmaktadır.

*Yüksek PD/DD oranının analiz sürecinde sorunlara yol açma potansiyeli göz önünde bulundurulmuş ve verilerin dağılımını normalleştirmek ve varyansı dengelemek amacıyla söz konusu oranının logaritması alınmıştır.

Uzun vadeli kaldıraç oranı, işletmenin varlıklarının uzun vadeli borçlarla finanse edilen kısmını gösterir ve sermaye yapısının sürdürülebilirliği hakkında bilgi sağlamaktadır (Akgüç, 1994, s. 39). Konaklama sektöründe, yüksek başlangıç yatırımları ve sabit varlık ağırlıklı yapı, uzun vadeli borçlanmayı stratejik bir finansman aracı haline getirmektedir. Ancak mevsimsel talep dalgalanmaları, gelir belirsizliği yaratarak uzun vadeli borçların geri ödeme riskini artırabilmektedir (Sikveland vd., 2022, ss. 18-20). Yönetimsel aşırı güven, yöneticilerin gelecekteki gelirleri veya yatırım getirilerini iyimser şekilde tahmin etmesine neden olarak uzun vadeli borçlanma eğilimini artırmakta, riskli projelere yönelimle birleştiğinde ise finansal sürdürülebilirliği tehdit edebilmektedir.

Modeldeki kontrol değişkenlerinden piyasa değeri/deFTER değeri oranı, işletmelerin büyüme potansiyelini yansıtmakta ve sermaye yapısı kararlarını etkilemektedir. Finansal hiyerarşi teorisi, yüksek büyüme fırsatlarına sahip işletmelerin iç finansmanı tercih ederek borçlanmayı sınırlandırabileceğini öne sürmektedir (Myers ve Majluf, 1984). Temsilcilik maliyeti teorisi, bu işletmelerin borçlanmasının servet

transferi riski yaratabileceğini belirtmektedir (Myers, 1977, s. 155). Konaklama işletmelerinde, düşük piyasa değeri/defter değeri oranı, özkaynak ihracını maliyetli hale getirerek borçlanmayı teşvik edebilmektedir (Dalbor ve Upneja, 2004, ss. 353-355). Literatürde, Dalbor ve Upneja (2001), Seo vd. (2017) ve Tang ve Jang (2007) bu oranın uzun vadeli kaldıraç üzerinde pozitif bir etkisi olduğunu belirtirken, Xu (2014), Vivian (2017) ve Ataullah vd. (2017) ise anlamlı bir ilişki bulmamıştır. Aşırı güvenli yöneticiler, yüksek piyasa değeri/defter değeri oranını, piyasanın olumlu algısı olarak yorumlayarak uzun vadeli borçlanmayı artırabilmekte ve bu bağlamda finansal riskleri yükseltebilmektedir.

Modeldeki diğer kontrol değişkeni olan firma büyüklüğü, uzun vadeli borçlanma kapasitesini şekillendirmektedir. Dengeleme teorisi, büyük işletmelerin istikrarlı gelir akışları ve geniş varlık tabanı sayesinde daha düşük maliyetle borçlanabileceğini savunmaktadır (Karadeniz, 2008, s. 29). Temsilcilik maliyeti teorisi, borçlanmanın yöneticiler üzerinde disiplin aracı olarak kullanılabileceğini öne sürerken (Kochhar, 1996, s. 715), işaret etkisi teorisi büyük işletmelerin yüksek borç seviyeleriyle piyasaya güven sinyali verebileceğini belirtmektedir (Ross, 1977). Literatürde, Wald (1999), Wei (2011) ve Seo vd. (2017) firma büyüklüğünün uzun vadeli kaldıraç oranını pozitif etkilediğini ifade ederken, Dalbor ve Upneja (2001) ve Tang ve Jang (2007) ise anlamlı bir etki bulmamıştır.

Firma büyüklüğü, sermaye piyasalarına erişim kolaylığı ve ölçek ekonomilerinden faydalanma yetkinliği ile doğrudan ilişkilidir. Büyük işletmeler, güçlü finansal geçmişleri sayesinde daha düşük maliyetle borçlanabilir, sabit maliyetlerini geniş üretim hacmine yayarak finansal sürdürülebilirliklerini artırabilir. Bu durum, firma büyüklüğü ile borç finansmanı arasında pozitif bir ilişki beklentisini güçlendirmektedir (Phillips ve Sipahioğlu, 2004, s. 35). Konaklama sektöründe, büyük ölçekli işletmeler sabit varlıklarını teminat göstererek uzun vadeli borçlanmayı tercih edebilmektedir. Ancak, aşırı güvenli yöneticiler, firma büyüklüğünü abartılı bir borçlanma kapasitesi olarak görerek riskli borç seviyelerine yönelebilir.

Modeldeki bir diğer kontrol değişkeni olan firma karlılığı, uzun vadeli borçlanma kararlarını etkileyen kritik bir faktördür. Finansal hiyerarşi teorisi, kârlı işletmelerin iç finansmanı tercih ederek borçlanmayı azalttığını savunmaktadır (Fama ve French, 2002, s. 5). Dengeleme teorisi, kârlı firmaların vergi avantajlarından yararlanmak için borçlanabileceğini öne sürmektedir (Calabrese, 2011, s. 122). Literatürde, Ali ve Jarboi (2016), Dao (2019), Pham (2019), Rosario ve Chavali (2019) ve Sikveland vd. (2022) karlılık ile uzun vadeli kaldıraç arasında negatif bir ilişki bulurken, Tang ve Jang (2007), Nunes ve Serrasqueiro (2015) ve Matias (2018) anlamlı bir etki tespit etmemiştir. Konaklama sektöründe, mevsimsel gelir dalgalanmaları karlılığı düşük işletmelerin uzun vadeli borçlanmaya bağımlılığını artırabilir; kârlı işletmeler ise iç finansmanla finansal riskleri azaltabilir (Sikveland vd., 2022, ss. 18-20). Aşırı güvenli yöneticiler, yüksek karlılığı borçlanmayı destekleyici bir sinyal olarak görerek uzun vadeli borç kullanımını artırabilmektedir. Bu durum firma değerini olumsuz etkileyebilmektedir.

Araştırmada oluşturulan Model 4 ise konaklama işletmelerinde yönetsel aşırı güvenin firma değeri üzerindeki etkisini analiz etmek amacıyla oluşturulmuştur. Bu doğrultuda, Tobin's Q oranı (TQ) bağımlı değişken olarak belirlenmiş, yönetsel aşırı güven (AG) ise bağımsız değişken olarak ele alınmıştır. Ayrıca, firma büyüklüğü (FB), nakit akışı (NA), firma karlılığı (FK) ve kaldıraç oranına (TKLDRÇ) modelde kontrol değişkenleri olarak yer verilmiştir.

Model 4:

$$\text{Tobin's Q} = \alpha + \beta_1 \text{YAG} + \beta_2 \text{FB} + \beta_3 \text{NA} + \beta_5 \text{FK} + \beta_6 \text{TKLDRÇ} + e \quad (12)$$

Modelde;

Tobin's Q= Firma değeri ölçütü olarak Tobin's Q oranını,

YAG= Yönetsel aşırı güveni,

FB= Firma büyüklüğünü,

NA= Nakit akışını,

FK= Firma karlılığını,

TKLDRÇ = Toplam kaldıraç oranını,

α = Sabit değeri,

e = Hata katsayısını ifade etmektedir.

Model 4'te yer alan değişkenler ile söz konusu değişkenlerin hesaplanma şekilleri ve referans çalışmalara ilişkin bilgiler Tablo 3.8'de sunulmaktadır.

Tablo 3.8. Model 4'te Yer Alan Değişkenler, Hesaplanma Şekilleri ve Referans Çalışmalar

Model 4			
DEĞİŞKENLER	SEMBOL	HESAPLANMA ŞEKLİ	İlgili Araştırmalar
Bağımlı Değişken			
Tobin's Q Oranı	TQ	$\log.(\text{Öz Sermaye Piyasa Değeri} + \text{Toplam Varlıklar} - \text{Öz Sermaye Defter Değeri}) / \text{Toplam Varlıklar}^*$	Can, 2019; Chen ve Lin, 2012; Demirkan vd., 2023; Khalishah vd., 2021; Leontis, 2020; Listiani vd., 2024; Shah vd., 2018; Slothouber, 2010; Ye ve Yuan, 2008
Bağımsız Değişken			
Yönetsel Aşırı Güven	AG	$\text{Sermaye Harcamaları}_t / \text{Toplam Varlıklar}_{t-1}$	Al-Nasser vd., 2020*, Basuki 2020°, Dashtbayaz ve Mohammadi 2016°, Fauver vd., 2017*, Khalishah vd., 2021, Li vd., 2019*, Oak ve Dalbor, 2010*, Sheikh, 2018*
Kontrol Değişkenleri			
Firma Büyüklüğü	FB	$\log.(\text{Toplam Varlıklar})$	Can ve Dizdarlar, 2022; Gao vd., 2021; Goel ve Thakor, 2008; Guluma, 2021; Kasiani vd., 2015; Kunjal vd., 2021; Moghadam vd., 2016
Toplam Kaldıraç Oranı	TKLDRÇ	$\text{Toplam Yabancı Kaynaklar} / \text{Toplam Varlıklar}$	Cho vd., 2020; Gao vd., 2021; Gao ve Han, 2020; Kang vd., 2018; Suryani vd., 2023; Velde, 2017

Tablo 3.8. (devamı)

Nakit Akış Oranı	NA	İşletme Faaliyetlerinden Elde Edilen Nakit Akışları / Toplam Varlıklar	Chen, 2012; Lin vd. 2005; Shah vd., 2018; Tang vd., 2020; Ye, 2008
Firma Karlılığı	FK	Faiz ve Vergi Öncesi Kar / Toplam Varlıklar	Andreou vd., 2019; Slothouber, 2010

°Çalışmada yönetsel aşırı güven tek bir ölçütü değil, içinde sermaye harcamaları yönteminin de bulunduğu birden fazla kriter üzerinden değerlendirerek ölçülmüştür.

*Çalışmalar, yönetsel aşırı güven değişkeninden bağımsız olarak sermaye harcamaları ve firma değeri arasındaki ilişkiye odaklanmaktadır.

*Yüksek Tobin's Q oranının analiz sürecinde sorunlara yol açma potansiyeli göz önünde bulundurulmuş ve verilerin dağılımını normalleştirmek ve varyansı dengelemek amacıyla söz konusu oranının logaritması alınmıştır.

Model 4'te firma değeri ölçütü olarak Tobin's Q oranı dikkate alınmıştır. Tobin (1969) tarafından tanımlandığı üzere, Q istatistiği, bir işletmenin varlıklarının yeniden yerine koyma maliyetine oranla, o firma üzerindeki finansal taleplerin piyasa değerini ifade etmektedir. Q değeri 1'in üzerindeyse, işletmenin kaynakları etkin kullandığı, 1'in altındaysa kaynakların yetersiz değerlendirildiği kabul edilir (Lewellen ve Badrinath, 1997, ss. 77-78). Bu oran, yönetim performansını, rekabet gücünü ve kâr dağıtım politikalarının hisse senedi değerine etkisini analiz etmek için kapsamlı bir ölçüttür (Canbaş vd., 2005, s. 25). Piyasa değeri/defter değeri oranı, özsermaye karlılığı ve hisse senedi getirileri gibi geleneksel performans göstergelerine kıyasla Tobin's Q oranı, firmanın gelecekteki büyüme potansiyelini, yatırım fırsatlarını ve mevcut varlıkların ne ölçüde verimli kullanıldığını dikkate alarak firma değerini daha kapsamlı ve ileriye dönük bir perspektifle değerlendirmektedir (Taner ve Akkaya, 2003; Canbaş vd., 2005; Willim, 2015). Literatürde, yönetsel aşırı güvenin firma değerine etkisi Tobin's Q, piyasa değeri/defter değeri ve hisse senedi getirileri gibi ölçütlerle incelenmiştir (Ye ve Yuan, 2008; Slothouber, 2010; Chen ve Lin, 2012; Hirshleifer vd., 2012; Dashtbayaz ve Mohammadi, 2016; Shah vd., 2018; Zavertiaeva vd., 2018; Can, 2019; Cho vd., 2020; Gao ve Han, 2020; Tang vd., 2020; Khalishah vd., 2021; Kunjal vd., 2021; Yıkılmaz, 2022; Nur vd., 2023).

Firma değeri, bir işletmenin finansal durumunu ve piyasa içerisindeki konumunu yansıtan temel bir göstergedir. İşletme performansına ilişkin önemli bir ölçüt olması nedeniyle, yatırımcıların işletme hakkındaki algısını ve yatırım kararlarını doğrudan etkilemektedir. Yüksek firma değeri, işletmenin yatırımcılar tarafından olumlu algılanmasını sağlayarak sermaye piyasalarında rekabet avantajı elde etmesine ve finansmana daha kolay erişmesine katkıda bulunurken, düşük firma değeri işletmenin piyasa güvenilirliğini olumsuz yönde etkileyebilir. Firma değerini belirleyen temel faktörler arasında karlılık, büyüklük gibi faktörlerin yanı sıra sermaye yapısı öne çıkmaktadır (Kontesa, 2005, s. 185).

Sermaye yapısının optimize edilmesi, vergi avantajlarından yararlanarak finansal istikrarı güçlendirmektedir. Ancak aşırı borçlanma finansal baskıyı artırarak firma değerini düşürebilir (Bui, 2023, s. 2). Konaklama işletmelerinde sermaye yapısı ve firma değeri arasındaki ilişkinin incelenmesi, sektörün kendine özgü dinamikleri ve karşılaştığı finansal zorluklar nedeniyle büyük önem taşımaktadır. Konaklama sektörü, müşteri memnuniyetini artırmak ve rekabet gücünü korumak için sürekli yenilik yapma gerekliliğiyle birlikte, ekonomik dalgalanmalara karşı son derece hassas bir yapıya sahiptir.

Küresel ekonomik yavaşlamalar, sektörün gelirlerini doğrudan etkileyerek doluluk oranlarının düşmesine ve yatırımların azalmasına neden olmaktadır. Ayrıca, otel işletmeleri, uzun geri dönüş süresi ve yüksek sermaye gereksinimi nedeniyle finansman konusunda sık sık krediye bağımlı hale gelmektedir. Bu bağlamda, konaklama işletmelerinin sermaye yapılarının, piyasa değerleri üzerindeki etkisinin anlaşılması, hem işletme stratejileri geliştirme hem de sektördeki yatırımcı kararlarını yönlendirme açısından kritik bir konudur (Aggarwal ve Padhan, 2017, s.1).

Model 4'te yer alan kontrol değişkenlerinden ilki olan firma büyüklüğüdür. Büyük ölçekli işletmeler, finansal kaynaklara kolay erişim ve düşük finansal risk sayesinde firma değerini artırmaktadır (Nabawanuka ve Lee, 2008, s. 223). Yatırımcılar, büyük firmaları sürdürülebilir büyüme göstergesi olarak algılayarak piyasa değerini yükseltebilmektedir (Setiadharmha ve Machali, 2017, s. 2). Literatürde, Aggarwal ve Padhan (2017), Mao ve Gu (2008), Kasiani vd. (2015) ve Vitanova (2019) firma büyüklüğünün firma değerini pozitif etkilediğini, Dilmaç ve Korkmaz (2018), Ergene ve Karadeniz (2021), Lee vd. (2014), Gao vd., (2021) ve Guluma (2021) negatif etkilediğini, Bui (2023) ve Kunjal vd. (2021) ise anlamlı bir ilişki bulmamıştır. Konaklama sektöründeki büyük işletmeler, aşırı güvenli yöneticilerin riskli yatırımlarıyla değer kaybı yaşayabilir.

Model 4'teki kontrol değişkenlerden bir diğeri toplam kaldıraç oranıdır. Modigliani ve Miller (1958), sermaye yapısının firma değerini etkilemediğini öne sürmüş, ancak 1963'te vergi kalkanının borçlanmayı değerli kılabilceğini belirtmiştir. Dengeleme teorisi, borçlanma maliyetleri ile vergi avantajları arasında optimal bir denge kurulmasını savunmaktadır (Myers ve Majluf, 1984). İşaret etkisi teorisi, borçlanmanın olumlu performans sinyali verebileceğini öne sürmektedir (Ross, 1997, s. 23). Temsilcilik maliyeti teorisi, borçlanmanın serbest nakit akışlarının verimsiz kullanımını önleyerek firma değerini artırabileceğini belirtmektedir (Jensen, 1986, ss. 4-5). Literatürde Aggarwal ve Padhan (2017) ile Mao ve Gu (2008), kaldıraç oranının firma değeri veya işletme performansı üzerinde olumsuz bir etkisi olduğunu belirtirken, Tsai ve Gu (2007) bu ilişkiyi istatistiksel olarak anlamsız bulmuştur. Öte yandan, Bui (2023), Ergene ve Karadeniz (2021), Dilmaç ve Korkmaz (2018), Gao ve Han (2020), Cho vd. (2021) ve Suryani vd. (2023), Karmila ve Prayitno (2024) firma değeri ile kaldıraç arasında pozitif bir ilişki tespit etmiştir. Konaklama sektöründe aşırı güvenli yöneticiler, yüksek kaldıraç oranını riskli yatırımları finanse etmek için kullanarak firma değerini tehlikeye atabilir.

Model 4'teki diğer bir kontrol değişkeni nakit akışıdır. İşletme faaliyetleri, işletmenin gelir üretmeye yönelik ana faaliyetlerini kapsamakta olup, yatırım ve finansman faaliyetlerinden ayrılmaktadır. Bu faaliyetlerden kaynaklanan nakit akışları, kâr veya zarar hesaplamasında dikkate alınan tüm ekonomik olayları ve işlemleri içermektedir (Şamiloğlu ve Akgün, 2010, s. 159). Sağlıklı nakit akışları, işletmenin yükümlülüklerini zamanında yerine getirmesine ve uzun vadeli büyüme hedeflerine ulaşmasına katkı sağlamaktadır. Yüksek net kâr, işletmenin finansal sağlığını tek başına güvence altına almaz; bu bağlamda, firma değerinin korunması ve artırılması için nakit akışlarının sürekliliği ve etkin yönetimi büyük önem taşımaktadır. Nakit akışlarının düzensiz veya yetersiz olması,

işletmenin kısa vadeli yükümlülüklerini karşılayamamasına neden olarak finansal riskleri artırmakta ve firma değerinde düşüşe sebep olabilmekte, hatta uzun vadede iflas riski oluşturabilmektedir (Karadeniz, 2017, s. 168). Literatürde, Itan ve Riana (2021), Shah vd. (2018) ve Chen (2012) nakit akışının firma değerini pozitif etkilediğini, Park ve Jang (2013), Tang (2020) ve Sharpe vd. (2023) negatif etkilediğini belirtirken, Ni vd. (2018) ise anlamlı bir ilişki bulmamıştır. Konaklama sektöründe, mevsimsel dalgalanmalar nakit akışını etkileyebilmektedir.

Model 4'teki son kontrol değişkeni firma karlılığıdır. Finansal hiyerarşi teorisine (Myers, 1984) göre, firma karlılığı ile borç ihraç etme arasında negatif bir ilişki olması beklenmektedir. Daha fazla karlılığa sahip işletmeler, daha yüksek tutarda dağıtılmayan kâr elde ettiğinden, önce iç fonlarını kullanmakta, ardından borçlanmakta ve son çare olarak öz sermaye ihraç etmektedir. Dolayısıyla, firma karlılığı arttıkça firma değerinin de artması olasıdır. Bununla birlikte artan karlılık ve nakit akışları, hissedarlara dağıtılabilecek kâr miktarını artırıp firma değeri üzerinde olumlu bir etki yaratmaktadır (Haugen ve Baker, 1996, s.411). Literatürde, Kontesa (2005), Mao ve Gu (2008) ve Kunjal vd. (2021) karlılığın firma değerini pozitif etkilediğini, Aggarwall ve Padhan (2017) ve Yıkılmaz (2022) negatif etkilediğini belirtmiştir. Konaklama sektöründe karlılığı yüksek işletmeler aşırı güvenli yöneticilerin aşırı yatırımları nedeniyle değer kaybı riskiyle karşılaşabilir.

3.7. Analiz Yöntemi

Konaklama işletmelerinde yönetimsel aşırı güvenin sermaye yapısı ve firma değerine etkisinin incelendiği bu çalışmada gelişmiş ve gelişmekte olan ülke verileri kullanılarak öncelikle sermaye harcamaları yöntemiyle işletmelerde yönetimsel aşırı güvenin olup olmadığı belirlenmiştir. Ardından söz konusu ülke grupları verilerinde panel veri analizi gerçekleştirilmiştir. Devam eden süreçte yönetimsel aşırı güvenin analiz kapsamındaki dönem boyunca sürekli varlığı ve sürekli yokluğu arasında istatistiksel olarak anlamlı fark olup olmadığının belirlenmesine yönelik istatistiksel testler uygulanmıştır. Tez çalışmasının bu bölümünde, analizde kullanılan testlerin ve tahmin yöntemlerinin metodolojisi detaylı bir şekilde açıklanmaya çalışılmıştır.

3.7.1. Panel Veri Analizi ve Panel Veri Modelleri

Ekonometrik analizlerde kullanılan veriler farklı özelliklerde olabilmektedir. Ampirik analizlerde, üç farklı veri türü kullanılmaktadır. Bunlar zaman serisi, yatay kesit ve panel veridir. Bu veri türleri, regresyon modellerinin değerlendirilmesinde önemli bir rol oynamaktadır (Hill, vd., 2011, ss. 7-9). Kesitsel veriler, spesifik bir an içerisinde birçok farklı bireyin veya nesnenin gözlemlerini içermektedir. Her gözlem, farklı bir birey ya da nesneye aittir. Zaman serisi verileri ise, belli zaman dilimlerinde toplanan veri noktalarının bir sıralamasıdır. Bu veriler, zaman içerisindeki değişimleri izlemeye olanak tanımaktadır (Greene, 2002, s. 878). Ancak ampirik analizlerde kesitsel veriler ve zaman serisi verilerinin boyutlarındaki eksiklikler, 1950'li yılların sonrasında panel verilerin kullanımını gündeme taşımıştır. Bu yöntemle ilgili ilk çalışmalar Balestra ve Nerlove (1966), Grunfeld ve Griliches

(1960), Hildreth (1950), Kuh (1959), Swamy (1970) ve Zellner (1962) tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu çalışmalar, yatay kesit verileri ile zaman serisi verilerinin birleştirilmesi üzerine odaklanmıştır. Panel veri analizine ilişkin ampirik ve uygulamalı çalışmalar ise 1990'lı yıllarda yaygınlık kazanmıştır (Yerdelen Tatoğlu, 2018, s. 3). Panel veri ekonometrisi hem kesitsel hem de zamana bağlı verilerin artan erişilebilirliği sayesinde, ekonomik analizlerde sık karşılaşılan sorunları çözmek için çeşitli tahmin yöntemleri geliştirilmesine olanak tanıyan dinamik bir disiplindir (Croissant ve Millo, 2008, s. 1).

Panel regresyon modeli aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir (Baltagi, 2005, s. 11);

$$Y_{it} = \alpha + \beta_{1it}X_{1it} + \beta_{2it}X_{2it} + \dots + \beta_{pit}X_{pit} + \mu_{it}, \quad (13)$$

$$i = 1, \dots, N; \quad t = 1, \dots, T$$

Modelde bağımlı değişken Y ve bağımsız değişkenler X olarak tanımlanmaktadır. α terimi sabit bir katsayıyı belirtmektedir. $\beta_{1it}, \beta_{2it} \dots \beta_{pit}$ ise modelin regresyon katsayılarını göstermektedir. Regresyon katsayılarındaki 'i' alt indisi bireyler, işletmeler veya ülkeler gibi yatay kesit birimlerini belirtirken, 't' alt indisi ay ya da yıl gibi zaman boyutunu ifade etmektedir. Modelin sonunda yer alan μ_{it} terimi ise sıfır ortalama ve sabit varyansa sahip hata bileşenini temsil etmektedir.

Panel veriler, belirli bir zaman diliminde aynı kesit birimlerinin tekrarlanan gözlemlerinden oluşan ve hem kesit hem de zaman boyutlarını barındıran veri setleridir. Her bir kesit birimi için bir zaman serisi oluşturularak bir dizi panel veri elde edilmektedir. Kesit birimleri işletmeler, hane halkı, ülkeler gibi farklı seviyelerde birimler olabilirken, zaman serisi genellikle aylık veya yıllık gibi belirli periyotlardan oluşmaktadır. Kesit birimlerinin hane halkı veya işletmeler gibi mikro düzeyde birimler olduğu durumlarda bu tür panellere "mikro panel" denmektedir. Mikro panellerde genellikle zaman boyutu, kesit boyutuna göre daha kısadır. Öte yandan, kesit birimlerinin ülkeler gibi makro seviyede olduğu durumlarda bu tür panellere "makro panel" denir ve makro panellerde zaman boyutu, kesit boyutundan genellikle daha uzundur (Das, 2019, s. 17). Panel veriler, gözlemlerin tamlığına göre "dengeli" ve "dengesiz" paneller olarak ikiye ayrılmaktadır. Dengeli panellerde, her birim tüm zaman dilimlerinde eksiksiz bir şekilde gözlemlenirken, dengesiz panellerde her birim için gözlem sayısı farklılık gösterebilir. Dengesiz paneller, bazı birimlerin (örneğin ülke veya bireylerin) belirli dönemlere katılmaması, panelden çıkması ya da sonradan panele dâhil olması gibi durumlarda ortaya çıkmaktadır (Andreß vd., 2013, s. 15).

Panel veri tahmin yöntemleri, teorik ve uygulamalı mikro ekonometri alanında giderek daha fazla önem kazanmaktadır. Hem zaman serisi ve hem de kesit verilerin özelliklerini bir araya getiren panel verisi, bu sayede daha geniş bir veri kümesi ile analiz yapma imkânı sunmaktadır. Öte yandan

sunduğu avantajlara ek olarak bazı dezavantajlar da bulunmaktadır. Panel veri kullanmanın avantajları ve dezavantajları Tablo 3.9’da yer almaktadır.

Tablo 3.9. Panel Veri Kullanmanın Avantajları ve Dezavantajları

Avantajlar	Dezavantajlar
Birim, ülke ya da işletmelerin heterojenliği kontrol etme ve zaman içindeki değişimleri izleme avantajı sağlar.	Panel veriye erişimde güçlük, katılımcı yanıtlama sürecindeki zorluklar ve veri kaybı gibi pratik sorunlarla karşılaşabilir. Bu da örneklemin temsil yeteneğini azaltabilir.
Hem zaman serisi hem de kesit verilerini içerdiği için daha geniş bir veri seti sunar.	Panel çalışmaları genellikle belirli bir süreyi kapsar ve ileriye yönelik veriler sınırlı sayıda veri noktası içerir. Bu, zaman içerisindeki değişimlerin kapsamlı analizlerini zorlaştırabilir.
Daha fazla gözlem ile modelde serbestlik derecesi sağlar, bu da daha güvenilir parametre tahminleri elde edilmesini kolaylaştırır.	Verileri belirli zaman dilimlerinde toplanan panel çalışmalarında zaman aralıklarını doğru yönetmek zorlaşabilir, zaman etkilerini doğru bir şekilde yansıtmayabilir.
Kesit boyutu ek değişkenlik katar ve farklı gözlemler arasında daha fazla varyasyon sağlar. Bu, değişkenlerin etkilerini daha net bir şekilde gözlemlemeyi mümkün kılar.	Panel çalışmaları, belirli bir grup veya döneme odaklandıkları için, bu grupların veya dönemlerin özelliklerini genel popülasyon veya diğer gruplar için geçerli kabul etme riski taşıyabilir.
Dinamik analizler yapabilme ve uzun vadeli etkileri inceleme olanağı sunar.	Panel veri modellerinde, bireyler arasındaki ve zaman içindeki gözlemlenmeyen farklılıkların nasıl modellenmesi gerektiği önemli bir zorluktur.
Panel veriler, daha fazla bilgilendirici veri ve değişkenlik sağlayarak parametre tahminlerinin verimliliğini artırır. Bu, modellerin daha doğru ve güvenilir sonuçlar üretmesine katkı sağlar.	Tipik mikro panellerin kısa zaman dilimine ve birey sayısına dayanması, sürenin uzatılmasının yıpranma olasılığını ve hesaplama zorluklarını artırarak süreci daha maliyetli ve karmaşık hale getirebilir.
Mikro ve makro düzeyde detaylı analizler yapabilme imkânı sağlar.	
Zaman içindeki değişimleri ve etkilerin zaman içinde nasıl geliştiğini tanımlamada yarar sağlar.	
Yatay kesit dağılımlarının gizlediği değişiklikleri açığa çıkarma ve zaman içindeki değişimleri doğru bir şekilde anlama olanağı sağlar.	

Kaynak: Baltagi, 2005, ss. 4-9; Hsiao, 2007, ss. 3-6; Ruspini, 2003, ss. 71-77; Verbeek, 2004, ss. 342-343

Panel veri analizinde, verilerin niteliğine bağlı olarak en uygun yöntem belirlenerek analiz gerçekleştirilmektedir. Süreç boyunca testler adım adım uygulanır ve elde edilen sonuçlara göre en ideal model seçimi yapılır. Panel veri analizlerinde yaygın olarak kullanılan regresyon tahmin yöntemleri arasında havuzlanmış regresyon modeli, sabit etkiler modeli ve tesadüfi etkiler modeli yer almaktadır. Havuzlanmış regresyon modeli, tüm gözlemleri birleştirerek genel bir regresyon tahmini sunar ve birimler ya da zaman arasındaki farklılıkları göz ardı eder. Sabit etkiler modeli ise, her kesit biriminin kendi sabit terimine sahip olmasına olanak tanır ve bu farklılıkların modele yansıtılmasını sağlar. Tesadüfi etkiler modeli, sabit terimlerin sabit bir değerden ziyade rassal bir popülasyondan geldiğini

varsayarak varyansı modele dâhil etmektedir (Gujarati, 2008, ss. 593-594). Aşağıda bu üç yöntemin tahmin süreçlerine ilişkin detaylar yer almaktadır.

Sabit etkiler modeli (Fixed Effect, FE) her bir birim (örneğin, farklı ülkeler, işletmeler veya bireyler) arasındaki farklılıkların, modelin sabit terimindeki değişikliklerle ifade edilebileceğini öngörmektedir. Başka bir deyişle, model, her birimin kendi sabit terimine sahip olduğunu ve bu sabit terimin, birimler arasındaki farklılıkları yansıttığını varsaymaktadır (Greene 2002, s. 287). Sabit etki modelleri, sosyal bilimlerde daha sık kullanıldıkları için "altın standart" olarak kabul edilmektedir. Sabit etkiler modelinin avantajı, geleneksel olarak gözlemlenmeyen faktörlerle bağımsız değişkenler arasındaki korelasyona izin vermesidir. Bu model, tarafsız parametre tahminlerini belirlemeye en yakın model olsa da heterojenliğin neden kaynaklandığına dair bir açıklama yapmamaktadır (Schurer ve Yong, 2012, s. 1). Bu yöntem, belirli bir grup (örneğin, farklı eyaletler, işletmeler veya bireyler) içindeki değişkenleri analiz ederken, zaman içinde sabit kalan ama gruptan gruba değişen faktörlerin etkisini kontrol etmek için kullanılmaktadır. Model aşağıdaki şekilde yazılmaktadır (Stock ve Watson, 2015, s. 403);

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta X_{it} + \mu_{it} \quad (14)$$

Modelde Y_{it} bağımlı değişkeni, β eğim katsayısını, α sabit terimi, μ hata terimi alt indislerden i , yatay kesit boyutunu (hanehalkı, birey, işletme, ülke gibi birimleri) t , zaman boyutunu (gün, ay ve yıl) göstermektedir. Zaman ve bireyler boyunca eğim katsayısı β sabittir. Sabit terim α_i ise zaman boyunca değişmezken, bireyler arasında farklılık göstermektedir.

Literatürde klasik model ya da sabit katsayılı model olarak yer bulan havuzlanmış regresyon modeli (Pooled OLS), çeşitli bireylerden toplanan verilerin, bireysel farklılıklar dikkate alınmadan birleştirildiği bir modeldir. Bu modelde, farklı bireylerin verileri aynı katsayılarla değerlendirilmektedir (Hill vd., 2011, s. 540). Birim ve zaman etkilerinin tamamının homojen olduğunu varsayan bu sınırlı model aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir (Yerdelen Tatoğlu, 2021, s. 40);

$$Y_{it} = \beta_0 + \sum_{k=1}^K \beta_k X_{kit} + \mu_{it} \quad (15)$$

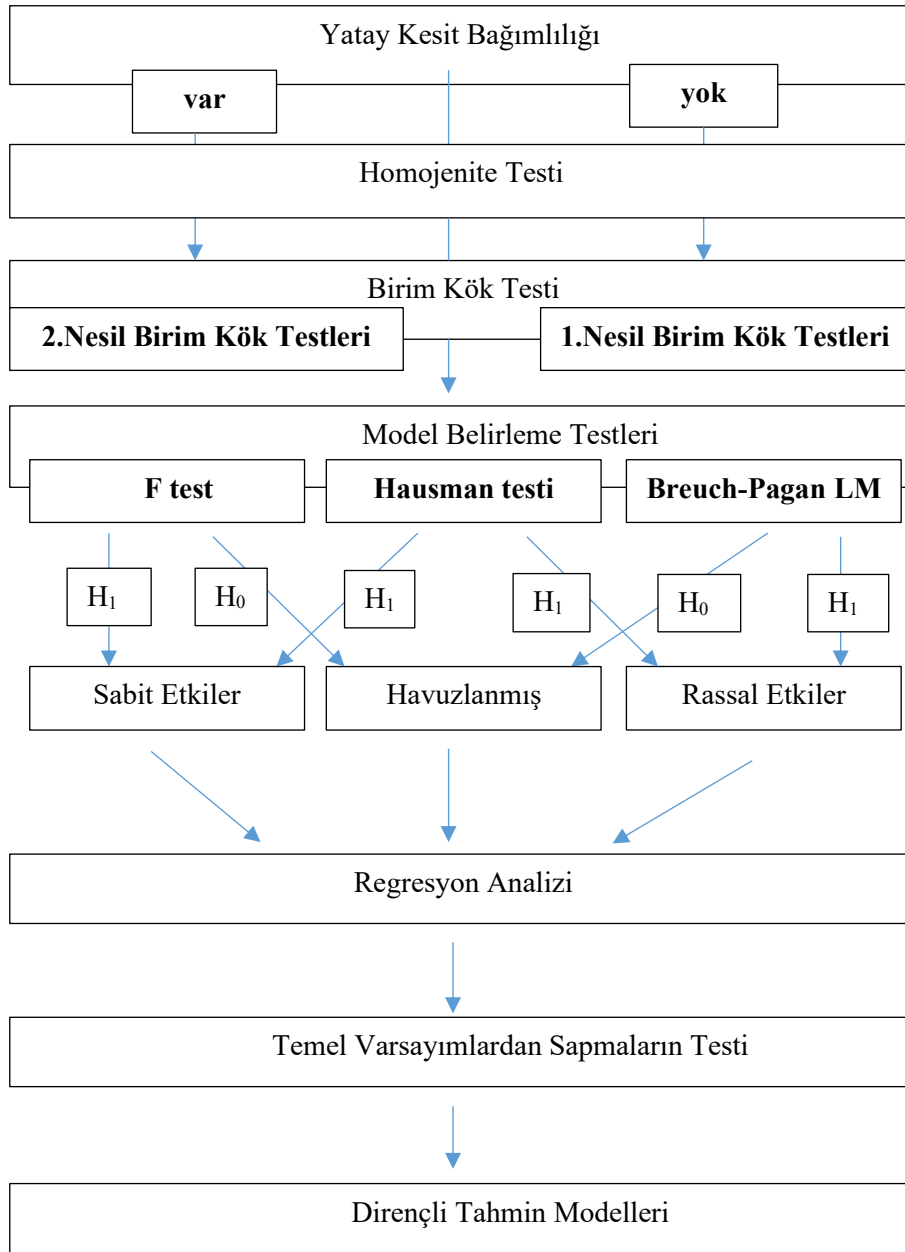
Modelde Y bağımlı değişkeni, X ise bağımsız değişkenlerdir. Alt indislerde i birimi ve t zamanı göstermektedir. Bu tür bir modelde, hata teriminin ortalamasının sıfır olduğu ve varyansının σ_ϵ^2 olduğu varsayılır. Bununla birlikte, tüm yatay kesit birimlerde gözlemler bağımsızdır; hatalar, birim ve zamana karşı homoskedastiktir (Johnston ve Dinardo, 1997, s. 390).

Tesadüfi etkiler modeli (Random Effect, RE), gözlemlenemeyen ve her birime özgü olan heterojenliğin rassal dağıldığını kabul etmektedir. Bir başka ifadeyle modelde, her birimdeki özgün farklılıkların rassal olduğunu ve belirli bir dağılıma sahip olduğunu varsayılmaktadır. Model, bu farklılıkların etkilerini hesaba katmak için bu dağılımdan yararlanmaktadır. Tesadüfi etkiler modeli, her birimin kendine özgü ancak rassal dağılan özelliklerinin, analiz edilen değişken üzerinde etkisi olduğunu kabul etmektedir. Tesadüfi etkiler modelinde, bu rassal farklılıklar (heterojenlik) birimin belirli özelliklerinden kaynaklanabilir, ancak model bunları belirli bir dağılım çerçevesinde ele almaktadır. Böylece, gözlemlenemeyen bu etkiler, modelin tahminlerine ve sonuçlarına dâhil edilerek daha kapsamlı bir analiz yapılmış olmaktadır (Das, 2019, s. 505). Modelin gösterimi aşağıdaki şekildedir (Hsiao, 2003, s. 200);

$$Y_{it} = \beta_{0i} + \beta_{1i}X_{1it} + \beta_{2i}X_{2it} \dots + \mu_i + \mu_{it} \quad (16)$$

Tesadüfi etkiler modeline ilişkin denklemde μ_{it} artık hataları, yani modelin açıklayamadığı ve gözlemden gözleme farklılık gösteren kısmı temsil etmektedir. μ_i ise zamana ve birim farklılıklarına göre değişen, birimlere özgü hatayı ifade eder. Bu hata bileşeni, belirli bir birimin zaman içinde sabit kalan, ancak diğer birimlerden farklı olmasına neden olan özellikleriyle ilgilidir. Yukarıdaki modelde yer alan μ_{it} ve μ_i toplamı hata terimini göstermektedir.

Panel veri analizinde testlerin ve tahmin yöntemleri arasından uygun olanların seçilmesi, ampirik çalışmalar sonucundaki bulguların güvenilirliğini önemli ölçüde etkilemektedir. İlgili testler veya analizler bazı varsayımlara dayanmaktadır. Uygulanacak testlerin sırası ve araştırmada kullanılan veri setleriyle uyumlu olması, analizlerin sonuçlarının güvenilirliği ile doğrudan ilişkilidir. Bu nedenle, veri setleriyle örtüşen test ve analiz yöntemlerinin tercih edilmesi gerekmektedir. Yönetimsel aşırı güvenin sermaye yapısı ve firma değerine etkisinin incelendiği bu çalışmada ilk olarak gelişmiş ve gelişmekte olan ülke verileri kullanılarak panel veri analizi gerçekleştirilmiştir. Panel veri analizi, daha geniş veri sunarak güvenilir tahminler yapılmasında ve değişim dinamiklerinin incelenmesinde etkilidir. Ayrıca, yalnızca yatay kesit veya zaman serisi analizleriyle tespit edilemeyen etkileri saptamaya yardımcı olmaktadır. Mikro ve makro düzeyde daha doğru ve kapsamlı sonuçlar sunarak, karmaşık modellerin oluşturulmasına ve test edilmesine imkân tanımaktadır (Hsiao, 2003, ss. 3-7). Bu nedenlerle panel veri analizi, daha güvenilir ve detaylı bir inceleme sağladığı için tercih edilmiştir. Panel veri analizinde izlenen süreç aşağıdaki şekilde yer almaktadır.



Şekil 3.1. Panel Veri Analizi Süreci (Yazar tarafından oluşturulmuştur)

Bu tez çalışmasında panel veri analizi kapsamında öncelikle gelişmiş ve gelişmekte olan ülke gruplarında veri yapılarına uygun olan yatay kesit bağımlılığı ve homojenlik testleri uygulanmıştır. Bu öncelik, değişkenlerin yatay kesit bağımlılığı içerip içermemesini, yapılacak testlerin belirlenmesinde önem arz etmesinden kaynaklanmaktadır. Bu bağlamda yatay kesit bağımlılığı için Pesaran'ın CD_LM2 (Pesaran, 2004) testi kullanılırken, homojenlik delta testleri ile değerlendirilmiştir. Uygulanan testler sonrası her iki örneklem grubu içinde değişkenlerin yatay kesit bağımlılığına sahip olduğu ve homojen oldukları sonucuna ulaşılmıştır. Ardından yatay kesit bağımlılığı dikkate alınarak Cross-sectional Im,

Pesaran and Shin (CIPS) (Pesaran, 2007) birim kök testi uygulanmıştır. Gerçekleştirilen birim kök testi sonucunda değişkenlerin durağan çıktıkları tespit edilmiştir. Devam eden süreçte panel veri modellerinin belirlenmesine yönelik testler uygulanarak değişkenlere uygun model yapıları belirlenmiştir. Model yapısı belirlendikten sonra, temel varsayımlardan sapmaların test edilmesi amacıyla otokorelasyon için Durbin-Watson testi (Durbin ve Watson, 1950/1951), değişen varyans için Breusch-Pagan LM testi (Breusch ve Pagan, 1979) ve panel veri modellerinde heteroskedastisiteyi incelemek amacıyla Modified Wald testi (Greene, 2000) uygulanmıştır. Varsayımlardan sapmaları sınamak amacıyla uygulanan analizlerin bulgularına dayanarak, değişen varyansı ve otokorelasyonu dikkate alan Driscoll-Kraay tahmincisi kullanılmıştır. Söz konusu süreçte gerçekleştirilen analizlerde E-Views, Stata ve Gauss programlarından yararlanılmıştır.

3.7.1.1. Yatay Kesit Bağımlılığı

Son yıllarda, ülkeler ve finansal kuruluşlar arasında giderek artan ekonomik ve finansal entegrasyon, kesitsel birimler arasında güçlü bir karşılıklı bağımlılık anlamına gelmektedir. Mikroekonomik düzeyde bireylerin ortak şoklara veya gözlemlenmeyen faktörlere benzer tepkileri, sosyal normlar, sürü davranışı ve karşılıklı bağımlı tercihlerle açıklanabilmektedir. Tahminlerde yatay kesit bağımlılığının etkisi kesitsel birimler arasında güçlü bir ilişkiyi göstermektedir ve bu bağımlılığın doğru ele alınması, analizlerin doğruluğunu artırmaktadır (De Hoyos ve Sarafidis, 2006, ss. 482-483). Öte yandan farklı ülkelerin zaman serileri bir araya getirildiğinde, söz konusu ülkelerin ortak ekonomik döngüler, siyasi olaylar veya iklim değişiklikleri gibi global faktörlerden etkilenebileceği dikkate alınması gereken bir husustur. Bu durum, ülkelerin benzer tepkiler vermesiyle veri setinde belirgin korelasyonlara yol açabilir. Yatay kesit bağımlılığını dikkate almak, verilerin doğru şekilde yorumlanmasını sağlayarak farklı ülkelere gelen verilerin bir havuzda toplanmasından maksimum fayda elde edilmesini mümkün kılmaktadır. Bu doğrultuda, modelde ortak faktörlerin hesaba katılması veya yatay kesit bağımlılığını kontrol eden yöntemlerin kullanılması gereklidir (Verbeek, 2004, s. 372).

Panel veride birimler arası ilişkilerin incelenmesine olanak sağlayan birçok yöntem bulunmaktadır. Bunlardan ilki Breusch ve Pagan, panel veri analizinde kesitsel bağımlılığı test etmek için bir Lagrange Çarpmanı (LM) istatistiği önermiştir. Bu test, kesit birimlerinin sayısının sınırlı, ancak zaman boyutunun uzun olduğu veri setleri ($T > N$) için uygundur. Breusch ve Pagan, bu bağlamda kesitsel bağımlılığı test etmek için basit ve etkili bir yöntem sunmuşlardır. LM istatistiği kullanılarak, kesitler arası hata korelasyonlarının sıfır olup olmadığı test edilmektedir. Model aşağıda sunulmaktadır (Pesaran, 2004, s. 5);

$$CD_{LM} = T \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N \hat{p}_{ij}^2 \quad (17)$$

Modelde, $\hat{p}_{ij}^2$, değeri, iki kesit birimi (i ve j) arasındaki hata terimlerinin korelasyon katsayısını tahmin etmektedir. CD (Cross-Sectional Dependence), yatay kesit bağımlılığı anlamına gelmektedir ve CD_{LM} istatistiği χ^2 dağılımına sahiptir. Serbestlik derecesi $N(N-1)/2$ olarak belirlenmektedir. Burada N paneldeki kesit sayısını ifade etmektedir.

Kesit birimlerinin (N) büyük olma durumu, söz konusu yöntemin kısıtlarını ortaya çıkarmıştır. Bu tür kısıtlar, testlerin güvenilirliğini ve doğruluğunu azaltabilmekte, dolayısıyla analizlerin sonuçlarını etkileyebilmektedir. Bu doğrultuda daha güvenilir sonuçlar elde etmek amacıyla Pesaran (2004) tarafından özel bir yaklaşım geliştirilmiştir. Pesaran'ın önerdiği bu yaklaşım, özellikle kesit birimlerinin (N) büyük olduğu durumlarda testin performansını iyileştirmeyi hedeflemektedir. Yani, kesit boyutu çok büyük olduğunda bile, bu testin doğru sonuçlar vermesi amaçlanmaktadır. Pesaran tarafından uyarlanan Lagrange çarpanı testi, hem kesit boyutu (N) hem de zaman boyutu (T) büyük olduğunda uygulanabilmektedir. N ve T'nin her ikisinin de sonsuza gittiği durumlarda ($N=\infty, T=\infty$) veya N ve T'nin birbirine eşit olduğu durumlarda ($N=T$) test etkin bir şekilde çalışmaktadır. Model aşağıda yer almaktadır (Pesaran, 2004, s. 5);

$$CD_{LM1} = \sqrt{\frac{1}{N(N-1)}} \left(\sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N T\hat{p}_{ij}^2 - 1 \right) \quad (18)$$

Yukarıdaki model kullanılarak gerçekleştirilen test istatistiği, kesitsel bağımlılığın yokluğu hipotezi altında büyük örneklem gruplarında (N ve T'nin büyük olduğu durumlarda) normal dağılım göstermektedir. Ancak söz konusu test, kesit boyut (N) büyük ve zaman boyutu (T) küçük olduğunda belirgin boyut sapmaları gösterebilmektedir. Bu bozulmaların ana nedeni, sonlu T (sonlu zaman periyodu) için $E(T\hat{p}_{ij}^2 - 1)$ ifadesinin sıfıra doğru şekilde odaklanmamasıdır. Burada, $\hat{p}_{ij}$ kesitsel korelasyon katsayısını temsil etmektedir. Boyut bozulması, testin nominal anlamlılık seviyesinden sapma derecesi, yani testin beklenen hata payından daha fazla hata yapması durumudur (Pesaran, 2015, s. 1093). Breusch ve Pagan'ın LM testinin kesit boyutunun (N) büyük olması durumunda yaşanan eksikliğin giderilmesi adına geliştirilen yeni bir test istatistiği aşağıda sunulmaktadır;

$$CD_{LM2} = \sqrt{\frac{2T}{N(N-1)}} \left(\sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N \hat{p}_{ij} \right) \quad (19)$$

Yukarıda yer alan model, kısa zaman boyutlarında (T) ve uzun kesit boyutlarında (N) durumlarında geçerlidir. Önerilen test, Breusch-Pagan LM testindeki gibi regresyonların hata karelerinin yerine, her bir bireysel birimin artıklarının ikili korelasyon katsayılarının ölçeklenmiş

ortalamasına dayanmaktadır. Test, model artıklarının birbirleriyle ne kadar ilişki içinde olduğunu ölçmekte ve kesitsel bağımlılığın varlığının belirlenmesini sağlamaktadır. Test, küçük örneklemle çalışırken mantıklı ve güvenilir sonuçlar verebilmektedir (Pesaran, 2004, ss. 5-6).

Devam eden süreçte Pesaran vd. (2008) tarafından önerilen bir uyarılama, LM testinin bazı zorluklarını aşmayı amaçlamıştır. Bu uyarılamada iki ana değişiklik yapılmıştır. LM testi, sabit bir T (gözlem sayısı) için ortalaması sıfır olacak şekilde düzenlenmiştir. Bir diğer ifadeyle, testin sonuçları belirli bir gözlem sayısı için sıfır ortalamaya sahiptir. Ayrıca modelde LM testinin varyansını düzeltmek için bir yöntem önerilmiştir. Varyans düzeltilmesi, test sonuçlarının daha güvenilir olmasını sağlayarak yanlışlığı azaltmaktadır. Söz konusu değişikliklerle CD testinin iyileştirilmiş bir biçimi olan düzeltilmiş LM test istatistiği geliştirilmiştir. Bu istatistik, LM_{adj} (adjusted Lagrange Multiplier, düzeltilmiş Lagrange Çarpanı) olarak bilinmektedir. Sapması düzeltilmiş LM test istatistiği, T>N olduğu durumlarda kullanılabilir. Bu test istatistiğine ait model aşağıda sunulmaktadır (Pesaran, 2015, s. 789; Pesaran vd., 2008, s. 108):

$$LM_{adj} = \sqrt{\left(\frac{2T}{N(N-1)}\right)} \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N \hat{p}_{ij} \frac{(T-k)\hat{p}_{ij}^2 \mu_{Tij}}{\sqrt{v_{Tij}^2}} \sim N \quad (20)$$

Denklemden çıkan LM_{adj} istatistiği, büyük örneklem boyutlarında standart normal dağılıma göre dağılım göstermektedir. Modelde yer alan μ_{Tij} ortalamayı, v_{Tij}^2 ise varyansı tanımlamaktadır.

Yatay kesit bağımlılığını test etmek için hangi testin seçileceği konusu, zaman ve kesit boyutlarının büyüklüğüne bağlı olarak önem kazanmaktadır. Bu nedenle, bu boyutların büyüklüğünü dikkate almak gerekmektedir. Bununla birlikte söz konusu testlerde kullanılan hipotezler ortaktır. Sıfır hipotezi, yatay kesit bağımlılığının mevcut olmadığını öngörmektedir. Buna karşılık, alternatif hipotez, en az bir birimde korelasyon katsayısının sıfırdan farklı olduğunu ve dolayısıyla yatay kesit bağımlılığını belirttiğini ifade etmektedir (Pesaran vd., 2008, s. 108). Söz konusu hipotezler;

$$H_0 = \text{Cov}(u_{it}, u_{ij}) = 0 \text{ (Yatay kesit bağımlılığı yoktur)}$$

$$H_1 = \text{Cov}(u_{it}, u_{ij}) \neq 0 \text{ (Yatay kesit bağımlılığı vardır) şeklindedir.}$$

Yatay kesit bağımlılığını sınamak için uygulanacak testin seçimi, zaman ve kesit boyutlarının büyüklüğüne bağlı belirlenmektedir. Bu nedenle, söz konusu boyutların büyüklüğünü dikkate almak gerekmektedir. Tez çalışmasındaki örneklem gruplarının zaman ve kesit boyutu göz önünde bulundurulduğunda; Gelişmiş ülke örnekleme, 21 ülkeyi kapsayan bir kesit boyutuna (N) ve 20 yıllık bir zaman boyutuna (T) sahiptir. Gelişmekte olan ülke örnekleme ise, 32 ülkeyi içeren bir kesit boyutuna (N) ve yine 20 yıllık bir zaman boyutuna (T) sahiptir. Bu nedenle yatay kesit bağımlılığı testlerinde Pesaran

CD_{LM2} testinin kullanılmasına karar verilmiştir. Analiz sonucunda, olasılık değerleri 0.05'ten daha düşük çıktığı için H₀ hipotezi %5 anlamlılık seviyesinde reddedilmiştir. Bu durumda, H₁ hipotezi doğru olarak kabul edilmektedir. Böylece, her iki örneklem grubu için paneldeki seriler arasında yatay kesit bağımlılığının bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır.

3.7.1.2. Homojenite Testi

Panel veri analizinde, sabit ve eğim parametrelerinin (değişkenlerin başlangıç değerleri ve değişim oranları) farklı birimlerde aynı olup olmadığı önemli bir konudur. Homojen veya heterojen yapıda olduğunu belirlemek, testlerin ilerleyişi açısından kritik bir rol oynamaktadır. Swamy (1970) çalışması, panel veri analizinde kesitler arası eğim katsayılarının homojenliğini tespit etmek amacıyla önemli bir metodoloji sunmuştur. Swamy testi (Š) olarak bilinen bu yöntem, daha uzun bir zaman dilimi (T) boyunca az sayıda birimin (N) verilerinin incelendiği veri setlerinde (N<T) kullanılmaya uygundur. Swamy'nin eğim homojenliği testi öncelikle farklı birimlerin eğim katsayılarını ayrı ayrı hesaplamakta ve daha sonra bu hesaplamaların genel dağılımını kullanarak, eğimlerin tüm birimlerde benzer olup olmadığını test etmektedir (Swamy, 1970, s. 318)

Standart F testi ve Swamy'nin testi, N'nin T'ye göre küçük olduğu durumlar için uygundur, yani az sayıda kesit ve uzun zaman serisi olduğunda iyi çalışmaktadır. Pesaran, Smith ve Im (1996) tarafından geliştirilen Hausman türü testler ise büyük N panelleri için geçerlidir, ancak genellikle düşük güce sahiptir ve her zaman güvenilir sonuçlar vermemektedir. Mevcut testlerin N (kesit boyutu) büyük ve T (zaman serisi boyutu) küçük olduğunda tatmin edici sonuçlar vermemesi yeni bir yöntemin geliştirilmesine yol açmıştır (Pesaran ve Yamagata, 2008, ss. 54-55). Delta testlerini kullanarak büyük panellerde (N<T) eğim homojenliğini test etmek için Pesaran ve Yamagata (2007) tarafından geliştirilen Swamy's Testi'ne ilişkin model ve hipotezler aşağıda sunulmaktadır (Pesaran ve Yamagata, 2008, s. 57);

$$\Delta_{adj} = \sqrt{N} \left(\frac{N^{-1}S - k}{\sqrt{\text{Var}(T, k)}} \right) \quad (21)$$

Modelde yer alan Δ_{adj} büyük örneklem için delta test istatistiğini, N, gözlem sayısını, S Swamy test istatistiğini, K, açıklayıcı değişken sayısını, $\sqrt{\text{Var}(T, k)}$, standart hatayı ifade etmektedir. Eğim katsayılarının homojen ya da heterojen olup olmadığını test etmek için oluşturulan hipotezler aşağıdaki şekildedir:

H₀: Eğim katsayıları birimlere göre homojendir

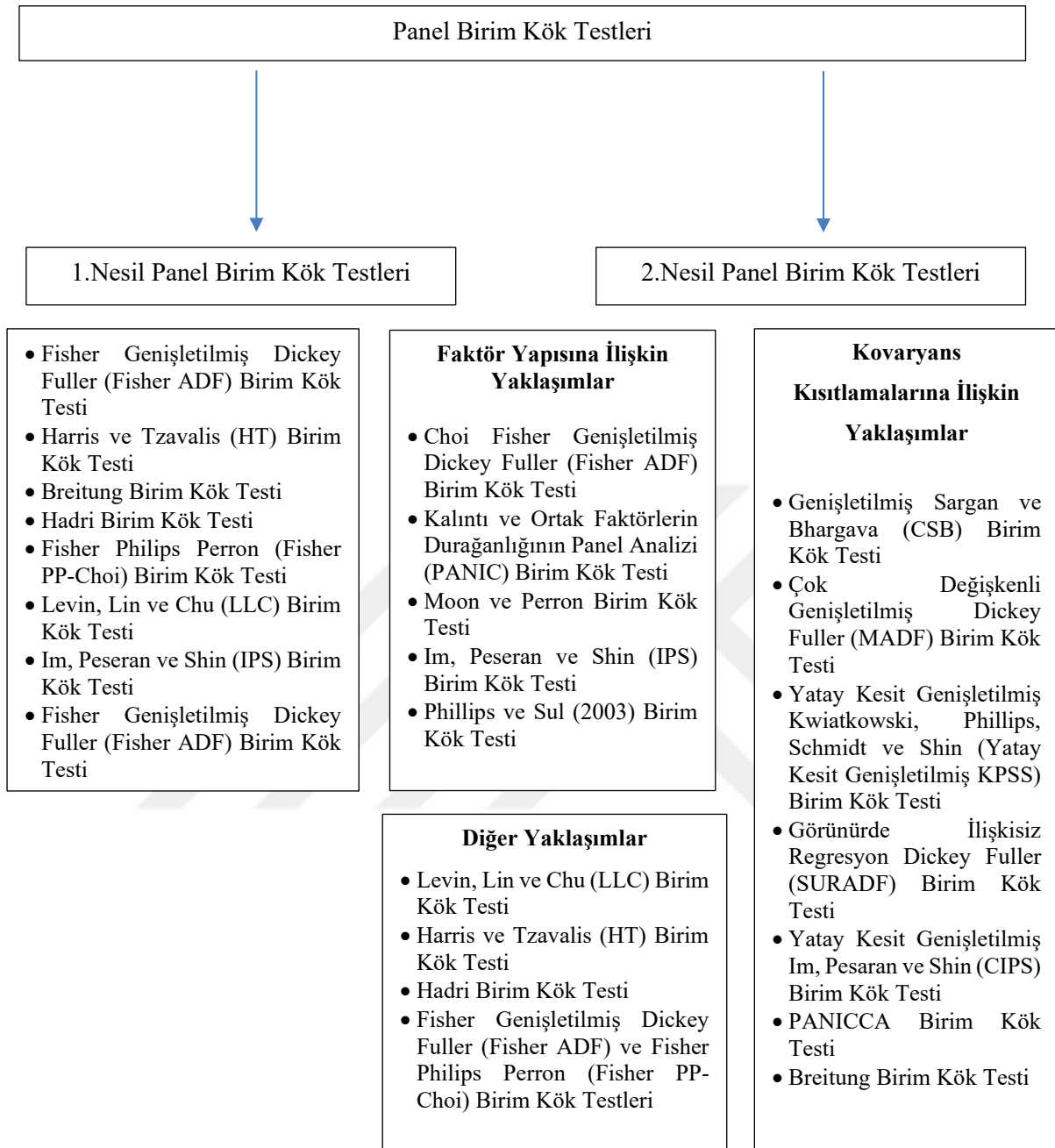
H₁: Eğim katsayılarının birimlere göre homojen değildir.

3.7.1.3. Birim Kök Testi

Panel veri ekonometrisinde farklı ülkelerden gelen verilerin zaman içinde kullanımı yaygınlaşmıştır. Bu durum, geniş ülke örnekleme (N) ve uzun zaman dilimini (T) kapsayan makro panellerin asimptotik (uzun dönem) özelliklerine ilgiyi artırmıştır. Zaman serisinin uzaması (T'nin artması), özellikle parametrelerin durağanlığı konusunu gündeme getirmiştir. Durağan olmama, verilerin sabit bir ortalama ve varyansa sahip olmaması durumudur. Uzun zaman serilerinde bu durum belirginleşerek hatalı sonuçlara yol açabilmektedir. Bu nedenle, panel veri ekonometrisinde durağanlık durumunun dikkate alınması, daha doğru ve güvenilir ekonomik analizler yapılmasını sağlamaktadır (Baltagi, 2005, ss. 237-239).

Panel veri yapısında standart birim kök testlerini temeli Quah (1994) ile atılmıştır. Levin vd. (2002), Quah (1994)'in çalışmasını büyük ve bağımsız paneller için asimptotik dağılımları dikkate alarak geliştirmiştir. Bu test, her bir yatay kesitte ayrı yapılan testlere kıyasla daha yüksek güce sahiptir. İlerleyen süreçte Im, Pesaran ve Shin (2003), en az bir yatay kesitin durağan olduğunu öne süren alternatif hipoteze karşı bir panel birim kök testi geliştirmişlerdir. Levin vd. (2002), Im, Pesaran ve Shin (2003) ve Maddala ve Wu (1999) ile Choi (2001) tarafından önerilen Fisher tipi testler, panel verilerde birinci nesil birim kök testleri olarak kabul edilir. Bu testlerin ortak özelliği, paneldeki kesit birimlerinin bağımsız olduğu varsayımına dayanmasıdır.

Ancak literatürde, ekonomik değişkenlerin kesitler arasında birlikte hareket ettiğine dair birçok kanıt bulunmaktadır. Panel veri analizinde kesitler arası bağımsızlık varsayımı kısıtlayıcı olabilmektedir. Ekonomik değişkenlerin birlikte hareket etmelerini dikkate almak için, birim kök hipotezinde kesitler arası bağımlılığı göz önünde bulunduran ikinci nesil birim kök testleri geliştirilmiştir. Bu testler iki yaklaşıma dayanır. İlk yaklaşım, hata terimleri arasındaki ilişkiyi analiz etmek için kovaryans matrisini kullanır ve yatay kesit bağımlılığını hesaba katar. Kovaryans kısıtlamalarına ilişkin bu yaklaşım, daha doğru ve güvenilir bir birim kök testi yapılmasını sağlamaktadır. İkinci yaklaşım ise faktör yapısına dayanır. Burada, kesitler arası bağımlılık, ortak faktörlerden kaynaklanmaktadır. Ortak faktör modelleri, panel verilerdeki birimlerin benzer tepkiler verebileceği ortak şokların veya trendlerin varlığını varsaymaktadır. Bai ve Ng (2004), Phillips ve Sul (2003), Moon ve Perron (2004), Choi (2002) ve Pesaran (2003) gibi araştırmacılar, bu alanda önemli katkılar sağlamış ve faktör yapılarına dayalı yöntemlerin geliştirilmesine öncülük etmişlerdir (Das, 2019, ss. 513-514). Panel birim kök testleri aşağıdaki şekilde gruplanabilmektedir (Barbieri, 2006, s. 4-43; Das, 2019, ss. 513-539):



Şekil 3.2. Panel Birim Kök Testleri (Barbieri, 2006; Das, 2019)

1. Nesil birim kök testleri altında yer alan Fisher Genişletilmiş Dickey Fuller (Fisher ADF) testi (Dickey ve Fuller, 1981) hem dengeli hem de dengesiz panellerde kullanılabilen testlerden biridir. Söz konusu test, zaman boyutunun (T) çok büyük olduğu ve birim sayısının (N) sonlu olduğu veri setleri için uygundur. Harris ve Tzavalis-HT birim kök testi (Harris ve Tzavalis, 1999), dengeli panel veri setlerinde ve zaman boyutunun (T) sabit, birim sayısının (N) ise sonsuz olduğu durumlarda kullanılmaktadır. Testin, özellikle kısa zaman dilimlerinde çok sayıda birim içeren ekonomik veri setleri için uygun olduğu öngörülmektedir. Breitung birim kök testi, dengeli panel önkoşulu altında hem

zaman hem de birim sayısının sonsuza yaklaştığı durumlarda uygulanmaktadır (Breitung, 2000). Bu, veri setinin uzun dönemli gözlemler ve çok sayıda birim içerdiği anlamına gelmektedir. Fisher ADF testine benzer özelliklere sahip bir diğer test Choi (2001) tarafından geliştirilen Fisher Philips Perron (Fisher PP-Choi) birim kök testidir. Özellikle uzun zaman serileri üzerinde çalışan test, zaman serilerinin tüm gruplar için aynı uzunlukta olmadığı (dengesiz panel) durumlar için daha idealdir. Levin vd. (2002) tarafından geliştirilen test (Levin, Lin ve Chu-LLC birim kök testi), farklı birimler arasındaki kesişme noktalarının, zaman eğilimlerinin, hata terimlerinin varyanslarının ve otokorelasyonun değişebileceğini dikkate alarak geniş kapsamlı bir analiz sağlamaktadır. Bu birim kök testi dengeli panel veri setlerinde, birim sayısı (N) 10-250 ve zaman boyutu (T) 25-250 aralığında olduğunda uygulanabilmektedir. Panelde dengeli olma zorunluluğu aranmayan Im, Pesaran ve Shin-IPS birim kök testinde, hem zaman boyutu (T) hem de birim sayısının (N) sonsuza yaklaştığı durumlarda geçerli olduğu belirtilmektedir. Im vd. (2003) tarafından geliştirilen bu test, geniş veri setlerinde kullanım kolaylığını artırmaktadır (Yerdelen Tataoğlu, 2017, ss. 21-48).

Birinci nesil testlerin en büyük kısıtlaması, paneldeki bireysel zaman serilerinin birbirinden bağımsız olarak dağıldığı varsayımıyla tasarlanmış olmalarıdır. Ancak, ekonomik değişkenler genellikle birlikte hareket ettiğinden bu varsayım gerçekçi değildir ve testlerin uygulanabilirliğini sınırlar. Bu sorunu aşmak için yatay kesit bağımsızlığı hipotezini reddeden ikinci nesil testler geliştirilmiştir (Barbieri, 2006, s. 4).

İkinci nesil testleri kendi içinde iki grupta incelemek mümkündür. Kovaryans kısıtlamalarına dayalı yaklaşımda, O'Connell (1998), hata terimleri arasındaki ilişkileri dikkate alarak GLS tahminini kullanmıştır. Bu yaklaşım, kesit birimi sayısı (N) sınırlı olduğunda geçerlidir. Maddala ve Wu (1999) ise LLC, IPS ve Fisher tipi testlerin kritik değerlerini bootstrapping ile elde ederek ampirik dağılımlar oluşturmuştur. Maddala ve Wu (1999) tarafından önerilen testte, panel verilerde birim kök testi için LLC (Levin, Lin ve Chu), IPS (Im, Pesaran ve Shin) veya Fisher tipi test istatistiklerinin kritik değerlerinin önyüklemesi (bootstrapping) uygulayarak ampirik dağılımlar elde edilmiştir. Bu yöntem daha doğru sonuçlar sağlasa da teknik olarak uygulanması zordur. Taylor ve Sarno (1998) tarafından geliştirilen MADF testi, hata terimlerinin bağımsız normal dağıldığını ve sabit olmayan bir kovaryans matrisine sahip olduğunu varsaymaktadır.

Chang (2002/2004), Taylor ve Sarno'nun (1998) çalışmasına dayanarak, ikinci nesil önyükleme yöntemleri geliştirilmiştir. Yöntem, bireysel serilerdeki şoklar veya değişiklikler arasındaki bağımlılığı dikkate alarak, N denklem sistemini tahmin edip birim kök testini uygular. Böylece, her panel biriminde farklı otoregresif süreçlerin varlığı kabul edilerek daha esnek bir modelleme sağlanır (Das, 2019, ss. 529-538). Bai ve Ng tarafından geliştirilen PANIC (Panel Analysis of Nonstationarity in Idiosyncratic and Common Components) birim kök testi, panel veride kalıntıların ve ortak faktörlerin durağanlığını analiz eder. Birim kök hipotezini test ederken kesitsel korelasyonu dikkate alan ilk testlerden biridir. Durağanlığı doğrudan test etmek yerine, ortak ve bireysel bileşenlerde birim kökün varlığını ayrı ayrı

değerlendirir. T ve N'nin büyük olduğu durumlar için uygundur ve özellikle güçlü kesitsel bağımlılığı olan panellerde doğru sonuçlar verir (Hurlin ve Mignon, 2007, ss. 8-12).

Pesaran (2007) tarafından geliştirilen Yatay Kesit Genişletilmiş Im, Pesaran ve Shin (CIPS) testi, hem zaman boyutunun (T) hem de birim sayısının (N) sonsuza yaklaştığı durumlarda tercih edilmektedir. Birimler arası yatay kesit bağımlılığını dikkate alarak, veri setindeki etkileşimleri ve bağımlılıkları analiz etmektedir. İkinci nesil panel birim kök testlerinin bir kısmı birinci nesil testlerden türetilmiştir. Bu testler panel veri setlerinde korelasyonu azaltarak birim kök varlığını test etmeyi amaçlamaktadır. Levin, Lin ve Chu (LLC), Harris ve Tzavalis (HT), Breitung, Hadri, Im, Pesaran ve Shin (IPS) bu testler arasında yer alır. Ayrıca, Fisher Genişletilmiş Dickey Fuller (Fisher ADF), Fisher Philips Perron (Fisher PP) ve Choi'nin Fisher ADF testleri bu grup arasında yer almaktadır (Yerdelen Tataoğlu, 2017, ss. 71-100).

Pesaran (2003), Bai ve Ng (2002), Moon ve Perron (2004) ve Phillips ve Sul (2003), yatay kesit bağımlılığını dikkate alarak, ortak faktörlerin farklı kesit birimlerinde çeşitli etkiler göstermesine olanak tanıyan yöntemler geliştirmiştir. Phillips ve Sul (2003), yatay kesit bağımlılığı durumunda standart panel birim kök testlerinin asimptotik benzerliğini kaybettiğini göstermiştir. Bu nedenle, testleri uygulamadan önce ortak faktörlerin etkilerini gidermeyi öneren bir prosedür geliştirmişlerdir. Bu prosedür, T ve N sonsuza giderken geçerli asimptotik sonuçlar sağlamaktadır. Moon ve Perron (2004a) ve Bai ve Ng (2004a), daha geniş bir çerçevede benzer yöntemler sunmuşlardır. Moon ve Perron (2004a), faktör yüklerinin ana bileşenler yöntemiyle tahmin edildiği "faktör etkilerinden arındırılmış" gözlemlere dayanan bir havuzlanmış panel birim kök testi önermişlerdir. Bu testin asimptotik özellikleri, N ve T sonsuza giderken ve N/T sıfıra yaklaşırken türetilmiştir. Modelde belirli trendler (zaman içinde artış veya azalış gibi düzenli değişiklikler) olmadığında, bu testin sonuçları, büyük örneklem boyutları (N ve T sonsuza giderken) için daha güvenilir ve geçerli olmaktadır (Barbieri, 2006, ss. 24-25).

Genişletilmiş Sargan ve Bhargava (1983) birim kök testi, geniş örneklemelerde daha doğru ve güvenilir sonuçlar elde etmek için geliştirilmiştir. Yatay kesit bağımlılığı altında gerçekleştirilen bir diğer birim kök testi Yatay Kesit Genişletilmiş KPSS (Kwiatkowski vd., 1992) testidir. Bu testin önemli bir özelliği, T ve N için herhangi bir kısıtlama getirmeden farklı boyutlardaki veri setlerinde uygulanabilir olmasıdır. Görünürde İlişkisiz Regresyon Dickey Fuller (SURADF) birim kök testi, Breuer vd. (2002) tarafından geliştirilmiş olup, panel veride birim kök varlığını test etmek için kullanılır ve T'nin N'den büyük olması durumunda daha iyi sonuçlar verir.

Bai ve Ng tarafından geliştirilen PANIC (Panel Analysis of Nonstationarity in Idiosyncratic and Common Components) birim kök testi, panel veri setlerinde kalıntıların ve ortak faktörlerin durağanlığını analiz etmek amacıyla kullanılır. Bu test, zaman boyutunun (T) ve birim sayısının (N) çok büyük olduğu durumlarda tercih edilmektedir. Reese ve Westerlund'un (2016) geliştirdiği PANICCA (Panel Analysis of Nonstationarity in Idiosyncratic and Common Components with Cross-sectionally

Augmented) birim kök testleri, zaman boyutunun (T) ve birim sayısının (N) büyük olduğu durumlarda tercih edilmektedir. Bu test, panel veri setlerindeki özel ve ortak bileşenlerin durağanlığını analiz eder ve yatay kesit genişletilmiş yöntemler kullanarak birimler arası bağımlılığı dikkate almaktadır (Yerdelen Tataoğlu, 2017, ss. 67-100).

Yukarıda verilen bilgiler doğrultusunda, zaman boyutu (T) ve birim sayısının (N) sayıca küçüklüğü veya büyüklüğü birim kök testlerinin seçiminde önemli bir faktördür. Örneğin büyük T, uzun dönem trendlerini ve dinamikleri yakalamayı mümkün kılarken, büyük N, farklı kesit birimleri arasındaki çeşitliliğin ve farklılıkların anlaşılmasına olanak tanımaktadır. Bu özelliklerin dikkate alınması istatistiksel analizlerin gücünü ve doğruluğunu artırmaktadır (Barbieri, 2006, s. 1). Ayrıca, yatay kesit bağımlılığı durumu bu seçimde kritik bir rol oynamaktadır. Bu tez çalışmasında gelişmiş ve gelişmekte olan ülke örneklemeleri göz önünde bulundurulduğunda, yatay kesit bağımlılığının varlığı ve zaman boyutunun (T) birim sayısından (N) daha az olması (T<N) nedeniyle panel veri setlerindeki değişkenlerin durağanlığı, yatay kesit bağımlılığı altında gerçekleştirilen ikinci nesil birim kök testlerinden biri olan Yatay Kesit Genişletilmiş Im, Pesaran ve Shin (CIPS) testi (Pesaran, 2007) ile tespit edilecektir.

Pesaran (2007) tarafından geliştirilen Yatay Kesit Genişletilmiş Im, Pesaran ve Shin (Cross-Sectional Augmented IPS-CIPS) testinde yeni bir yaklaşım benimsenmiştir. Geleneksel olarak, birim kök testleri tahmin edilen ortak faktörlerden sapmalara dayanmaktadır. Ancak bu çalışmada, standart Dickey-Fuller (DF) ve genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) regresyonları kullanılarak, her bir zaman serisinin gecikmeli seviyeleri ve birinci farklarının yatay kesit ortalamaları ile genişletilmesi önerilmiştir. CADF testi (Cross-Sectional Augmented ADF), serilerin durağanlığını hem panelin geneli hem de her bir yatay kesit (bireysel seri) için ayrı ayrı hesaplama imkânı sağlamaktadır. Yani, paneldeki her bir serinin durağan olup olmadığını ayrı ayrı değerlendirebilmektedir. CADF istatistiği, bu bireysel sonuçları verirken, CADF istatistiklerinin ortalaması olan CIPS (Cross Sectionally Augmented IPS) istatistiği, panelin geneline ilişkin genel bir durağanlık sonucu sunmaktadır. Bu sayede, tüm panelin genel olarak durağan olup olmadığını belirlemek mümkündür. Bu test, hem T>N (zaman boyutunun birim sayısından büyük olduğu) hem de N>T (birim sayısının zaman boyutundan büyük olduğu) durumlarda kullanılabilmektedir (Pesaran, 2007, ss. 266-268). Bu doğrultuda, CADF regresyonu aşağıdaki gibi ifade edilmektedir:

$$\Delta Y_{it} = a_i + b_i Y_{i,t-1} + c_i \bar{Y}_{t-1} + d_i \Delta \bar{Y}_t + e_{it} \quad (22)$$

Denklem CADF regresyon modelini temsil ederek serilerin durağan olup olmadığını test etmek için kullanılır. H_0 hipotezi serilerin birim kök içerdiğini ve dolayısıyla durağan olmadığını belirtmektedir. H_1 hipotezi ise bazı serilerin durağan olduğunu ve bazılarının birim kök içerdiğini belirtmektedir. CADF testinde yatay kesitlere ait test istatistiklerinin ortalaması alınarak, genel bir sonuç

çıkarılmaktadır. Bu şekilde panelin geneli için birim kök olup olmadığını belirlemeye yardımcı olarak panelin genel durağanlık durumu hakkında bilgi sağlamaktadır (Pesaran, 2007, ss. 275-278). CADF istatistiklerinin ortalaması olan CIPS (Cross Sectionally Augmented IPS) istatistiğine ilişkin model aşağıda sunulmaktadır:

$$CIPS = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CADF_i \quad (23)$$

Teste ilişkin hipotezler;

$H_0 = \beta_1 = 0 \rightarrow$ birim kök vardır

$H_0 = \beta_1 < 0 \rightarrow$ birim kök yoktur

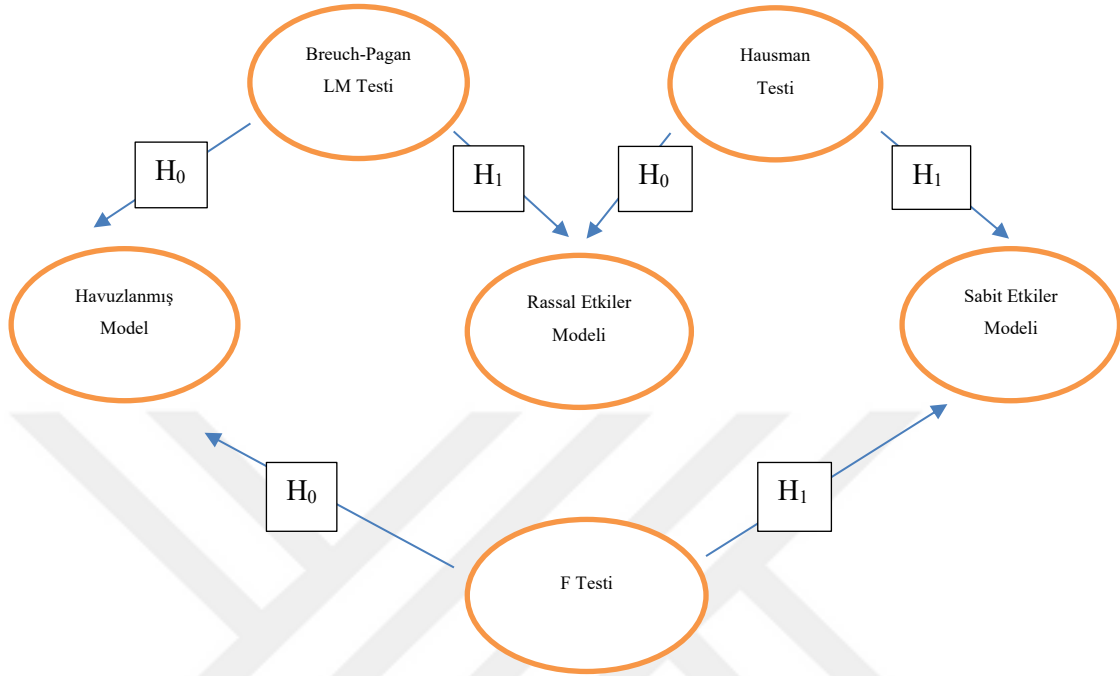
Modelde H_0 hipotezi, her bir serinin durağan olmadığını ve birim kök içerdiğini varsaymaktadır. Diğer yandan, alternatif hipotez (H_1), yatay kesitlerin sadece bir kısmında birim kök olmadığını, yani bu kesitlerin durağan olduğunu öne sürmektedir.

CADF ve CIPS testlerinin kritik tablo değerleri, T ve N'nin boyutuna göre farklı durumlar için ayrı ayrı hesaplanmaktadır. Bu durumlar sabitsiz, sabitli, sabitli-trendli olmak üzere üç farklı durumu kapsamaktadır (Pesaran, 2007, s. 274). Bu yaklaşımdan hareketle, panel verideki serilerin durağan olup olmadığını belirlemek için kullanılan test istatistikleri, tablodaki kritik değerler ile karşılaştırılarak değerlendirilir. Bu değerlendirme sonucunda, serilerin birim kök içerip içermediği, yani durağan olup olmadıkları hakkında kesin bir sonuca varılmaktadır. Eğer test sonucunda elde edilen değerler, tabloda belirtilen kritik değerlerden büyükse serinin durağan olduğu sonucuna varılmaktadır. Bu durumda, serinin uzun dönemde ortalama etrafında dalgalandığı ve birim kök içermediği kabul edilmektedir. Dolayısıyla test istatistiği kritik değerlerin altında kalırsa, serinin birim kök içerdiği ve durağan olmadığı ifade edilebilmektedir (Pesaran, 2007, s. 268)

3.7.1.4. Panel Veri Modelinin Belirlenmesine Yönelik Testler

Panel veri analizinde hangi modelin tercih edileceği kritik bir konudur ve belirli kabuller ve sınırlar doğrultusunda uygun panel veri regresyon modelinin seçilmesi gerekmektedir. Klasik model, veri setinde birim veya zaman etkisinin bulunmadığı varsayımında kullanılabilirken, birim veya zaman etkisi mevcutsa sabit veya rassal etkili modeller tercih edilebilmektedir. Sabit ya da rassal etkili modellerin tercihi, etkilerin açıklayıcı değişkenlerle olan ilişkisine göre belirlenmektedir. Bu modellerden hangisinin seçileceğini belirlemek için çeşitli testler mevcuttur. Testlerin temel amacı, örnekleme en uygun yöntemi tercih etmektir. Panel veri analizi gerçekleştirilirken, öncelikle modeller

arasında ikili karşılaştırmalar yapılarak seçim yapılmaktadır (Das, 2019, ss. 499-500). Modeller arasındaki seçime ilişkin şekil aşağıda yer almaktadır.



Şekil 3.3. Model Belirleme Testleri (Yazar tarafından oluşturulmuştur)

Klasik modelin geçerliliğini test etmek amacıyla kullanılan F testi Moulton ve Randolph (1989) tarafından ortaya konulmuştur. F testinin amacı, veri setinin farklı birimler arasında anlamlı farklılıklar barındırıp barındırmadığını incelemektir. F testi çerçevesinde, H_0 hipotezi her bir birim için α_i katsayılarının sıfır olduğu ve verinin birimler arasında homojenlik gösterdiği varsayımına dayamaktadır. Buna karşılık, H_1 hipotezi, sabit etkiler modelinin geçerli olduğunu öne sürmektedir. Bunun yanı sıra H_1 hipotezi α_i katsayılarının birimler arasında farklılık gösterdiğini belirtmektedir. F testinin hipotezleri aşağıda sunulmuştur (Yerdelen Tatoğlu, 2021, ss. 177-182):

H_0 = Birim etki yoktur, havuzlanmış model geçerlidir.

H_1 = Birim etkileri vardır, sabit etkiler modeli geçerlidir.

F testi, panel veri tahmininde havuzlanmış veya sabit etkinin en uygun şekilde hangisinin kullanılacağını belirleyen modeli belirlemeye yönelik bir testtir. Eğer F testi sabit etkili bir model seçerse, bir sonraki adım sabit etki ya da rassal etkiler arasında seçim yapmak için Hausman testini gerçekleştirmektir. Bu test, modelin tahmin edicilerinin rassal varsayımı altında geçerli olup olmadığını kontrol etmektedir. Ancak, F testi havuzlanmış modeli seçerse, ardından havuzlanmış model ya da rassal etki arasında seçim yapmak için Lagrangian çarpan testini kullanmaktır. Testin sonucu, modelin rastgele etkili mi yoksa ortak etkili mi olacağını belirlemeye yardımcı olmaktadır (Zulfıkar, 2018, s. 9).

Rassal etkiler ile sabit etkiler yaklaşımı arasında seçim yaparken temel husus, c_i (gözlemlenemeyen ancak sabit kalan bireysel etki) ile x_{it} (bağımsız değişkenleri temsil eder ve zaman içinde değişebilen gözlemlenebilir değişken) arasında korelasyon olup olmadığıdır. Bu korelasyonun varlığını test etmek için Jerry Hausman, 1978 yılında rassal etkiler ve sabit etkiler tahminleri arasındaki farka dayalı bir test önermiştir. Sabit etkiler modeli, c_i ile x_{it} arasında bir korelasyon olduğunda doğru tahminler yapmaktadır. Buna karşılık, rassal etkiler modeli bu korelasyon olduğunda tutarsız sonuçlar vermektedir. Hausman testi ise, bu iki model arasındaki farkı ölçer ve anlamlı bir fark bulunduğunda, rassal etkiler modelinin geçersiz olduğunu ve sabit etkiler modelinin kullanılması gerektiğini ortaya koymaktadır (Woolridge, 2002, ss. 288-289). Hausman testine ilişkin hipotezler aşağıda yer almaktadır (Hausman, 1978, s. 1261):

H_0 = Birim ve zaman etkiler rassaldır.

H_1 = Birim ve zaman etkileri sabittir.

Uygulamalı araştırmalarda, regresyon katsayılarının kesitsel birimler arasında değişip değişmediğini test etmek önemlidir. Çünkü rassal katsayı varyasyonu, bağımlı değişkenin farklı gözlemlerde farklı varyanslara sahip olmasına yol açmakta ve bu durum heteroskedastik modellerle açıklanabilmektedir. Heteroskedastisiteyi tespit etmek için olasılık oranı testleri kullanılır, ancak bu testlerin hesaplanması karmaşık olabilmektedir. Bu karmaşıklıktan kaçınmak amacıyla Breusch ve Pagan (1979), daha basit hesaplanabilen Lagrange çarpanı testini önermişlerdir. Bu test, olasılık oranı testi ile aynı özelliklere sahiptir, ancak hesaplaması daha basittir ve tekrarlanan en küçük kareler regresyonları ile yapılabilmektedir (Hsiao, 2003, ss. 147-148). Breuch-Pagan LM testine ilişkin hipotezler aşağıda yer almaktadır (Greene, 2002, ss. 298-299):

H_0 = Birim etki yoktur, havuzlanmış model geçerlidir.

H_1 = Birim etkileri vardır, rassal etkiler modeli geçerlidir.

3.7.1.5. Panel Veri Modelinde Temel Varsayımlardan Sınanmasına Yönelik Testler

Regresyon analizlerinde tahmin edilen değerlerin güvenilirliğini ve doğruluğunu etkileyen önemli kavramlardan biri olan heteroskedastisite, tahmin hatalarının varyansının sabit olmadığı ve gözlemler için farklılık gösterdiği durumu tanımlamaktadır. Heteroskedastisite, genellikle bir regresyon doğrusunun orijin (sıfır noktası) boyunca olduğu durumlarda göz önünde bulundurulur. Ancak, sadece bu durumla sınırlı değildir. Farklı regresyon analizlerinde de hataların varyansının (dağılımının) sabit olup olmadığını kontrol etmek önemlidir (Knaub, 2007, s. 175). Söz konusu önem, ekonometrik modellerin tanısal testlerle incelenmesinin, bu modellerin doğruluğunu ve geçerliliğini değerlendirmek açısından kritik bir rol oynamasından kaynaklanmaktadır. Tanısal testler, modelin verilerle ne kadar iyi uyduğuna belirlemektedir. Wald, olabilirlik oranı (LR) ve Lagrange çarpanı (LM) testleri,

ekonometrik analizlerde heteroskedastisiteye ilişkin yaygın olarak kullanılan istatistiksel testlerdir (Laskar ve King 1997, s. 5).

Tez çalışmasında yapılacak ekonometrik analizde sabit varyans varsayımı, farklı yöntemlerle test edilmiştir. Sabit etkiler modellerinde, bu varsayım modifiye edilmiş Wald Testi ile sınanmıştır. Tesadüfi etkiler modellerinde ise Breusch Pagan LM testi (Breusch ve Pagan, 1979) testleri kullanılmıştır. Aitchison ve Silvey'in geliştirdiği Lagrange çarpanı (LM) testine dayanan Breusch Pagan LM testi, sıfır hipotezinin öngördüğü kısıtlamalar altında maksimum olasılık tahminleri ile elde edilen sonuçları kullanmaktadır. Breusch Pagan LM testi belirli bir değişen varyans modelini sıfır hipotezine karşı alternatif olarak belirlediği için "yapıcı" olarak tanımlanmaktadır. Bu, testin özel bir varyans değişkenliği durumunu tanımlamada etkili olduğunu göstermektedir. Ancak, aynı LM istatistiğinin çok geniş bir alternatif hipotez sınıfı için de uygun olduğu ortaya konmuştur. Bu da LM testinin, sadece belirli bir durumda değil, birçok farklı durumda da kullanılabileceği anlamına gelmektedir. Yani, LM testi çeşitli senaryolarda geçerli ve kullanışlı bir yöntemdir. Söz konusu testin hipotezi Breusch Pagan testinin ana hipotezi, " H_0 = hata terimlerinde heteroskedastisite bulunmamaktadır" şeklinde ifade edilmektedir (Breusch ve Pagan, 1979, s. 1287). Sabit etkili bir regresyon modelinde grup bazında heteroskedastisiteyi test etmek için Greene (2000) tarafından geliştirilen uyarlanmış Wald testi uygulanmaktadır. Test, hata terimlerinin grup bazında varyanslarının farklılık gösterip göstermediğini değerlendirmek için kullanılmaktadır. Uyarlanmış Wald testi, büyük örneklerde normal dağılım varsayımının geçerli olmadığı durumlarda da geçerlidir. Uyarlanmış wald testine ilişkin hipotez " H_0 = varyanslar birimlere göre homoskedastik" şeklinde kurulmaktadır (Baum, 2001, s. 101).

Otokorelasyon, regresyon analizinde hata terimlerinin birbiriyle bağımlı olduğu bir durumu ifade etmektedir. Yani, bir gözlemdeki hata terimi, önceki gözlemlerdeki hata terimleriyle ilişkilidir. Bu durum, modelin bağımsızlık varsayımını ihlal eder ve modelde ek parametrelerin tahmin edilmesini gerektirir. Otokorelasyonun varlığı, modelin tahmin sonuçlarını yanıltıcı hale getirebilir. Otokorelasyon nedeniyle modelin açıklayıcılık gücü (R^2 değeri) gereğinden yüksek görünebilir. Bu yüksek R^2 değeri, modelin veriyi çok iyi açıkladığı izlenimini verirken aslında modelde ciddi sorunlar olabilir. Çünkü otokorelasyon, standart hata tahminlerini de yanıltıcı hale getirmekte, bu da test istatistiklerinin güvenilirliğini düşürmektedir. Otokorelasyonun varlığını test etmek için en sık kullanılan yöntemlerden biri Durbin-Watson (DW) testidir. Eğer bir gözlemdeki hata terimi yüksekse, onu takip eden gözlemdeki hata terimi de büyük olasılıkla yüksek olacaktır. Bu durumda, birbirini takip eden hata terimlerini arasındaki farklar oldukça küçük olacak ve bu farkların kareleri toplamı da düşük çıkacaktır. Durbin-Watson testi bu gözleme dayanmaktadır (Das, 2019, ss. 126-128).

Durbin-Watson testi, en küçük kareler yöntemiyle elde edilen hata terimlerinin otokorelasyon içerip içermediğini değerlendirmektedir. Test, artıkların bağımsız olduğu varsayımını sınamaktadır ve ana varsayımı, otokorelasyon katsayısının sıfır olduğudur. Bu, hata terimleri arasında otokorelasyon bulunmadığı anlamına gelmektedir (Durbin ve Watson, 1950, s. 410). Söz konusu test, 0 ile 4 arasında

bir değer olarak otokorelasyonun varlığını değerlendirmektedir. 0'a yakın değerler, hata terimleri arasında güçlü bir pozitif korelasyon olduğunu gösterir. 4'e yakın değerler ise hata terimlerinin güçlü bir şekilde negatif korelasyon gösterdiğine işaret eder (Jovic, 2016, s. 792; Kalaycı'dan akt. Höçük, 2011, s. 54). Testin kritik değerleri, analiz edilen veri matrisine bağlı olarak belirlenmektedir. Bu tabloları kullanırken, örneklem büyüklüğünü ve modeldeki bağımsız değişkenlerin sayısını göz önünde bulundurmak gerekmektedir (Durbin ve Watson, 1951, s. 159).

Otokorelasyonun varlığını belirlemek adına kullanılan bir başka test Baltagi ve Wu (1999) tarafından geliştirilmiştir. Bu yöntemin adı, "en iyi yerel değişmez (locally best invariant, LBI) testi"dir. Söz konusu test, düzensiz aralıklı panel verilerde seri korelasyonu tespit etmek için geliştirilmiş bir yöntemdir (Baltagi, 2005, ss. 89-90). Baltagi ve Wu'nun yerel en iyi değişmez testi sonuçları, 2 ile karşılaştırılarak analiz edilmektedir. Eğer test sonuçları 2'den düşükse, bu durum modelde otokorelasyonun var olduğunu göstermektedir. Böylece, modelin veriler arasında bir seri korelasyon içerdiği sonucuna ulaşılmaktadır (Yerdelen Tatoğlu, 2021, s. 248).

3.7.1.6. Driscoll ve Kraay Dirençli Standart Hata Tahmincisi

Panel veri modellerinde heteroskedastisite, otokorelasyon veya birimler arası korelasyon mevcut olduğunda, söz konusu durumların varlığı modelin performansını ve güvenilirliğini etkileyebilmektedir. Bu yüzden, eğer modelde heteroskedastisite, otokorelasyon veya birimler arası korelasyonun varlığı söz konusu ise, standart hata hesaplamaları düzeltilmeli veya bu koşullar altında kullanılabilecek uygun tahmin yöntemleri tercih edilmelidir. Bu, modelin istatistiksel geçerliliğini ve tahminlerin doğruluğunu korumak adına önem arz etmektedir. Panel veri modellerinde heteroskedastisite, otokorelasyon veya birimler arası korelasyon mevcut olduğunda uygulanacak teknikler değişkenlik arz etmektedir. Söz konusu durumlarda uygulanabilecek tahmin yöntemleri belirlenirken varsayımdan sapmaya uygun bir yöntem olmasına dikkat edilmelidir. Huber (1967), White (1980) ve Eicher (1967) tahmincileri, varyansın değişken olduğu durumlarda güvenilir tahminler sağlamaktadır. Newey-West (1987), Froot (1989), Rogers (1994), Arellano (1987) ile Wooldridge (2002) yöntemleri hem heteroskedastiite hem de otokorelasyon bulunduğu güvenilir tahminler vermektedir. Driscoll-Kraay (1998), Beck-Katz (1995) ve Parks-Kmenta (1967) tahmincileri, değişen varyans, birimler arası bağımlılık ve otokorelasyon varlığında dayanıklı tahminler üretmektedir (Yerdelen Tatoğlu, 2021, ss. 328-364).

Bu tez çalışmasında gelişmiş ve gelişmekte olan ülke örneklemelerine ait test bulgularında mevcut olan değişen varyans, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığı göz önünde bulundurulduğunda, Driscoll-Kraay standart hata tahmincisinin kullanılması uygun görülmüştür. Driscoll-Kraay yöntemi, geniş kesitsel boyutlarda etkinliğini kaybeden Parks-Kmenta (1967) ve Beck-Katz (1995) tekniklerine bir alternatif olarak geliştirilmiştir. Driscoll-Kraay tahmin yöntemi, çoğunlukla parametrik olmayan kovaryans matris tahmin yöntemlerinin kolayca genişletilmesine olanak sağlamaktadır. Ayrıca bu

tekniklerin sunduğu standart hata tahmin koşullarının belirlenmesine imkân tanımaktadır. Bu yaklaşım, kesitsel ve zamansal boyutların her ikisinin de büyük olduğu durumlarda (T sonsuza giderken ve N sonsuza giderken), T'nin yeterince büyük olması durumunda ($N > T$) veya N ve T benzer büyüklükte olduğunda, birimler arası korelasyon, değişken varyans ve otokorelasyon gibi sorunlara karşı etkili bir şekilde kullanılabilir. Driscoll-Kraay, geniş kesitsel ve zaman serileri bağlamında sağlam kovaryans tahminleri sağlayarak, karmaşık yapıların analizinde güvenilir sonuçlar elde etmeye olanak tanır (Driscoll ve Kraay, 1998, ss. 549-551). Driscoll-Kraay standart hata tahmincisini kullanmanın temel avantajları birkaç önemli nedenden kaynaklanmaktadır. Driscoll-Kraay standart hata tahmincisi, panel verilerde karşılaşılan değişen varyans, yatay kesit bağımlılığı ile seri ve mekânsal bağımlılık gibi yapısal özellikleri dikkate alarak tahminlerin doğruluğunu artırmaktadır. Ayrıca, eksik verilerle başa çıkabilme kapasitesi sayesinde hem dengeli hem de dengesiz panel veri setlerine uygulanabilmekte, bu da yönteme önemli bir esneklik kazandırmaktadır. Tüm bu avantajlar, yöntemin panel veri analizlerinde yaygın olarak tercih edilmesini sağlamaktadır (Baloch vd., 2019, s. 4).

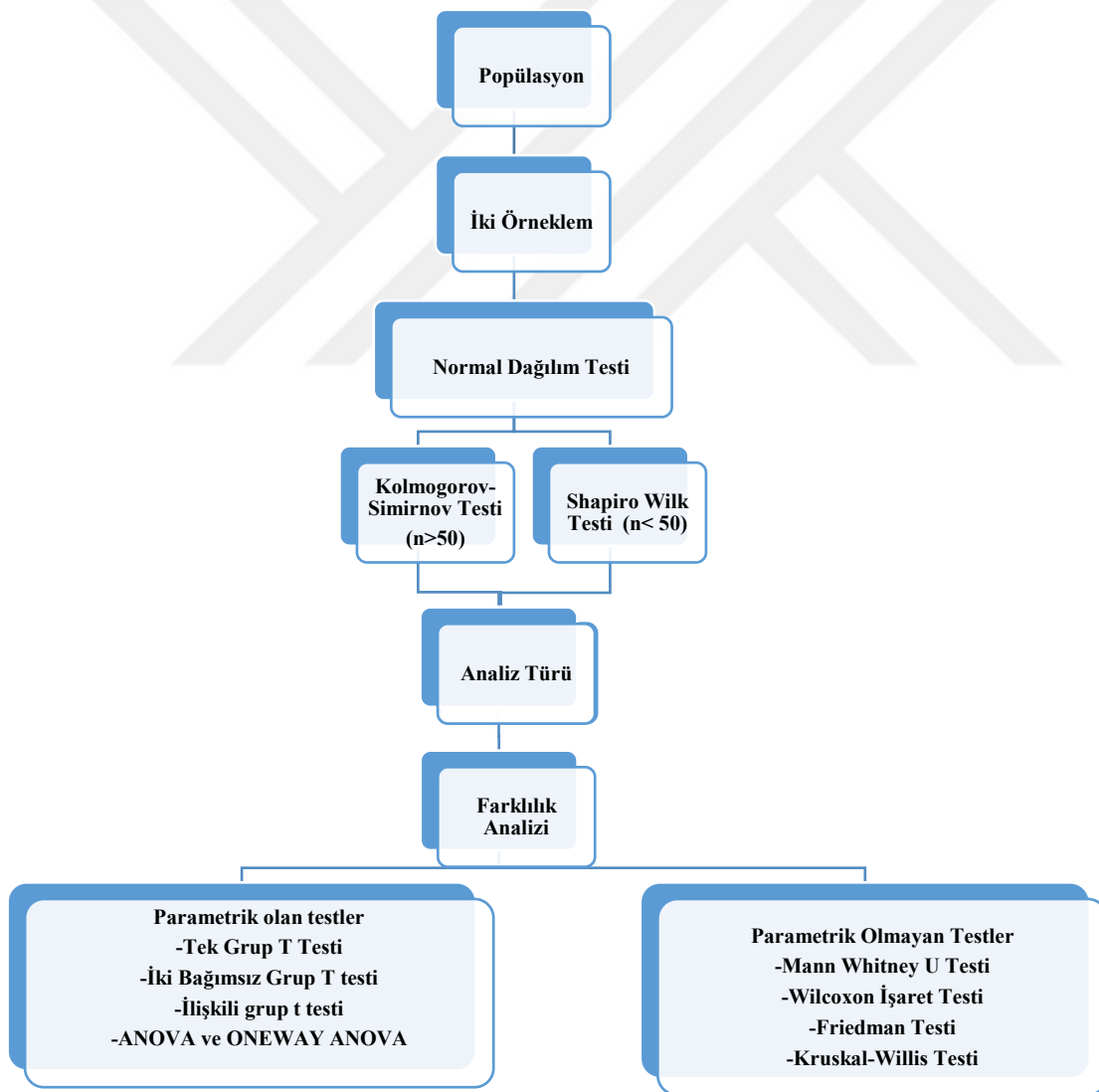
3.7.2. İstatistiksel Farklılık Testleri

Panel veri analizi sonrasında, yönetimsel aşırı güvenin analiz dönemi boyunca sürekli varlığı ile sürekli yokluğu arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark olup olmadığını belirlemek amacıyla toplam kaldıraç oranı, kısa vadeli kaldıraç oranı, uzun vadeli kaldıraç oranı, logTQ, LOGPD/DD, firma büyüklüğü, firma karlılığı ve nakit akışı değişkenleri üzerinde istatistiksel farklılık testleri uygulanmıştır. Testler uygulanmadan önce ön koşul olarak, test için seçilen gelişmiş ve gelişmekte olan ülke örneklemini, analiz döneminde yalnızca aşırı güven varlığı gösteren ve hiç aşırı güven göstermeyen işletmelerden oluşturulmuştur. Bu doğrultuda gelişmiş ülke örneklemini içinden analiz dönemi boyunca sürekli aşırı güven varlığı gösteren 29 ve sürekli aşırı güven yokluğu gösteren 24 konaklama işletmesi belirlenmiştir. Gelişmekte olan ülke örneklemini içinden ise analiz dönemi boyunca sürekli aşırı güven varlığı gösteren 28 ve sürekli aşırı güven yokluğu gösteren 24 konaklama işletmesi olduğu tespit edilmiştir. Sonuç olarak gelişmiş ülke örneklemini içinden toplam 53 konaklama işletmesi ile gelişmekte olan ülke örneklemini içinden toplam 52 konaklama işletmesi analize dâhil edilmiştir.

Belirlenen işletmelerin değişkenlerine ait değerleri 2004-2023 yılları arasında incelenmiş ve bu süreçte, her bir değişken için tüm yılların değerlerinin ortalaması alınmıştır. Böylece her işletme için 2004-2023 yılları arasındaki değişkeni tek bir ortalama değeriyle ifade edilmiştir. Bu işlemle her yılın verisi tek bir ortalama değere indirgenmiştir. Bu sayede, yıllık dalgalanmalar veya istisnai değişikliklerden bağımsız olarak işletmenin değişken bazındaki genel eğilimini görmek mümkün olmuştur.

Analiz sürecine, çalışılacak popülasyon göz önünde bulundurularak başlanmıştır. Çalışmada aşırı güven varlığı ve aşırı güven yokluğu durumunu yansıtan iki grup oluşturulmuştur. Sonraki aşamada verilerin normal dağılıma uygun olup olmadığını kontrol etmek için normal dağılım testi uygulanmıştır.

Shapiro-Wilk testi, özellikle küçük örneklem (n<50) için uygundur. Normal dağılım testi, gelişmiş ülke örnekleminde sırasıyla 29 ve 24 işletmeden, gelişmekte olan ülke örnekleminde ise 28 ve 24 işletmeden oluşan iki grup üzerinde uygulanmıştır. Bu bağlamda her iki grubun örneklem büyüklüğü göz önünde bulundurularak Shapiro-Wilk testi kullanılmış ve sonuçlar, bazı grupların normal dağılım gösterirken, bazılarının normal dağılıma uymadığını göstermiştir. Ardından amaç doğrultusunda yapılacak analiz türü farklılık analizi olarak belirlenmiştir. Analiz türü ve grupların normal dağılım bulgularının farklılık göstermesi göz önünde bulundurularak parametrik olan ve parametrik olmayan farklılık testlerine yönelinmiştir. Gruplar bağımsız olduğu için Mann-Whitney U testi ile bağımsız iki grup karşılaştırması T-testi uygulanarak iki grup arasındaki farkın istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığı test edilmiştir. Normal dağılıma uygunluk testi ve iki grup ortalaması farklılık testi SPSS programı aracılığı ile gerçekleştirilmiştir. Bu aşamada izlenen istatistiksel süreç aşağıdaki şekilde yer almaktadır.



Şekil 3.4. Farklılık Testi Süreci (Yazar tarafından oluşturulmuştur)

Yukarıdaki şekilde görüldüğü üzere, farklılık testi sürecinde öncelikle analiz edilecek popülasyon belirlenerek gruplar oluşturulmuş ve verilerin normal dağılıma uygunluğunu değerlendirmek için normallik testi uygulanmıştır. Normal dağılım, istatistiksel testlerde popülasyon dağılımının şekli hakkında yaygın olarak varsayılan bir dağılımdır. Bu dağılım, bir skorun ortalamaya yakınsa daha sık, ortalamadan uzaklaştıkça daha seyrek gerçekleştiği çan eğrisi şeklinde bir frekans dağılımıdır. Normal dağılım ilk olarak 1733'te Fransız matematikçi Abraham de Moivre tarafından tanımlanmıştır. 1774'te Pierre Simon Marquis de Laplace bu tanımlı genişletmiştir. 1809'da ise Alman matematikçi Karl Friedrich Gauss tarafından detaylı bir şekilde ele alınmıştır (Sheskin 2011, ss. 45-46).

Normal dağılımı değerlendirmek için farklı yaklaşımlar mevcuttur. Histogram, kutu grafikleri ve Q-Q grafiği gibi grafiksel yöntemler kullanılabilir. Bu grafikler, verilerin çan şeklinde bir dağılım gösterip göstermediğini incelemek için uygundur. Yeterli örneklem büyüklüğü ile bu grafik yöntemleri, normallik değerlendirmesinde doğru sonuçlar vermektedir. Öte yandan verilerin normalliğini değerlendirmek adına yapılan testler de bulunmaktadır. Kolmogorov-Smirnov ve Shapiro-Wilk testleri de normal dağılımın kontrolünde kullanılan testlerdir (Elliott ve Woodward, 2007, ss. 24-25). Shapiro-Wilk testi, özellikle küçük örneklem (n<50) için daha uygundur. Öte yandan, Kolmogorov-Smirnov testi, nispeten daha büyük örneklemde ($n \geq 50$) tercih edilir. Bu testlerin her ikisinde de sıfır hipotezi, verilerin normal dağılımlı bir popülasyondan elde edildiğini öne sürer. Test sonucunda eğer olasılık değeri (p değeri) 0,05'ten büyükse, sıfır hipotezi reddedilmez ve bu durumda verilerin normal dağılım gösterdiği kabul edilir (Mishra vd., 2019, s. 70):

H_0 : Veriler normal dağılıma sahiptir.

H_1 : Veriler normal dağılıma sahip değildir.

Normal dağılım testlerine ilişkin bilgiler göz önünde bulundurularak, çalışmada kullanılan veri gruplarının özelliklerine uygun bir test seçilmiştir. Hem gelişmiş ülke hem de gelişmekte olan ülke gruplarında, küçük örneklem büyüklüğü (n<50) olduğu için, bu durumda daha uygun kabul edilen Shapiro-Wilk testi uygulanmıştır. Test sonuçları, bazı grupların normal dağılım özelliklerini karşıladığını, bazı grupların ise normal dağılıma uymadığını ortaya koymuştur. Normal dağılım testi sonuçlarının gruplar arasında farklılık göstermesi, hem parametrik hem de parametrik olmayan testlerin kullanılmasını gerektirmiştir. Parametrik testler, normal dağılıma uygun gruplar için uygulanırken; normal dağılıma uymayan gruplar için parametrik testler tercih edilmiştir.

Normal dağılım varsayımının geçerli olduğu değişkenler için farklılık testlerinden bağımsız örneklem t testi kullanılmıştır. Bağımsız iki grup arasındaki farkları incelemek için kullanılan t-testi, bazı temel varsayımların sağlanmasını gerektiren istatistiksel bir testtir. Testin ilk koşulu olarak grupların bağımsızlığı oldukça önemlidir; bu, iki grubun tamamen bağımsız örneklemelerden seçilmesi ve bir grubun ölçümlerinin diğer grubun sonuçlarını etkilememesi gerektiği anlamına gelmektedir. Bağımsızlık şartı sağlanmadığında, t-testi sonuçları güvenilirliğini kaybedebilir, bu yüzden her iki

grubun birbirini etkilemeyecek şekilde seçilmiş olmasına dikkat edilmektedir. Buna ek olarak, t-testi uygulanabilmesi için her grubun normal dağılım göstermesi gerekmektedir. Verilerin normal dağılması, t-testi sonucunda elde edilen istatistiklerin doğru yorumlanabilmesi açısından önemlidir, çünkü t-testi, parametrik bir test olduğundan belirli dağılım özelliklerine dayanmaktadır. Bir diğer önemli varsayım, grupların varyanslarının eşit olup olmadığıdır. Varyanslar, grupların verilerindeki yayılma miktarını ifade etmektedir. Grupların varyanslarının eşit olup olmadığına göre t-testi bulgularının yorumlanması açısından farklı yollar izlenmektedir (Coşkun vd., 2015, ss. 188-189).

Dağılımın normal olmadığı durumlarda, bağımsız örneklem t testine alternatif olarak Mann-Whitney U testi kullanılmaktadır. Parametrik olmayan bu test, özellikle normal dağılım varsayımının geçerli olmadığı hallerde ve gözlem sayısının kıyasla az olduğu durumlarda kullanılmak üzere geliştirilmiştir (Alpar, 2016, ss. 278-279). Mann-Whitney testi, iki bağımsız örneğin medyanları arasındaki farkın anlamlı olup olmadığını test etmek için kullanılan bir testtir. İlk olarak Wilcoxon, Frank (1945) tarafından $m=n$ durumu için tanımlanan bu test, daha sonra White (1952) tarafından farklı boyutlardaki örnekler için genişletilmiştir. Mann-Whitney testinde kullanılan örneklemelerin bağımsız popülasyonlardan gelmesi gerekmektedir. Bu, testin geçerliliği için önemli bir koşuldur çünkü örneklemeler arasında herhangi bir bağımlılık durumunda sonuçlar yanıltıcı olabilir. Ayrıca, her iki örnekleme de ölçüm ölçeğinin en azından sıralamalı (ordinal) olması gerekir. Bu, verilerin sıralanabilir olmasını ve belirli bir düzene göre karşılaştırılabilir olmasını sağlar. Bu koşulların sağlanması Mann-Whitney testlerinin doğru ve güvenilir sonuçlar vermesi için temel gerekliliklerdir (Dodge, 2008, ss. 327-328).

Çalışmada, grupların özellikleri ve normallik testlerinin sonuçları göz önüne alındığında, uygun istatistiksel yöntemlerin seçimi önem arz etmiştir. Bu bağlamda, normal dağılıma uygun olan gruplar arasındaki farkların değerlendirilmesi için bağımsız örneklem t-testi, normal dağılıma uygun olmayan gruplar için ise Mann-Whitney U testi kullanılmıştır. Her iki testin seçimi, örneklemelerin dağılım özellikleri ve analiz gereksinimlerine dayalı olarak yapılmıştır. Normal dağılım ve farklılık testlerinin analizlerinde istatistiksel paket program kullanılmıştır. Normal dağılım ve farklılık testinin anlamlılığında ise $p<0,05$ anlam düzeyi kabul edilmiştir.

3.8. Araştırmanın Sınırlılıkları

Araştırmanın sınırlarını belirtmek, çalışmanın hangi konuları ne şekilde ele aldığı ve hangi konuları ne sebeple kapsam dışında bıraktığı konusunda net bir açıklama yapmayı sağlamaktadır. Bu, okuyucuların çalışmayı doğru bir şekilde değerlendirebilmesi için önem arz etmektedir (Creswell, 2002, s. 16). Araştırmaların sınırlılıkları, araştırmacının müdahale edemediği ve çalışmanın sonuçlarını etkileyebilecek faktörleri içermektedir. Bu kısıtlamalar, araştırmanın tasarımı, kullanılan istatistiksel yöntemler veya kaynakların yetersizliği gibi unsurlardan kaynaklanabilmektedir. Sınırlılıklar, araştırmanın sonuçlarını ve bu sonuçların nasıl yorumlanacağını önemli ölçüde şekillendirmektedir. Bu

nedenle, araştırmanın güvenilirliği ve geçerliliği açısından bu sınırlamaların açık bir şekilde belirtilmesi gerekmektedir (Theofanidis ve Fountouki, 2018, s. 156). Bu tez çalışmasının sınırlılıklarını aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür;

- Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler ile özerk bölgelerdeki konaklama işletmelerine ait tüm finansal verilere ulaşılammıştır. Bazı bölgelerde finansal verilerin merkezi veri tabanlarında bulunmaması veya kullanılan veri kaynaklarının bu işletmeleri kapsamamasının bu duruma neden olduğu düşünülmektedir. Bu durum, araştırmanın en önemli sınırlılıklarından birini oluşturmuştur. Analizlerde gelişmiş 21 ülkede 133 ve gelişmekte olan 34 ülkede 151 konaklama işletmesine ait veriler kullanılmıştır.
- Ülkelerin finansal raporlama tarihleri ve muhasebe uygulamalarındaki farklılıklar, verilere erişimde ve karşılaştırma yapmada zorluklar doğurmuştur. Tez çalışmasındaki karşılaştırmaların güvenilir bir şekilde yapılabilmesi ve tüm işletmeler için adil ve eşit koşullarda gerçekleştirilebilmesi amacıyla, verilere Thomson Reuters veri tabanı üzerinden erişilmiştir.
- Araştırma, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin borsalarında işlem gören ve konaklama sektöründe faaliyet gösteren işletmelere ait finansal verilerle sınırlıdır. Bununla birlikte, ana faaliyet alanı geleneksel konaklama hizmetleri yerine kumarhane işletmeciliği veya gayrimenkul yatırım ortaklığı olan işletmeler inceleme dışı bırakılmıştır.
- Analiz, 2004-2023 yılları arasındaki en geniş ve sağlıklı gözlem setine ulaşılabilen dönem ile sınırlıdır. Bu dönemin seçilmesinde, konaklama işletmelerinin ilgili borsalarda işlem görmeye başladığı tarihlerdeki farklılıklar ve bazı işletmelerin belirli yıllarda borsa kotundan çıkarak piyasadan çekilmesi gibi faktörler dikkate alınmıştır.
- İkincil veri kullanımı nedeniyle, yönetsel aşırı güveni ölçerken veri kaynaklarının sınırlılığına bağlı olarak, sadece sermaye harcamaları (CAPEX) göstergesine odaklanılmıştır. Eğer daha geniş bir veri çeşitliliğine sahip olunsaydı, aşırı güveni ölçmek için farklı ve potansiyel olarak daha kapsamlı yöntemler kullanılabilirdi. Ancak, mevcut veri setinin sınırlı olması nedeniyle, analizde yönetsel aşırı güven ölçümü sadece CAPEX üzerinden yapılmıştır. Bu durum, elde edilen sonuçların genelleştirilebilirliğini ve analiz kapsamını daraltmış olabilir.
- Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında büyük ekonomik, politik ve sosyal farklılıklar olabilir. Bu farklılıklar, her iki örneklem grubu için doğru modeli belirlemeyi zorlaştırabilir.
- Yirmi yıllık analiz döneminde yani çok kısa olmayan bir zaman diliminde veri toplamak, eksik veri noktalarına neden olmuştur. Öte yandan 2004-2023 yılları arasında hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde politika değişiklikleri ve metodolojik revizyonlar olabilir. Metodolojik revizyonlar, raporlama süreçlerinde kullanılan tekniklerin yenilenmesi ya da değiştirilmesini ifade etmektedir. Bu tür değişiklikler, ülkelerin belirli dönemlerde kullandıkları muhasebe standartlarında, istatistiksel yaklaşımlarında ya da finansal raporlama yöntemlerinde

yapılan düzenlemelerden kaynaklanabilmektedir. Bu değişiklikler, verilerde ani değişikliklere yol açabilir ve bu da modelin stabilitesini bozabilir.

- Uzun dönemli veri analizleri, zaman içinde yapısal kırılmaların olabileceği anlamına gelebilmektedir. 2004-2023 döneminde küresel ekonomik ve politik olaylar (finansal krizler, pandemiler, savaşlar) yapısal kırılmalara yol açmış olabilir. Bu kırılmalar, modelde kullanılan varsayımların geçerliliğini etkileyebilir ve sonuçların farklı dönemler için tutarsız olmasına neden olabilir.
- Çalışma kapsamında yirmi yıllık bir süre analiz edilmiştir. Bu zaman kısıtı daha uzun bir dönem bağlamında elde edilebilecek tahmin sonuçlarının farklılık göstermesine yol açabilir.



4. BULGULAR

Bu bölümde öncelikle araştırmanın ilk amacı doğrultusunda gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerde faaliyet gösteren konaklama işletmelerinde yönetsel aşırı güvenin varlığı saptanarak mevcut olduğu durumlarda yoğunluğunun ne düzeyde olduğu belirlenmiştir. Devam eden süreçte ikinci amacı olan konaklama işletmelerinde yönetsel aşırı güven eğiliminin sermaye yapısı kararlarına ve firma değeri üzerine etkilerini analizine yönelik bulgular yorumlanmaya çalışılmıştır. Bu kapsamda önce gelişmiş ülkelere, ardından gelişmekte olan ülkelere ait bulgular sunulmuştur. Her iki grup için tanımlayıcı istatistikler, korelasyon analizleri, yatay kesit bağımlılığı testleri, homojenlik testleri ve birim kök test sonuçları açıklanmıştır. Ek olarak, model belirleme testleri ile regresyon analizi bulguları detaylı şekilde ele alınmıştır. Ardından, çalışmanın son amacı doğrultusunda, yönetsel aşırı güvenin varlığı ve yokluğu durumlarında bağımlı ve kontrol değişkenleri açısından istatistiksel farklılıkların olup olmadığı analiz edilmiştir.

Öncelikle verilerin normal dağılıma uygun olup olmadığını belirlemek amacıyla normallik testleri yapılmıştır. Bu testlerin sonuçlarına göre, normallik varsayımını karşılayan sürekli değişkenlerde gruplar arası farkları ölçmek için bağımsız örneklem t-testi uygulanmıştır. Verilerin normal dağılım göstermediği veya dağılımın belirsiz olduğu durumlarda, parametrik olmayan bir yöntem olan Mann-Whitney U testi kullanılarak gruplar arasındaki farkların anlamlılığı değerlendirilmiştir. Bulgular gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomileri bağlamında açıklanmaya çalışılmıştır.

4.1. Gelişmiş Ülke Örneklemine Yönelik Bulgular

Gelişmiş ülke örneklemine yönelik olarak araştırma kapsamında, 21 gelişmiş ülke borsasında işlem gören 132 konaklama işletmesinin verileri analiz edilmiştir. Araştırmanın ilk amacı doğrultusunda, gelişmiş ekonomilerde faaliyet gösteren konaklama işletmelerinde yönetsel aşırı güvenin var olup olmadığı analiz edilerek bu durumun görüldüğü işletmelerde aşırı güvenin yoğunluk düzeyi tespit edilmeye çalışılmıştır. Analiz döneminde 132 işletme üzerinden, her biri 20 yıllık bir gözlem periyodunu kapsayan toplam 2640 gözlem bulunmaktadır. Yönetsel aşırı güven değişkeni bağlamında 301 gözlem boş değer içerirken, 1078 gözlemde aşırı güvenin olmadığı (0) ve 1261 gözlemde ise aşırı güvenin var olduğu (1) belirlenmiştir. Boş gözlemler hariç tutulduğunda, aşırı güvenin olmadığı durumların oranı %46,10 iken, aşırı güvenin var olduğu durumların oranı %53,90 olarak hesaplanmıştır. Bu sonuçlar, analiz dönemi boyunca aşırı güvenin var olduğu durumların, toplam gözlemler içinde daha baskın bir ağırlığa sahip olduğunu göstermektedir.

Bununla birlikte, yönetsel aşırı güvenin yıllar itibarıyla gösterdiği değişime ilişkin hazırlanan tablo aşağıda sunulmaktadır. Bu kapsamda, gelişmiş ülke örneklemine yönetsel aşırı güven düzeyinin en yüksek ve en düşük seyrettiği yıllar belirlenerek ilgili yıllara ilişkin değerlendirmeler yer almaktadır.

Tablo 4.1. Gelişmiş Ülke Örnekleminde Yönetimsel Aşırı Güvenin Yıllara Göre Dağılımı

Yıl	YAG Eğilimi Gösteren İşletme Sayısı	YAG Eğilimi Göstermeyen İşletme Sayısı	Boş Değer İçeren İşletme Sayısı	YAG Eğilimi Gösteren İşletmelerin Yüzdesi	YAG Eğilimi Göstermeyen İşletmelerin Yüzdesi
2004	45	26	61	63,4%	36,6%
2005	52	45	35	53,6%	46,4%
2006	66	44	22	60,0%	40,0%
2007	62	55	15	53,0%	47,0%
2008	69	56	7	55,2%	44,8%
2009	59	59	14	50,0%	50,0%
2010	66	60	6	52,4%	47,6%
2011	65	61	6	51,6%	48,4%
2012	70	57	5	55,1%	44,9%
2013	66	62	4	51,6%	48,4%
2014	64	61	7	51,2%	48,8%
2015	68	57	7	54,4%	45,6%
2016	71	59	2	54,6%	45,4%
2017	70	61	1	53,4%	46,6%
2018	72	59	1	55,0%	45,0%
2019	74	56	2	56,9%	43,1%
2020	73	56	3	56,6%	43,4%
2021	67	60	5	52,8%	47,2%
2022	65	63	4	50,8%	49,2%
2023	17	21	94	44,7%	55,3%

Yüzdelik değerler boş değer içeren işletme sayısı kapsam dışında bırakılarak hesaplanmıştır.

Gelişmiş ülke örnekleminde yönetimsel aşırı güvenin yıllara göre dağılımı incelendiğinde, analiz dönemi boyunca yönetimsel aşırı güvenin en yüksek seviyeye ulaştığı yılların 2018, 2019 ve 2020 olduğu görülmektedir. Özellikle 2019 yılında aşırı güven sergileyen işletme sayısının 74 (%56,9) olduğu tespit edilirken, 2020 yılında bu sayının 73 (%56,6) seviyesinde kaldığı belirlenmiştir. 2018 yılında ise 72 işletme (%55,0) aşırı güvenli kararlar almıştır. Buna karşın, 2023 yılı yalnızca 17 işletmenin (%44,7) aşırı güvenli kararlar aldığı ve en düşük aşırı güven seviyesinin gözlemlendiği yıl olarak dikkat çekmektedir. Ancak, 2023 yılı aynı zamanda diğer yıllara kıyasla en fazla eksik veriye (boşluk) sahip yıldır. Bu durumun, veri tabanına erişildiği dönemde birçok işletmenin finansal raporlarını henüz yayımlamamasından kaynaklandığı düşünülmektedir.

Gelişmiş ülke örnekleminde yönetimsel aşırı güvenin yokluğunun en fazla gözlemlendiği yıl 2023 olup, bu yıl %55,3 ile en yüksek orana sahiptir. Bunu takiben, 2022 yılı (%49,2) aşırı güvenin azaldığı ve dolayısıyla aşırı güven yokluğunun arttığı bir yıl olarak öne çıkmaktadır. 2020 (%43,4) ve 2019 (%43,1) yıllarında ise yönetimsel aşırı güvenin görece yüksek olması nedeniyle aşırı güven yokluğu daha düşük seviyelerde kalmıştır. Öte yandan, aşırı güven yokluğunun en düşük olduğu yıl 2006 olup, bu dönemde yalnızca %40,0 oranında aşırı güven yokluğu gözlemlenmiştir. Benzer şekilde, 2018 (%45,0) ve 2020 (%43,4) yıllarında da aşırı güven yokluğu düşük seviyelerde seyretmiştir. Bu

durum, belirli yıllarda yöneticilerin daha riskli ve özgüvenli kararlar alma eğiliminde olduğunu göstermektedir.

Kriz dönemlerinin konaklama sektörüne etkileri, YAG eğilimlerini de şekillendirmiştir. 2008 küresel finans krizinde YAG oranı %55,2, YAG'ın bulunmadığı durumlar %44,8 iken, 2009'da her iki oran %50'ye eşitlenmiştir. Benzer şekilde, 2020 COVID-19 krizinde YAG oranı %56,6, YAG'ın bulunmadığı durumlar %43,4 olarak kaydedilmiş; 2021'de ise YAG oranı %52,8'e gerilerken, YAG'ın bulunmadığı durumlar %47,2'ye yükselmiştir. Bu değişimler, ekonomik belirsizliklerin yöneticilerin risk alma davranışlarını etkilediğini göstermektedir.

4.1.1. Gelişmiş Ülke Örnekleminde Yönetimsel Aşırı Güvenin Sermaye Yapısı Kararlarına Etkisine Yönelik Bulgular

Gelişmiş ülke örnekleminde yönetimsel aşırı güvenin sermaye yapısı kararlarına etkisine yönelik kurulan modeller kapsamında öncelikle tanımlayıcı istatistik, korelasyon analizi, yatay kesit bağımlılığı, homojenite ve birim kök testleri ile panel veri modellerinin belirlenmesine yönelik analiz bulguları aşağıda sunulmuştur. Ardından regresyon analizine ilişkin bulgular, modellerin temel varsayımlarına yönelik testlerin bulguları ve dirençli model tahmin bulguları alt başlıklar halinde yer almaktadır.

4.1.1.1. Tanımlayıcı İstatistik Bulguları

Gelişmiş ülke örneklemindeki konaklama işletmelerine ilişkin tanımlayıcı istatistikler, Tablo 4.2'de sunulmuştur. Tablo, Model 1, Model 2 ve Model 3'te yer alan bağımlı (TKLDRC, KVKLDRC, UVKLDRC), bağımsız (AG) ve kontrol değişkenlerin (logPDDD, FB, FK) gözlem sayıları, ortalamaları, standart sapmaları, minimum ve maksimum değerlerini içermektedir.

Tablo 4.2. Gelişmiş Ülke Örnekleminde Yönelik Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Ortalama	Standart Sapma	Minimum	Maksimum	Gözlem*
TKLDRC	0,4635	0,2643	0,0304	1,1206	2.470
KVKLDRC	0,2580	0,2482	0,0102	1,0958	2.433
UVKLDRC	0,2369	0,2194	0,0112	0,9980	2.425
AG	0,5394	0,4985	0,0000	1,0000	2.319
logPDDD	0,7723	0,8322	0,0101	5,3862	2.285
FB	8,0395	0,9598	3,1643	10,7291	2.280
FK	1,0641	5,2597	-16,993	35,8147	2.224

* Gözlem sayılarındaki farklılıklar, dengesiz panel veri kullanımından kaynaklanmaktadır. Eksik veriler, bazı işletmelerin her yıl için veri sağlamamasından dolayı gözlem sayılarını etkilemiştir.

Tablo 4.1 incelendiğinde gelişmiş ülke örnekleminde faaliyet gösteren konaklama işletmelerinin toplam kaldıraç oranına (TKLDRC) ilişkin 0,4635 'lik ortalama, konaklama işletmelerinin varlıklarının yaklaşık yarısını borçlarla finanse ettiğini göstermektedir. Gelişmiş ülkelerdeki düşük faiz oranları ve konaklama sektörünün sermaye yoğun yapısı dikkate alındığında, bu oran kabul edilebilir düzeydedir.

Standart sapma (0,2643), işletmeler arasında sınırlı farklılıklar olduğunu; minimum değer (0,0304), bazı işletmelerin borç kullanımını minimumda tuttuğunu; maksimum değer (1,1206), bazı işletmelerin negatif özkaynakla finansal risk altında olduğunu ortaya koymaktadır.

Model 2'deki bağımlı değişken olan kısa vadeli kaldıraç oranına (KVKLDRC) bakıldığında, konaklama işletmelerinin 0,2580'lik bir ortalamaya sahip olduğu görülmektedir. Bu, gelişmiş ülke örnekleminde konaklama sektöründeki işletmelerin yaklaşık olarak varlıklarının dörtte birini kısa vadeli borçlarla finanse ettiklerini göstermektedir. Kısa vadeli kaldıraç oranına ait 0,0102'lik en düşük değer, bazı işletmelerin muhtemelen daha fazla öz kaynak kullanarak ya da uzun vadeli yabancı kaynak seçeneklerine yöneldiğini işaret etmektedir. En yüksek değer ise 1,0958 olması bazılarının yüksek kısa vadeli borç yükü taşıdığını göstermektedir. En yüksek ve en düşük değerler dikkate alındığında bazı işletmelerin sınırlı kısa vadeli borç kullanarak daha muhafazakâr bir finansman politikası izlediği, bazı işletmelerin ise aktiflerinden daha fazla kısa vadeli borçlanma yaptıklarını ifade etmektedir. Kısa vadeli borç oranının çok yüksek olması, finansal baskı ve likidite sorunlarının bir işareti olabilir. Özellikle konaklama sektöründe, yüksek kısa vadeli borç oranı dönen varlıklara bağlı riskler yaratabilir. Öte yandan kısa vadeli kaldıraç oranındaki 0,2482'lik standart sapma oranının çok yüksek olmadığını ifade etmek mümkündür.

Tablodaki verilere göre Model 3'teki bağımlı değişken olan uzun vadeli kaldıraç oranının (UVKLDRC) ortalaması 0,2369'dur. Konaklama sektörü, yüksek maliyetli gayrimenkul ve ekipman yatırımlarıyla öne çıkmaktadır ve bu yatırımların geri dönüş süresi genelde uzundur. Bu nedenle, sektördeki işletmelerde uzun vadeli borçlanma, finansal yükümlülüklerin zamana yayılması açısından önemlidir. Bu çerçevede, analiz edilen işletmelerde uzun vadeli kaldıraç oranlarının, kısa vadeli kaldıraç oranlarına göre daha düşük olması dikkat çekici bir bulgudur. Uzun vadeli kaldıraç oranının, kısa vadeli kaldıraç oranına kıyasla daha düşük olması, işletmelerin finansal tercihlerinden kaynaklanabileceği gibi, veri setinde uzun vadeli kaldıraç gözlem sayısının kısa vadeli kaldıraç gözlem sayısından daha sınırlı olmasıyla da açıklanabilir.

Uzun vadeli kaldıraç oranına ilişkin değerler incelendiğinde en küçük değer 0,0112 ve en büyük değer 0,9980 olduğu görülmektedir. Bu, uzun vadeli borçlanmanın bazı işletmeler için kritik bir finansman aracı olduğunu gösterirken, bazıları içinse bu tercihin çok daha sınırlı seviyede kaldığını göstermektedir. Standart sapma (0,2194) değeri, diğer kaldıraç türlerine kıyasla daha az değişkenlik olduğunu belirtmektedir. Gelişmiş ülkelerdeki yüksek özkaynak oranları, UVKLDRC'nin düşük olmasına katkı sağlayabilir, bu da finansal hiyerarşi teorisiyle uyumludur.

Model 1, 2 ve 3'te bağımsız değişken olarak alınan aşırı güven değişkeni (AG), ortalama 0,5394 ile işletmelerde yöneticilerin karar alma süreçlerinde aşırı güven sergilediklerini göstermektedir. Söz konusu değer, yalnızca 0 ve 1 değerleri alan ikili (binary) yapıda tanımlanmış aşırı güven değişkeninin gözlem birimleri üzerindeki aritmetik ortalamasını göstermektedir. Değişken

ortalamasının 0,5394 olması, konaklama sektöründe faaliyet gösteren yöneticilerin, konaklama işletmelerinde yöneticilerin riskli kararlara eğilimli olabileceğine işaret etmektedir. Minimum değerin 0,00 olması, bazı işletme ve dönemlerde aşırı güvenin hiç olmadığını, maksimum değerin ise 1,000 olması ise bazı işletmelerde ve dönemlerde yöneticilerin kararlarını aşırı güvenle aldığını göstermektedir.

Tablo 4.2 incelendiğinde ilk üç modelde kontrol değişkeni olarak alınan piyasa değeri/defter değeri oranının logaritmasına ait (logPDDD) ortalama değerin 0,7723 olması, işletmelerin piyasa değerinin defter değerine kıyasla genellikle daha düşük olduğunu göstermektedir. Bu durum, konaklama işletmelerinin varlık bazlı değerlendirme ile fiyatlandığını gösteriyor olabilir. Ayrıca, düşük PD/DD oranı, piyasanın konaklama işletmelerinin gelecekteki kâr potansiyeline temkinli yaklaştığını da göstermektedir. Analiz kapsamındaki işletmelerde PD/DD oranının logaritmik değerinin en düşük 0,0101 olması bazı işletmelerin hisse senetlerinin piyasa değerlerinin, defter değerine göre oldukça düşük kaldığını göstermektedir. Bu bağlamda bu işletmelerin piyasa tarafından oldukça düşük bir değerlendirme ile karşı karşıya kaldığı yorumu yapılabilmektedir. Diğer taraftan, maksimum değerin 5,3862 olarak belirlenmesi, bazı işletmelerin defter değerlerinin çok üzerinde bir piyasa değerine sahip olduğunu işaret etmektedir. Bu durum, söz konusu işletmelerin piyasa tarafından yüksek bir değer biçildiğini ve olumlu bir beklentiye sahip olduğunu ifade edebilmektedir. Standart sapma değerinin 0,8322 olması, işletmelerin piyasa değeri/defter değeri (PD/DD) oranlarında farklılıklar bulunduğunu ve bu oranların geniş bir dağılıma sahip olduğunu göstermektedir.

Tablo 4.2 yer alan verilere göre, modellerdeki bir diğer kontrol değişkeni olan firma büyüklüğünün (FB) ortalama değeri 8,0395 olarak görülmektedir. Özellikle oteller ve tatil köyleri gibi işletmelerin büyük sabit yatırımları ve geniş hizmet kapasiteleri olduğu dikkate alındığında, bu ortalama sektördeki işletmelerin büyüklüğünün yüksek olduğunu vurgulamaktadır. Standart sapma değeri olan 0,9598 göz önünde bulundurulduğunda, değer konaklama sektöründeki işletmeler arasında aktif büyüklük açısından yüksek düzeyde bir farklılık olduğunu göstermektedir. Bu sapma, konaklama sektöründeki çeşitli işletme türlerinin, aktif büyüklük bağlamında geniş bir yelpazede faaliyet gösterdiğine işaret edebilmektedir. Firma büyüklüğüne ait en küçük değeri 3,1643 iken, en büyük değer ise 10,7291 olarak belirlenmiştir. Bu değerler işletmelerin toplam varlık büyüklükleri arasında farkı gösteren standart sapma değerinin büyüklüğünü doğrulayan değerler olarak karşımıza çıkmaktadır.

Model 1, 2 ve 3'te yer alan son kontrol değişkeni olan firma karlılığı oranının (FK) ortalama değeri 1,0641 olarak belirlenmiştir ve bu da konaklama işletmelerinin ortalama olarak pozitif bir karlılık düzeyine sahip olduğunu göstergesidir. Ortalama firma karlılığı oldukça yüksek bir değer gösterse de, standart sapma çok yüksek seviyededir. Bu bulgu, bazı işletmelerin çok yüksek karlılığa, bazılarının ise aşırı zarara sahip olduğunu göstermektedir. Minimum firma karlılığı değeri -16,993 olup, yüksek düzeyde zarar eden işletmeler olduğunu göstermektedir. Bu zarar, yüksek maliyetlerin, düşük doluluk oranlarının veya olumsuz ekonomik koşulların bir sonucu olabilir. Özellikle konaklama sektöründe,

sezon dışı dönemlerde veya ekonomik durgunluk sırasında işletmelerin bu tür negatif karlılıklar yaşaması beklenen bir durum olarak değerlendirilebilir. İlgili değişkenin en yüksek değeri 35,8147 olarak ifade saptanmıştır. Bu sonuç analiz döneminde bazı işletmelerin de oldukça yüksek karlılık düzeylerine ulaştığını işaret etmektedir. Söz konusu işletmeler, genellikle daha etkin maliyet yönetimi, tam kapasite kullanımı veya güçlü bir marka imajı gibi avantajlara sahip olabilir. Bu durum, işletmelerin karlılıklarını en üst seviyeye çıkarmak için başarılı stratejiler uyguladıklarını ve bu sayede finansal performanslarını artırebildiklerini işaret etmektedir. Firma karlılığı değişkeninin standart sapma değeri ise 5,2597 olarak hesaplanmıştır ve bu, işletmeler arasındaki karlılık seviyelerinin yüksek değişkenlik gösterdiğini ortaya koymaktadır. Bu yüksek değişkenlik, sektördeki bazı işletmelerin oldukça yüksek karlılık oranlarına sahip olduğunu, diğerlerinin ise daha düşük ya da negatif karlılık yaşadığını ortaya koymaktadır ve ilgili değişkenin minimum ve maksimum değerleri de bu sonucu desteklemektedir. Karlılık açısından bu kadar geniş bir çeşitliliğin olması, konaklama sektörünün dinamik yapısına işaret etmekte ve her işletmenin aynı karlılık seviyesine ulaşamadığını göstermektedir. Özellikle, konaklama sektöründe mevsimsel dalgalanmalar, operasyonel maliyetlerin seviyesi ve müşteri talebinin yoğunluğu gibi faktörler, karlılık üzerinde doğrudan etkili olabilir.

4.1.1.2. Korelasyon Tabloları

Bu bölümde, gelişmiş ülke örnekleminde aşırı güvenin sermaye yapısı kararlarına etkisini analiz etmek amacıyla tasarlanan modellerdeki bağımsız ve kontrol değişkenlerine ait 2004-2023 dönemi verileri üzerinden yapılan korelasyon analizi bulguları ayrıntılı bir şekilde sunulmuştur. Söz konusu analiz, değişkenler arasındaki ilişkilerin yönünü ve gücünü ortaya çıkarmak amacıyla gerçekleştirilmiş olup, bu bulgular ilgili dönemdeki veriler ışığında değerlendirilmiştir.

Korelasyon analizi, iki değişken arasındaki doğrusal ilişkiyi inceleyen ve bu ilişkinin gücünü ölçen bir istatistiksel yöntemdir. Korelasyon katsayısı, -1 ile +1 arasında bir değer alabilir. Katsayının büyüklüğü, değişkenler arasındaki ilişkinin kuvvetini gösterirken, işareti bu ilişkinin hangi yönde olduğunu belirtmektedir. Eğer katsayı +1 ise, değişkenler arasında mükemmel bir doğrusal ilişki vardır; ancak -1 değeri, değişkenler arasında yine mükemmel bir doğrusal ilişki olduğunu, fakat bu ilişkinin ters yönde gerçekleştiğini göstermektedir. Katsayının 0 olması durumunda ise, değişkenler arasında belirgin bir ilişki bulunmadığını işaret etmektedir. Bu aralıklar kesin ölçüler olmamakla birlikte, eğer korelasyon katsayısı 0 ile $\pm 0,19$ arasında ise, ilişki önemsiz seviyede düşük olarak değerlendirilir; $\pm 0,20$ ile $\pm 0,39$ arasında ise zayıf bir ilişki söz konusudur. $\pm 0,40$ ile $\pm 0,69$ arasında orta düzeyde bir ilişki bulunurken, $\pm 0,70$ ile $\pm 0,89$ arasında kuvvetli bir ilişki olduğu ifade edilebilir. Korelasyon katsayısı $\pm 0,90$ ile ± 1 arasında ise ilişki oldukça güçlü kabul edilir (Alpar, 2016; ss. 414-419).

Değişkenler arasındaki yüksek seviyedeki korelasyonlar, çoklu doğrusal bağlantının bir göstergesi olabilmektedir. Çoklu doğrusal bağlantının varlığı, bağımlı değişkenle olan ilişkinin

özelliklerinin doğru bir şekilde tespit edilememesine yol açabilmekte ve tahminlerin doğruluğunu azaltarak yapısal ilişkileri belirlemeye çalışan modellerde önemli bir problem oluşturabilmektedir. Değişkenler arasındaki korelasyon katsayıları %80'in üzerine çıktığında, çoklu doğrusal bağlantı önemli bir sorun olarak ortaya çıkmaktadır (Ertek, 1996, s.226). Aşağıdaki Tablo 4.3'te Model 1, Model 2 ve Model 3'teki bağımsız ve kontrol değişkenlerine ait korelasyon analizi bulguları sunulmaktadır.

Tablo 4.3. Bağımsız ve Kontrol Değişkenleri Arasındaki Korelasyon Tablosu (Model 1, Model 2 ve Model 3)

Değişkenler	AG	logPDDD	FB	FK
AG	1			
logPDDD	0,1980	1		
FB	-0,3413	-0,4926	1	
FK	0,1497	0,1662	-0,0973	1

Tablo 4.3 incelendiğinde, YAG ile logPDDD (0,1980) ve FK (0,1497) arasında düşük düzeyde pozitif bir ilişki, FB (-0,3413) ile zayıf negatif bir ilişki bulunduğu görülmektedir. Bu, yönetici aşırı güveninin karlılık ve piyasa değerlemesiyle sınırlı bir pozitif bağlantısı olduğunu göstermektedir. Yönetici aşırı güveni ile firma büyüklüğü arasında negatif yönlü ilişki, büyük ölçekli işletmelerde yönetsel aşırı güven düzeylerinin daha düşük olabileceği yönünde bir çıkarıma olanak tanımaktadır. Davranışsal finans çerçevesinde, yönetici aşırı güveninin FK ile pozitif ilişkisi, yöneticilerin iyimser karlılık tahminlerine işaret etmektedir. LogPDDD ile FB arasında negatif bir ilişki (-0,4926) gözlenmiştir. Bu, aktif büyüklüğü artan firmaların defter değerinin yükselmesine karşın piyasa değerinin aynı oranda artmaması nedeniyle logPDDD'nin düşebileceği işaret etmektedir. Konaklama sektörünün sermaye yoğun yapısı ve gelişmiş ülkelerde büyük firmaların düşük büyüme potansiyeliyle değerlendirilmesi bu ilişkiyi açıklayabilir. LogPDDD ile FK arasında düşük pozitif bir ilişki (0,1662), kârlı firmaların piyasada daha yüksek değerlendirildiğini göstermektedir. FB ile FK arasındaki düşük negatif ilişki (-0,0973) ise büyük firmaların karlılıkta daha az volatilité yaşadığını işaret etmektedir. Değişkenler arasında yüksek korelasyon (%80 ve üzeri) bulunmaması, Model 1, Model 2 ve Model 3'te çoklu doğrusal bağlantı sorununun olmadığını göstermektedir. Bu bulgular, modellerin yapısal ilişkileri doğru bir şekilde analiz edebileceğini desteklemektedir.

4.1.1.3. Yatay Kesit Bağımlılığı Test Bulguları

Gelişmiş ülke örnekleminde, yönetsel aşırı güvenin (AG) sermaye yapısı kararlarına etkisini inceleyen modellerdeki değişkenlerin yatay kesit bağımlılığı, birime özgü şokların diğer birimleri etkileyip etkilemediğini değerlendirmek amacıyla analiz edilmiştir. Pesaran (2004) tarafından geliştirilen CD_LM2 testi, panelin zaman ve kesit boyutları dikkate alınarak uygulanmış; test sonuçları Tablo 4.4'te sunulmuştur.

Tablo 4.4. Gelişmiş Ülke Örneklemine Yönelik Yatay Kesit Bağımlılığı Test Bulguları

Değişkenler	CD LM2 (Pesaran 2004 CDlm)	
	Test İstatistiği	Olasılık değeri
TKLDRC	32,974	0,000
KVKLDRC	24,979	0,000
UVKLDRC	24,259	0,000
AG	23,712	0,000
logPDDD	21,794	0,000
FB	24,093	0,000
FK	24,068	0,000

Analiz sonuçları, tüm değişkenlerde %1 anlamlılık seviyesinde yatay kesit bağımlılığı olduğunu göstermektedir. H_0 hipotezi (yatay kesit bağımlılığı yoktur) reddedilmiş, değişken serilerinde bağımlılığın varlığı doğrulanmıştır. Bu bulgunun, konaklama sektörünün doğası ve gelişmiş ülkelerin entegre finansal piyasalarıyla uyumlu olduğu düşünülmektedir. Ekonomik şoklar (örneğin, krizler) veya sektörel trendler (örneğin, turizm talebi), işletmelerin borçlanma ve YAG eğilimlerini eş zamanlı etkileyebilir. Bu sonuçlar, sonraki analizlerde yatay kesit bağımlılığını dikkate alan ekonometrik yöntemlerin kullanılmasının gerekliliğini vurgulamaktadır.

4.1.1.4. Homojenite Test Bulguları

Yatay kesit bağımlılığı analizinin ardından, paneldeki birimlerin aynı dinamik yapıya sahip olup olmadığını değerlendirmek amacıyla homojenite testi uygulanmıştır. Bu test, birim kök ve diğer ekonometrik analizlerin doğru uygulanmasını sağlamak için Pesaran ve Yamagata (2008) tarafından geliştirilen Delta Homojenite testi kullanılarak gerçekleştirilmiştir. Test, büyük ve küçük örneklerde güvenilir sonuçlar sunması nedeniyle tercih edilmiştir. İlk olarak, değişkenlerin eğim katsayılarının homojen ya da heterojen olup olmadığı incelenmiştir. Daha sonra, modellerdeki eğim katsayılarının bu doğrultuda homojenlik veya heterojenlik durumu değerlendirilmiştir. Homojen eğim katsayıları, panelde yer alan tüm birimlerin bağımsız değişkenlerle benzer şekilde etkileşime girdiğini gösterirken, heterojen eğim katsayıları, her birimin bağımsız değişkenlere farklı düzeylerde tepki verdiğini ifade etmektedir. H_0 hipotezi, sabit ve eğim katsayılarının homojen olduğunu varsaymaktadır. Eğer olasılık değerleri %5 anlamlılık düzeyini üzerinde ise, H_0 hipotezi reddedilemez ve bu durum değişkenlerin homojen olduğunu gösterir. Tablo 4.4'te gelişmiş ülke örnekleminde değişkenlere ilişkin homojenite test bulguları yer almaktadır. Tablodaki her iki test de homojenliği incelemek için kullanılmış ve sonuçlar olasılık değerlerine göre yorumlanmıştır.

Tablo 4.5. Değişkenlere Yönelik Homojenite Test Bulguları

Değişkenler	Homojenite Test Sonuçları			
	Delta_tilde (Δ)		Delta_tilde_adj (Δ_{adj})	
	Test İstatistiği	Olasılık Değeri	Test İstatistiği	Olasılık Değeri
TKLDRC	-1,215	0,888	-1,324	0,907
KVKLDRC	-1,455	0,927	-1,585	0,944
UVKLDRC	-1,972	0,976	-2,149	0,984
AG	-2,352	0,991	-2,563	0,955
logPDDD	-2,195	0,986	-2,392	0,992
FB	-3,456	1,000	-3,766	1,000
FK	-1,816	0,965	-1,979	0,976

Tablo 4.5 incelendiğinde değişkenler bazında yapılan homojenite testi sonuçlarına göre dört modeli oluşturan değişkenlerin delta ve delta adj testlerindeki olasılık değerleri 0,05'ten büyük olduğundan, tüm değişkenler için eğim katsayılarının homojen olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Başka bir deyişle, bu değişkenler için kesit birimleri arasında eğim katsayıları açısından anlamlı bir fark bulunmamaktadır. Analiz edilen değişkenler açısından farklı kesit birimleri arasında eğim katsayılarının istatistiksel olarak benzer olması, modelin genellenebilirliğini artırmakta ve farklı birimler için ayrı ayrı modeller oluşturmaya gerek kalmaksızın ortak bir modelin geçerliliğini desteklemektedir. Ayrıca homojenlik, konaklama sektörünün küresel doğası ve gelişmiş ülkelerin benzer ekonomik koşullarıyla uyumludur. Tablo 4.6'da gelişmiş ülke örnekleminde kullanılan üç modele ait homojenite test bulguları yer almaktadır.

Tablo 4.6. Modellere Yönelik Homojenite Test Bulguları

Modeller	Delta_tilde (Δ)		Delta_tilde_adj (Δ_{adj})	
	Test	Olasılık	Test	Olasılık
	İstatistiği	Değeri	İstatistiği	Değeri
Model 1	0,653	0,743	0,709	0,761
Model 2	-0,277	0,609	-0,301	0,618
Model 3	1,468	0,078	1,592	0,069

Tablo 4.6'daki olasılık değerleri incelendiğinde, gelişmiş ülke örneklemine ilişkin oluşturulan modellere uygulanan homojenite test bulgularına göre üç model için de H_0 hipotezinin kabul edildiği ve tüm değişkenler için eğim katsayılarının homojen olduğu görülmektedir. Başka bir deyişle, bu değişkenler için kesit birimleri arasında eğim katsayıları açısından anlamlı bir fark bulunmamaktadır. Homojen eğim katsayılarına ilişkin bulgu, konaklama sektöründe standart finansman stratejilerinin varlığına ve gelişmiş ülkelerdeki ekonomik benzerliklere işaret etmektedir.

4.1.1.5. Birim Kök Test Bulguları

Gelişmiş ülke örnekleminde, 2004-2023 dönemini kapsayan modellerde değişkenler arasında yatay kesit bağımlılığı tespit edilmiştir. Yatay kesit bağımlılığı, kesit birimleri arasında olası ilişkilerin varlığını ve bu ilişkilerin modelde dikkate alınması gerektiğini işaret etmektedir. Bu nedenle, serilerin durağanlık seviyelerinin doğru bir şekilde belirlenmesi için uygun bir birim kök testi kullanılması

gerekmektedir. Durağanlık, serilerin zaman içinde sabit bir ortalama ve varyansa sahip olup olmadığını ifade eder; durağan olmayan seriler, sahte regresyon sorununa yol açarak model güvenilirliğini zayıflatabilir. Bu çalışmada, serilerin durağan olup olmadıklarının sınanmasında CIPS (Cross-sectionally Augmented Im-Pesaran-Shin) birim kök testi tercih edilmiştir. CIPS testi, yatay kesit bağımlılığı olan verilerde serilerin durağanlıklarını analiz etmek için yaygın olarak kullanılan bir yöntemdir. Tablo 4.7’de gelişmiş ülke örnekleminde yer alan serilerin durağanlıklarına ilişkin CIPS birim kök testinin sonuçları detaylı bir şekilde sunulmaktadır.

Tablo 4.7. Değişkenlere Yönelik Birim Kök Testi Bulguları

Değişkenler	Düzy			
	Sabit		Sabit ve Trend	
TKLDRC	-4,099		-4,145	
KVKLDRC	-3,964		-4,103	
UVKLDRC	-4,454		-4,449	
AG	-4,025		-3,958	
logPDDD	-4,174		-4,120	
FB	-4,297		-4,226	
FK	-4,570		-4,330	
Kritik Değerler*	%1	-2,36	%1	-2,85
	%5	-2,20	%5	-2,70
	%10	-2,11	%10	-2,55

* Kritik değerler, Pesaran (2007) çalışmasından alınmıştır.

Testin bulguları, analiz kapsamındaki tüm değişkenlere ait CIPS (Cross-sectionally Augmented IPS) istatistik değerlerinin, Pesaran (2007) çalışmasında sunulan tablodaki kritik değerlerle karşılaştırıldığında bu kritik değerlerden büyük olduğunu ortaya koymaktadır. Modellerde yer alan tüm değişkenler için elde edilen CIPS istatistik değerlerinin hem sabit hem de sabit-trendli için Pesaran (2007) kritik değerlerinden (-2,36 ila -2,85) büyük olduğu tespit edilmiş ve bu bulgu ışığında H_0 hipotezi reddedilerek, “ H_1 : Birim kök yoktur” hipotezi kabul edilmiştir. Bu bağlamda tüm serilerin üç anlamlılık seviyesinde (%1, %5 ve %10) de durağan olduğu ve birim kök içermediği belirlenmiştir.

4.1.1.6. Panel Modeli Belirleme Test Bulguları

Yatay kesit bağımlılığı, homojenite ve birim kök testlerinin ardından, gelişmiş ülke örnekleminde en uygun panel veri modelini belirlemek amacıyla F testi, Breusch-Pagan LM testi ve Hausman testi uygulanmıştır. Bu testler, sabit etkiler modeli, rassal etkiler modeli ve havuzlanmış model arasında seçim yapmak için kullanılmıştır. Test sonuçları, Tablo 4.8’de olasılık değerleriyle (p değerleri) birlikte sunulmuştur. Tablo 4.8 içinde yer alan parantezli değerler bu testlerin olasılık değerlerini (p değerlerini) temsil etmektedir.

Tablo 4.8. Gelişmiş Ülke Örnekleminde Model Belirleme Test Bulguları

MODELLER	F Testi	Hausman Testi	Breusch- Pagan LM Testi	Karar
Model 1	17,32 (0,000)	72,26 (0,000)	3180,25 (0,000)	Sabit Etkiler Modeli
Model 2	3,43 (0,000)	29,58 (0,000)	2795,14 (0,000)	Sabit Etkiler Modeli
Model 3	24,82 (0,000)	31,18 (0,000)	4840,34 (0,000)	Sabit Etkiler Modeli

Tablo 4.8 incelendiğinde, gelişmiş ülke örnekleminde yönetsel aşırı güven eğiliminin sermaye yapısı kararlarına etkilerini analiz etmek amacıyla oluşturulan tüm modeller için F testi ve Hausman testi sonuçlarının olasılık değerlerinin 0,05'ten küçük olduğu görülmektedir. Bu durum, üç model bağlamında sabit etkiler modeline ilişkin bir bulgu sunmaktadır. F testinin sonucunda, 0,05 eşliğinin altında kalan olasılık değerleri, her bir modelde birimlere ait α_i katsayılarının sıfıra eşit olduğu varsayımına dayanan H_0 hipotezinin reddedilmesine neden olmuştur. Bunun sonucunda alternatif hipotez olan H_1 kabul edilmiştir. Başka bir ifadeyle, H_0 hipotezinin reddedilmesiyle birlikte, sabit etkiler modelinin tercih edilmesi gerektiği sonucuna ulaşılmıştır. Bu karar, bağımsız değişkenler ile rassal etkiler modelinin hata terimleri bileşenlerinin arasında bir ilişki olmadığını ve rassal etkiler modelinin uygun olmadığını ortaya koymuştur. Sabit etkiler modelinin seçilmesi, yönetsel aşırı güvenin sermaye yapısı kararlarındaki etkisinin işletme bazlı heterojenlikten kaynaklandığını yansıtmaktadır. Bu sonuç davranışsal finans çerçevesinde, yöneticilerin iyimser borçlanma kararlarının işletme özelinde farklılık gösterdiğiyle uyumludur.

4.1.1.7. Regresyon Analizi Bulguları

Gelişmiş ülke örnekleminde yönetsel aşırı güven eğiliminin sermaye yapısı kararlarına etkilerini analiz etmek amacıyla oluşturulan ve üç model doğrultusunda 2004-2023 yılları arasındaki veriler kullanılarak gerçekleştirilen regresyon analiz bulguları Tablo 4.9'da sunulmaktadır.

Tablo 4.9. Gelişmiş Ülke Örneklemine yönelik Model 1, Model 2, Model 3 Sabit Etkiler Regresyon Analizi Bulguları

	Model 1	Model 2	Model 3
Değişkenler	Regresyon Sonuçları	Regresyon Sonuçları	Regresyon Sonuçları
AG	-0,0414 (0,000)	-0,1521 (0,000)	-0,0127 (0,149)
PDDD	0,2623 (0,000)	0,1073 (0,000)	0,1622 (0,000)
FB	0,1416 (0,000)	-0,0262 (0,091)	0,1462 (0,000)
FK	-0,0180 (0,172)	0,0094 (0,472)	-0,0027 (0,005)
C	-0,8567 (0,000)	0,4885 (0,000)	-1,0536 (0,000)
R²	0,577	0,555	0,683
F İstatistiği	0,000	0,000	0,000
Durbin-Watson	0,870	1,570	0,784

Tablo 4.9’da, gelişmiş ülke örnekleminde yönetsel aşırı güven eğiliminin sermaye yapısı kararlarına etkilerini değerlendirmek için oluşturulmuş model tahmini yer almaktadır. Modelin doğru şekilde yorumlanabilmesi için öncelikle temel varsayımların geçerliliklerinin testi gereklidir. Temel varsayımlar doğrulanmadan yapılan yorumlar yanıltıcı olabileceğinden, bu adım kritik bir aşama olarak ele alınmıştır. Varsayımlar test edilerek modellerde otokorelasyon ve değişen varyansın olup olmadığı değerlendirilmiştir.

4.1.1.8. Modellerin Temel Varsayımlarına Yönelik Test Bulguları

Analizin sağlam temellere dayanması ve sonuçların güvenilir olması için temel varsayımların doğrulanması kritik önemdedir. Otokorelasyon ve heteroskedastisite gibi varsayım ihlalleri, model tahminlerini yanıltabilir ve sonuçların genellenebilirliğini zayıflatır. Bu nedenle, gelişmiş ülke örnekleminde yönetsel aşırı güvenin sermaye yapısı kararlarına etkisini inceleyen modellere yönelik otokorelasyon ve heteroskedastisite testleri uygulanmıştır. Otokorelasyon için Durbin-Watson ve Baltagi-Wu LBI testleri, heteroskedastisite için Geliştirilmiş Wald testi kullanılmıştır. Gelişmiş ülke örnekleminde yer alan yönetsel aşırı güvenin sermaye yapısı kararlarına etkisine yönelik kurulan modellere ilişkin Durbin-Watson ve Baltagi-Wu LBI testlerinden elde edilen sonuçlar, Tablo 4.10’da detaylı bir şekilde sunulmuş olup, bu bulgular modelin geçerliliğini ve güvenilirliğini değerlendirirken önemli bir referans noktası olarak kullanılmıştır.

Tablo 4.10. Gelişmiş Ülke Örneklemine Yönelik Modellerin Otokorelasyon Test Bulguları

Modeller	Durbin-Watson Testi	Referans Aralığı	Baltagi-Wu LBI Testi	Referans Aralığı
Model 1	0,870	1,591-1,758	1,039	< 2
Model 2	1,570	1,591-1,758	1,659	< 2
Model 3	0,784	1,591-1,758	1,005	< 2

Not: Durbin-Watson referans aralığı (1,591–1,758), Durbin ve Watson (1951) Table A-2’den alınmış olup 4 bağımsız değişkenli modeller için geçerlidir (EK 1).

Durbin ve Watson (1951) tarafından geliştirilen Durbin-Watson test sonuçları Model 1 (0,870) ve Model 3’te (0,784) referans aralığının (1,591–1,758) altında, Model 2’de (1,570) ise sınıra yakın olup otokorelasyon riskine işaret etmektedir. Bununla birlikte yine otokorelasyonu sınan bir diğer test olan Baltagi-Wu LBI testi uygulanmış ve elde edilen sonuçlar 2 ile karşılaştırılmıştır. Tüm modellere ait test sonuçlarının (1,039, 1,659, 1,005) 2’den düşük olması otokorelasyonun var olduğunu göstermektedir. Otokorelasyonun tespit edilmesinin ardından, modellerdeki değişen varyans durumu Geliştirilmiş Wald testi ile incelenmiş ve bu testin sonuçları Tablo 4.11’de sunulmuştur.

Tablo 4.11. Gelişmiş Ülke Örnekleimine Yönelik Modellerin Değişen Varyans Test Bulguları

Modeller	Heteroskedastisite İçin Geliştirilmiş Wald Testi	
	chi²(1) *	Olasılık > chi²
Model 1	5,132	0,0000
Model 2	3,133	0,0000
Model 3	2,432	0,0000

* chi²(1) ifadesi, gerçekleştirilen ki-kare testinin 1 serbestlik derecesiyle hesaplanan test istatistiğini temsil etmektedir.

Sabit etkili modelde varyansın birimlere göre farklılık gösterip göstermediğini belirlemek için Geliştirilmiş Wald Testi uygulanabilmektedir. Bu test, her bir birimin varyansının panelin genel ortalamasına eşit olduğu yönündeki sıfır hipotezini sınamaktadır. Değişen varyans, bu hipotezin reddedilmesi durumunda ortaya çıkmaktadır. Test sonucunda elde edilen Wald istatistiği, olasılık değeri (p-değeri) ile değerlendirilmektedir. Olasılık değerinin anlamlı bir düzeyde 0,05 önem seviyesinin altında olması varyansın birimlere göre değiştiği ve sabit bir varyansın olmadığını göstermektedir. Yukarıdaki analizde Wald istatistiğinin p-değeri 0,000 olduğu ve “H₀ = varyanslar birimlere göre homoskedastik” hipotezinin reddedilerek serilerde değişen varyans varlığını göstermektedir.

Otokorelasyon ve değişen varyansın varlığı verilerin analizi sırasında dikkate alınması gereken önemli hususlardır. Gelişmiş ülke örnekleminde yönetsel aşırı güven eğiliminin sermaye yapısı kararlarına etkilerini analiz etmek amacıyla oluşturulan tüm modellerde otokorelasyon ve değişen varyansın mevcut olduğu belirlenmiştir. Bu bağlamda Driscoll-Kraay tahmincisi, otokorelasyon ve değişen varyans gibi durumlar karşısında model tahminlerinin geçerliliğini artırarak tutarlı sonuçlar elde edilmesini sağlayan etkili bir yöntem olarak ön plana çıkmaktadır.

4.1.1.9. Driscoll-Kraay Tahmin Bulguları

Panel veri modellerinde tespit edilen otokorelasyon, heteroskedastisite ve yatay kesit bağımlılığı, tutarlı tahminler için Driscoll-Kraay dirençli standart hatalar yönteminin kullanılmasını gerektirmektedir. Gelişmiş ülke örnekleminde, yönetsel aşırı güvenin (AG) sermaye yapısı kararlarına etkisini incelemek amacıyla 2004-2023 dönemi verileriyle Model 1 (TKLDRÇ), Model 2 (KVKLDRÇ) ve Model 3 (UVKLDRÇ) için sabit etkiler regresyon analizi Driscoll-Kraay tahmincisiyle gerçekleştirilmiştir. Bulgular, her model için ayrı tablolarda sunulmuş ve yorumlanmıştır. Bu bağlamda öncelikle Model 1’e ait Driscoll-Kraay sabit etkiler regresyon analiziyle elde edilen bulgular Tablo 4.12’de yer almaktadır.

Tablo 4.12. Gelişmiş Ülke Örneklemine Yönelik Driscoll Kraay Sabit Etkiler Regresyon Analiz Bulguları (Model 1)

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Drisc/Kraay std. hata	t değeri	P> t	[95% Güven Aralığı]	
AG	-0,0414	0,0099	-4,17	(0,001*)	-0,0622	0,0206
LogPDDD	0,2623	0,0176	11,87	(0,000*)	0,2253	0,2992
FB	0,1416	0,0202	7,00	(0,002*)	0,0992	0,1839
FK	-0,0018	0,0008	-2,20	(0,041*)	-0,0035	-0,0000
C	-0,8567	0,1736	-4,93	(0,000*)	-1,2202	-0,4932
R ²	0,143					
F İstatistiği	0,000					

Değişkenlere ilişkin olasılık değerleri parantez içinde sunulmuş olup, %5 ($p < 0,05$) düzeyinde anlamlı olanlar * ile belirtilmiştir.

Tablo 4.12’de R² (0,143), modelin varyansın %14,3’ünü açıkladığını, F istatistiği ($p=0,000$) ise modelin anlamlı olduğunu göstermektedir. Tablo 4.11’e ilişkin sabit etkiler regresyon analizi sonucunda, aşırı güven (AG), piyasa değeri/defter değeri oranı (logPD/DD), firma büyüklüğü (FB) ve firma karlılığı (FK) gibi değişkenlerin kaldıraç oranı üzerindeki etkileri değerlendirilmiştir. Model 1, AG’nin toplam kaldıraç oranı (TKLDRÇ) üzerinde negatif ve anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir (katsayı: -0,0414, $p=0,001$). Bu bulgu, aşırı güvenin arttığı işletmelerde borçlanma eğilimlerinin düştüğünü ve kaldıraç oranlarının azaldığını göstermektedir. Diğer bir ifadeyle elde edilen bu bulgu yöneticilerin iyimser tahminlerle riskli borçlanmadan kaçındığı ve finansal hiyerarşi teorisiyle (iç finansman tercihi) uyumlu olduğu söylenebilir.

LogPDDD oranının test bulguları benzer yöndedir (katsayı: 0,2623, $p=0,000$) ve bulgular yüksek piyasa değerlemesinin borçlanmayı artırdığını göstermektedir. Yüksek logPD/DD oranına sahip olan işletmelerin daha fazla borçlandığını ve bu bağlamda işaret etkisi teorisiyle (piyasa iyimserliğinin borçlanmayı teşvik etmesi) uyumlu olduğunu söylemek mümkündür. FB değişkenine ait bulgular (katsayı: 0,1416, $p=0,002$), büyük firmaların daha fazla borçlandığını göstermektedir. Bu sonuç, büyük işletmelerin genellikle daha fazla borçlandığını ve durumun işletmelerin büyüklüğü ile doğru orantılı olduğunu göstermektedir. FK değişkeni bulguları (katsayı: -0,0018, $p=0,041$), kârlı firmaların borçlanmayı azalttığını göstermektedir. Bu durum, kârlı işletmelerin dış borçlanmaya daha az ihtiyaç duyduğunu ve borç yerine özkaynak kullanımını tercih ettiğini göstermektedir. Konaklama sektörünün sabit varlık teminatı, FB’nin pozitif etkisini desteklerken; karlılığın negatif etkisi, iç finansman eğilimini yansıtmaktadır.

Gelişmiş ülke örneklemine ilişkin yönetimsel aşırı güvenin kısa vadeli yabancı kaynak kullanımına etkisi bağlamında oluşturulan Model 2’ye ilişkin Driscoll Kraay dirençli standart hatalar sabit etkiler regresyon analizinden elde edilen bulgular Tablo 4.13’te sunulmuştur.

Tablo 4.13. Gelişmiş Ülke Örneklemine Yönelik Driscoll Kraay Sabit Etkiler Regresyon Analiz Bulguları (Model 2)

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Drisc/Kraay std. hata	t değeri	P> t	[95% Güven Aralığı]	
AG	-0,1521	0,0137	-9,08	(0,000*)	-0,1809	-0,1234
LogPDDD	0,1073	0,0191	5,61	(0,000*)	0,0673	0,1473
FB	-0,0262	0,0131	-1,99	(0,061)	-0,0538	-0,0138
FK	0,0094	0,0065	1,45	(0,163)	0,0041	0,0023
C	0,4885	0,1151	4,24	(0,000*)	0,2476	0,7295
R²	0,107					
F İstatistiği	0,000					

Değişkenlere ilişkin olasılık değerleri parantez içinde sunulmuş olup, %5 ($p < 0,05$) düzeyinde anlamlı olanlar * ile belirtilmiştir.

Tablo 4.13’ te F istatistiği olasılık değeri incelendiğinde modelin istatistiksel olarak anlamlı olduğu ve modelin R^2 değerinin 0,107 olduğu görülmektedir. Tablo 4.13’e ilişkin Driscoll-Kraay dirençli standart hatalar sabit etkiler regresyon analizi sonucunda, gelişmiş ülke örnekleminde AG’nin kısa vadeli kaldıraç oranı (KVKLDRÇ) üzerinde güçlü bir negatif etkiye sahip olduğunu göstermektedir (katsayı: -0,1521, $p: 0,000$). Bu bulgu, gelişmiş ülke örneklemindeki konaklama işletmelerinde aşırı güvenli yöneticilerin daha az kısa vadeli borçlanma eğiliminde olduklarını göstermektedir. LogPDDD oranına ilişkin test buşgusu (katsayı: 0,1073, $p=0,000$), piyasa değerlemesinin kısa vadeli borçlanmayı artırdığını göstermektedir. Dolayısıyla, piyasa değeri/defter değeri oranındaki artışların kısa vadeli kaldıraç oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir pozitif etki yarattığı gözlemlenmiştir. Bu sonuç işaret etkisi teorisiyle uyumludur. Driscoll-Kraay sabit etkiler regresyon analizi bulgularına göre, FB (katsayı: -0,0262, $p: 0,061$) ve FK (katsayı: 0,0094, $p: 0,163$) değişkenlerinin kısa vadeli borçlanma üzerindeki etkisi anlamsız olup kısa vadeli borçlanmanın firma büyüklüğü ve karlılıktan bağımsız olduğunu göstermektedir. Bu sonuç konaklama sektörünün mevsimsel dalgalanmaları ve likidite odaklı kararlarıyla uyumludur. Sonuç olarak, yapılan analizler yönetsel aşırı güvenin işletmenin kısa vadeli borçlanma davranışları üzerinde azaltıcı bir etkisi olduğunu ve gelişmiş ülkelerdeki konaklama işletmelerini yöneten aşırı güvenli yöneticilerin, likidite risklerinden kaçınarak kısa vadeli borçlanmayı azalttığını göstermektedir.

Gelişmiş ülke örneklemine ilişkin yönetsel aşırı güvenin uzun vadeli yabancı kaynak kullanımına etkisi bağlamında oluşturulan Model 3’e ilişkin Driscoll Kraay dirençli standart hatalar sabit etkiler regresyon analizinden elde edilen bulgular Tablo 4.14’de sunulmuştur.

Tablo 4.14. Gelişmiş Ülke Örneklemine Yönelik Driscoll Kraay Sabit Etkiler Regresyon Analiz Bulguları (Model 3)

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Drisc/Kraay std. hata	t değeri	P> t	[95% Güven Aralığı]	
AG	-0,0127	0,0089	-1,42	(0,171)	-0,0315	0,0960
LogPDDD	0,1622	0,0211	7,69	(0,001*)	0,1180	0,2064
FB	0,1462	0,0210	6,94	(0,003*)	0,1021	0,1903
FK	-0,0026	0,0060	-4,45	(0,000*)	-0,0039	-0,0014
C	-1,0536	0,1800	-5,85	(0,000*)	-1,4304	-0,6768
R ²	0,130					
F İstatistiği	0,000					

Değişkenlere ilişkin olasılık değerleri parantez içinde sunulmuş olup, %5 ($p < 0,05$) düzeyinde anlamlı olanlar * ile belirtilmiştir.

Tablo 4.14’ deki F istatistiği olasılık değeri incelendiğinde modelin istatistiksel olarak anlamlı olduğu ve modelin R² değerinin 0,130 olduğu görülmektedir. Test sonuçları AG’nin uzun vadeli kaldıraç oranı (UVKLDRC) üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığını göstermektedir ($p:0,171$). Bu durum, gelişmiş ekonomilerdeki konaklama işletmelerinde aşırı güven düzeyinin uzun vadeli borçlanma kararları üzerinde belirgin bir etkisinin bulunmadığını ve konaklama sektöründe uzun vadeli yatırımların AG’den ziyade yapısal faktörlerle şekillendiğine işaret etmektedir.

Piyasa değeri/defter değeri oranında (logPD/DD) meydana gelen her bir birimlik artış, uzun vadeli kaldıraç oranı üzerinde pozitif bir etki yaratmış ve bu artış yaklaşık 0,1626 birimlik bir yükselmeye neden olmuştur. Bu ilişkinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu belirlenmiştir ($p < 0,001$). Yüksek PD/DD oranının sahip işletmeler, uzun vadeli borçlanma konusunda daha fazla imkâna sahip olabilirler çünkü finansal piyasalarda daha sağlam bir itibara sahip oldukları için daha kolay borç bulabilirler. Bu durum, yüksek piyasa değerine sahip işletmelerin uzun vadeli borçlanmayı tercih ederek daha büyük ölçekli projelere yatırım yapabilecekleri şeklinde yorumlanabilmektedir. FB değişkenine bakıldığında (katsayı: 0,1462, $p:0,003$), büyük firmaların daha fazla borçlandığını göstermektedir. Büyük işletmeler, finansal piyasalarda daha geniş kaynaklara erişim sağlayabildikleri için uzun vadeli borçlanmaya daha fazla yönelebilmektedirler. Ayrıca, büyük işletmelerin uzun vadeli yatırımlar yapma kapasitesi daha yüksektir ve bu yatırımları finanse etmek için uzun vadeli borçlanmayı tercih edebilirler. Her iki bulgu, işaret etkisi teorisi ve konaklama sektörünün sabit varlık teminatı özelliğiyle uyumludur. FK değişkeni (katsayı: -0,0026, $p:0,000$), sonucu ise kârlı firmaların uzun vadeli borçlanmayı azalttığını göstermektedir. Bu bulgu, karlılığı yüksek olan işletmelerin, uzun vadeli borçlanma yerine daha fazla özkaynak veya iç kaynaklardan fon sağlama eğiliminde olduklarını göstermektedir ki finansal hiyerarşi teorisiyle uyumludur.

Sonuç olarak, AG’nin Model 1 ve 2’de negatif etkisi, davranışsal finans çerçevesinde, gelişmiş ülkelerdeki konaklama sektöründe yöneticilerin iyimser tahminlerle riskli borçlanmadan (özellikle kısa vadeli) kaçındığını göstermektedir. Model 3’te AG’nin anlamsızlığı, uzun vadeli borçlanmanın daha az aşırı güven altında alınan kararlardan etkilendiğini yansıtmaktadır. LogPDDD’nin pozitif katsayıları, işaret etkisi teorisiyle (piyasa iyimserliğinin borçlanmayı artırması), FK’nın negatif katsayıları, finansal

hiyerarşi teorisiyle (iç finansman tercihi) uyumludur. FB'nin Model 1 ve 3'te pozitif etkisi, konaklama sektörünün yüksek sabit varlık teminatıyla borçlanma kapasitesini arttırdığını, Model 2'de anlamsızlığı ise kısa vadeli borçlanmanın firma büyüklüğünden bağımsız olduğunu göstermektedir.

4.1.2. Gelişmiş Ülke Örnekleminde Yönetimsel Aşırı Güvenin Firma Değerine Etkisine Yönelik Bulgular

Gelişmiş ülke örnekleminde yönetimsel aşırı güvenin firma değerine etkisine yönelik kurulan Model 4 bağlamında öncelikle tanımlayıcı istatistik, korelasyon analizi, yatay kesit bağımlılığı, homojenite ve birim kök testleri ile panel veri modelinin belirlenmesine yönelik analiz bulguları sunulmuştur. Ardından regresyon analizine ilişkin bulguları modellerin temel varsayımlarına yönelik testlerin bulguları ve dirençli model tahmin bulguları alt başlıklar halinde ele alınmıştır.

4.1.2.1. Tanımlayıcı İstatistik Bulguları

Gelişmiş ülke örneklemini kapsamında 2004-2023 yılları arasında işlem gören 132 konaklama işletmesi analize tabii tutulmuştur. Söz konusu işletmelere ait tanımlayıcı istatistikler, Tablo 4.15'te yer almaktadır. Bu örnekleme yönelik tanımlayıcı istatistikler tablosunda, analizde kullanılan değişkenlerin gözlem sayıları, ortalamaları, standart sapmaları, en düşük ve en yüksek değerleri detaylandırılmıştır.

Tablo 4.15. Gelişmiş Ülke Örnekleminde Yönelik Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Ortalama	Standart Sapma	Minimum	Maksimum	Gözlem*
logTQ	0,7892	0,5976	0,1006	3,7593	2.329
AG	0,5394	0,4985	0,0000	1,0000	2.319
FB	8,0395	0,9598	3,1643	10,7291	2.280
TKLDRC	0,4635	0,2643	0,0304	1,1206	2.470
FK	1,0641	5,2597	-16,993	35,8147	2.224
NA	0,1639	3,5653	-12,773	26,0164	2.215

*Gözlem sayılarındaki farklılıklar, dengesiz panel veri kullanımından kaynaklanmaktadır; eksik veriler, bazı işletmelerin her yıl için tam veri sağlamamasından ileri gelmektedir.

Tablo 4.15'te gelişmiş ülke örneklemindeki konaklama işletmelerinin toplam kaldıraç oranıyla (TKLDRC), yönetimsel aşırı güveni (AG), firma büyüklüğü (FB) ve firma karlılığı (FK) değişkenleriyle ilgili yorumlamalar yukarıda da yapıldığı için burada tekrar edilmemiştir.

Tablo 4.15'e göre, logTQ'nun ortalaması (0,7892) ve standart sapması (0,5976), konaklama işletmelerinin firma değerlerinin (Tobin's Q) işletmeler arasında önemli ölçüde farklılık içerdiğini göstermektedir. Logaritmik dönüşüm, dağılımı normalleştirse de, 0,1006 (minimum) ve 3,7593 (maksimum) değerleri, bazı işletmelerin piyasada yüksek büyüme potansiyeliyle değerlendirildiğini, diğerlerinin ise düşük performans sergilediğini yansıtmaktadır. Bu sonuç, işaret etkisi teorisiyle uyumludur; yüksek logTQ, piyasanın büyüme fırsatlarına olan güvenini ifade etmektedir. Gelişmiş ülkelerin entegre finansal piyasaları, logTQ'nun standart sapmasını artırırken, 2008 krizi ve COVID-19 gibi şoklar düşük değerleri (örneğin, 0,1006) açıklayabilir.

Gelişmiş ülkelerdeki konaklama işletmelerinin NA'nın ortalaması (0,1639), konaklama işletmelerinin genellikle pozitif nakit akışı ürettiğini göstermektedir. Ancak, yüksek standart sapma (3,5653) ve aşırı değerler (-12,773, 26,0164), nakit akışı performansının işletmeler arasında büyük farklılıklar gösterdiğini yansıtmaktadır. Aşırı negatif minimum değer, COVID-19 gibi sektörel krizlerde talep düşüşünden kaynaklanan likidite sorunlarına işaret ederken; yüksek maksimum değer, varlık satışları veya teşviklerle ilişkilendirilebilir. Bu volatilité, firma değerine yönelik piyasa algısını (logTQ) etkileyebilir. Asimetrik bilgi teorisi, yöneticilerin nakit akışını yönetme stratejilerinin logTQ üzerindeki önemini desteklemektedir.

4.1.2.2. Korelasyon Tabloları

Bu bölümde, Model 4'teki değişkenlere ait 2004-2023 dönemi verileri üzerinden yapılan korelasyon analizi bulguları ayrıntılı bir şekilde sunulmaktadır. Tablo 4.16'da, Model 4'te bulunan kontrol ve bağımsız değişkenlerine ait korelasyon analizi sonuçları gösterilmektedir.

Tablo 4.16. Bağımsız Değişkenler Arasındaki Korelasyon Tablosu (Model 4)

Değişkenler	AG	FB	TKLDRC	FK	NA
AG	1				
FB	-0,3443	1			
TKLDRC	-0,2317	0,1305	1		
FK	0,1473	-0,0936	-0,0811	1	
NA	-0,0281	-0,1455	0,0370	-0,3134	1

Tablo 4.16'da sunulan korelasyon tablosu incelendiğinde, yönetsel aşırı güvenin (AG) firma büyüklüğü (FB) ve kaldıraç oranı (TKLDRC) ile zayıf bir negatif ilişkiye sahip olduğu görülmüştür. Bunun yanı sıra, YAG ile firma karlılığı (FK) arasında oldukça zayıf ve düşük düzeyde bir pozitif ilişki olduğu söylenebilir. YAG ile nakit akış oranı (NA) arasındaki ilişkinin de negatif olduğu ve oldukça düşük bir seviyede bulunduğu tespit edilmiştir. FB ile TKLDRC arasında düşük seviyeli pozitif bir ilişki bulunurken, FB ile FK arasında negatif yönlü ve zayıf bir ilişki olduğu belirlenmiştir. Aynı şekilde, TKLDRC ile FK arasındaki ilişki de zayıf ve negatif yöndedir. NA ise FK ve FB ile zayıf bir negatif ilişki gösterdiği, buna karşın TKLDRC ile aralarında pozitif yönde düşük bir ilişki olduğu gözlemlenmiştir. Bu bulgulara dayanarak, Model 4'teki değişkenler arasında yüksek bir korelasyonun olmadığı ve bu nedenle çoklu doğrusal bağlantı sorununun bulunmadığı ifade edilebilir.

4.1.2.3. Yatay Kesit Bağımlılığı Test Bulguları

Gelişmiş ülke örnekleminde, 2004-2023 dönemi verileriyle firma değeri (logTQ) ve ilgili değişkenlerin yatay kesit bağımlılığı, Pesaran (2004) CD_LM2 testi kullanılarak analiz edilmiştir. Test sonuçları, panelin zaman ve kesit boyutları dikkate alınarak Tablo 4.17'de sunulmuştur.

Tablo 4.17. Gelişmiş Ülke Örneklemine Yönelik Yatay Kesit Bağımlılığı Test Bulguları

Değişkenler	CD LM2 (Pesaran 2004 CDim)	
	Test İstatistiği	Olasılık Değeri
logTQ	19,516	0,000
AG	23,712	0,000
FB	24,093	0,000
TKLDRÇ	32,974	0,000
FK	24,068	0,000
NA	22,603	0,000

Analiz sonuçları, incelenen tüm değişken serilerinde yatay kesit bağımlılığının mevcut olduğunu ortaya koymaktadır. Bu doğrultuda, %1 anlamlılık düzeyinde yatay kesit bağımlılığının bulunmadığını ifade eden H_0 hipotezi reddedilmiş ve değişken serilerinde yatay kesit bağımlılığının varlığı tespit edilmiştir. Bu, logTQ, AG, FB, TKLDRÇ, FK ve NA'nın işletmeler arasında ortak faktörlerden (örneğin, küresel ekonomik koşullar) etkilendiğine işaret etmektedir. Elde edilen bu sonuç, ilerleyen aşamalarda gerçekleştirilecek analizlerde yatay kesit bağımlılığını dikkate alan yöntemlerin tercih edilmesi gerektiğini göstermektedir.

4.1.2.4. Homojenite Test Bulguları

Gelişmiş ülke örnekleminde, 2004-2023 dönemi verileriyle firma değeri (logTQ) ve ilgili değişkenlerin eğim katsayılarının homojenliğini değerlendirmek için Pesaran ve Yamagata (2008) Delta Homojenlik testi uygulanmıştır. Test, sabit ve eğim parametrelerinin homojen olduğunu varsayan H_0 hipotezine dayanır. Değişkenlerin ve Model 4'ün homojenlik durumu, %5 anlamlılık düzeyinde ($p>0,05$) olasılık değerleriyle analiz edilmiştir.

Tablo 4.18 gelişmiş ülke örneklemine ait değişkenlerin homojenlik test sonuçlarını sunmaktadır. Tabloda yer alan her iki test, homojenlik durumunun değerlendirilmesinde kullanılmış ve sonuçlar olasılık değerleri çerçevesinde yorumlanmıştır. Olasılık değerlerinin %5 anlamlılık düzeyinin (0,05) üzerinde olması durumunda, H_0 hipotezi reddedilememekte ve değişkenlerin homojen olduğu kabul edilmektedir.

Tablo 4.18. Değişkenlere Yönelik Homojenite Test Bulguları

Değişkenler	Homojenite Test Sonuçları			
	Delta_tilde (Δ)		Delta_tilde_adj (Δ_{adj})	
	Test İstatistiği	Olasılık Değeri	Test İstatistiği	Olasılık Değeri
logTQ	-2,530	0,994	-2,757	0,997
AG	-2,352	0,991	-2,563	0,955
FB	-3,456	1,000	-3,766	1,000
TKLDRÇ	-1,455	0,927	-1,585	0,944
FK	-1,816	0,965	-1,979	0,976
NA	-4,396	1,000	-4,791	1,000

Tablo 4.18 incelendiğinde değişkenler bazında yapılan homojenlik testi sonuçlarına göre modeli oluşturan değişkenlerin delta ve delta adj testlerindeki olasılık değerleri 0,05'ten büyük olduğundan, tüm değişkenler için eğim katsayılarının homojen olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Başka bir deyişle, bu değişkenler için kesit birimleri arasında eğim katsayıları açısından anlamlı bir fark bulunmamaktadır. Tablo 4.19'da ise gelişmiş ülke örnekleminde kullanılan modele ait homojenite test bulguları yer almaktadır.

Tablo 4.19. Modele Yönelik Homojenite Test Bulguları

Model 4	Delta_tilde (Δ)		Delta_tilde_adj (Δ_{adj})	
	Test İstatistiği	Olasılık Değeri	Test İstatistiği	Olasılık Değeri
	-0,820	0,794	-0,890	0,813

Tablo 4.19'daki olasılık değerleri incelendiğinde, gelişmiş ülke örnekleminde firma değeri bağlamında oluşturulan modele uygulanan homojenite test bulgularına göre H_0 hipotezinin kabul edildiği ve modelin eğim katsayılarının homojen olduğu görülmektedir. Başka bir deyişle, bu model için kesit birimleri arasında eğim katsayıları açısından anlamlı bir fark bulunmamıştır. Bu, firma değeri (logTQ) modelinin konaklama işletmeleri arasında tutarlı ilişkiler sunduğunu göstermektedir. Gelişmiş ülkelerin ekonomik bütünleşmesi ve konaklama sektörünün küresel turizm talebine duyarlılığı, bu homojenliği desteklemektedir.

4.1.2.5. Birim Kök Test Bulguları

Gelişmiş ülke örnekleminde, yönetimsel aşırı güvenin (AG) firma değerine (logTQ) etkisini inceleyen Model 4'te, değişkenlerin durağanlık durumları analiz edilmiştir. Yatay kesit bağımlılığının varlığı, kesit birimleri arasındaki etkileşimlerin dikkate alınmasını gerektirdiğinden, durağanlık testi için yatay kesit bağımlılığına duyarlı CIPS testi kullanılmıştır. CIPS testi, kesit bağımlılığı bulunan veri setlerinde durağanlık analizleri için yaygın biçimde tercih edilen etkili bir yöntemdir. Değişkenlere ilişkin durağanlık testinin sonuçları Tablo 4.20'de sunulmuştur.

Tablo 4.20. Değişkenlere Yönelik Birim Kök Testi Bulguları

Değişkenler	Düzey			
	Sabit		Sabit ve Trend	
logTQ	-4,106		-4,047	
AG	-4,025		-3,958	
FB	-4,297		-4,226	
TKLDRÇ	-3,964		-4,103	
FK	-4,570		-4,330	
NA	-4,322		-4,313	
Kritik Değerler*	%1	-2,36	%1	-2,85
	%5	-2,20	%5	-2,70
	%10	-2,11	%10	-2,55

* Kritik değerler, Pesaran (2007) çalışmasından alınmıştır.

Tablo 4.20'ye göre, test bulguları, analiz kapsamındaki tüm değişkenlere ait CIPS (Cross-sectionally Augmented IPS) istatistik değerlerinin, Pesaran (2007) çalışmasında sunulan tablodaki kritik değerlerle karşılaştırıldığında bu kritik değerlerden büyük olduğunu ortaya koymaktadır. Modellerde yer alan tüm değişkenler için elde edilen CIPS istatistik değerlerinin hem sabit hem de sabit-trendli için kritik değerlerden büyük olduğu tespit edilmiş ve bu bulgu ışığında H_0 hipotezi reddedilerek, " H_1 : Birim kök yoktur" hipotezi kabul edilmiştir. Bu bağlamda tüm serilerin üç anlamlılık seviyesinde (%1, %5 ve %10) de durağan olduğu ve birim kök içermediği belirlenmiştir.

4.1.2.6. Panel Modeli Belirleme Test Bulguları

Gelişmiş ülke örnekleminde, 2004-2023 dönemi verileriyle yönetsel aşırı güvenin (AG) firma değerine (logTQ) etkisini inceleyen Model 4 için uygun tahmin modelini belirlemek amacıyla F testi, Breusch-Pagan LM testi ve Hausman testi uygulanmıştır. Bu testler, sabit etkiler, rassal etkiler ve havuzlanmış modeller arasında seçim yapmak için kullanılmıştır. Test sonuçları, olasılık değerleriyle (p-değerleri) birlikte Tablo 4.21'de sunulmuştur.

Tablo 4.21. Gelişmiş Ülke Örnekleminde Model Belirleme Test Bulguları

MODEL	F Testi Sonuçları	Hausman Testi Sonuçları	Breusch- Pagan LM Testi Sonuçları	Karar
Model 4	92,40 (0,000)	12,94 (0,024)	10451,24 (0,000)	Sabit Etkiler Modeli

Tablo 4.21'e göre, Model 4 için F testi ($p=0,000$) ve Breusch-Pagan LM testi ($p=0,000$), birimlere özgü sabit etkilerin varlığını göstererek havuzlanmış modelin uygun olmadığını doğrulamaktadır. F testinin H_0 hipotezinin reddi ($p=0,000$), birimlere özgü α_i katsayılarının sıfır olmadığını ve sabit etkilerin gerektiğini yansıtmaktadır. Hausman testi ($p=0,024$), bağımsız değişkenler ile hata terimleri arasında korelasyon olduğunu göstererek rassal etkiler modelinin uygun olmadığını ve sabit etkiler modelinin tercih edilmesi gerektiğini doğrulamaktadır.

4.1.2.7. Regresyon Analiz Bulguları

Gelişmiş ülke örnekleminde yönetsel aşırı güven eğiliminin firma değerini etkisini analiz etmek amacıyla oluşturulan model doğrultusunda 2004-2023 yılları arasındaki veriler kullanılarak gerçekleştirilen regresyon analiz bulguları Tablo 4.22'de sunulmuştur.

Tablo 4.22. Gelişmiş Ülke Örneklemine Yönelik Model 4'e İlişkin Sabit Etkiler Regresyon Bulguları

Model4	
Değişkenler	Regresyon Bulguları
AG	-0,0228 (0,101)
FB	-0,3048 (0,000)
TKLDRÇ	0,1548 (0,000)
FK	0,0224 (0,152)
NA	0,0554 (0,000)
C	3,1626 (0,000)
R ²	0,880
F İstatistiği	0,000
Durbin-Watson	0,882

Tablo 4.22’de modelde bulunan değişkenlerin doğru bir şekilde yorumlanması için, öncelikle modelin temel varsayımlarının doğrulanması gereklidir. Bu nedenle, analiz sürecinde ilk olarak modele ilişkin temel varsayımlar detaylı bir şekilde incelenmiş ve bu varsayımların geçerliliği test edilmiştir. Varsayımlar test edilerek modellerde otokorelasyon ve değişen varyansın olup olmadığı değerlendirilmiştir.

4.1.2.8. Modelin Temel Varsayımlarına Yönelik Test Bulguları

Gelişmiş ülke örnekleminde, 2004-2023 dönemi verileriyle yönetsel aşırı güvenin (AG) firma değerine (logTQ) etkisini inceleyen Model 4’ün temel varsayımları, otokorelasyon ve değişen varyans (heteroskedastisite) testleriyle değerlendirilmiştir. Otokorelasyon için Durbin-Watson ve Baltagi-Wu LBI testleri; değişen varyans için Geliştirilmiş Wald testi uygulanmıştır. Modellerin geçerliliği ve güvenilirliğinin değerlendirilmesinde temel bir referans niteliği taşıyan test sonuçları, Tablo 4.23 ve Tablo 4.24’te sunulmuştur.

Tablo 4.23. Gelişmiş Ülke Örneklemine Yönelik Modelin Otokorelasyon Test Bulguları

Model	Durbin-Watson Testi	Referans Aralığı*	Baltagi -Wu LBI Testi	Referans Aralığı
Model4	0,882	1,571-1,780	1,070	< 2

*Durbin-Watson referans aralığı, 5 bağımsız değişken için Durbin ve Watson (1951) Tablo A-2’den alınmıştır.

Tablo 4.23’te gelişmiş ülke örnekleminde oluşturulan modelin sabit etkiler regresyon analizi sonucunda otokorelasyon durumlarına ilişkin bulgular sunulmaktadır. Durbin ve Watson (1951) tarafından geliştirilen otokorelasyon testi için, Tablo A-2’de belirtilen referans değerler dikkate alınmıştır. Bu değerlere göre, 5 bağımsız değişken içeren model için söz konusu aralık 1,571-1,780 olarak verilmektedir. Tablo A-2’ye ilişkin bilgiler, EK 1’de detaylı olarak sunulmaktadır. Yapılan

analizde, yönetimsel aşırı güvenin firma değerine olan etkisini inceleyen model için Durbin-Watson testi sonucunda otokorelasyon değeri 0,882 olarak belirlenmiş ve bu değerin de referans sınırının altında olduğu saptanmıştır. Bununla birlikte yine otokorelasyonu sınanan bir diğer test olan Baltagi-Wu LBI Testi uygulanmış ve elde edilen sonuçlar 2 ile karşılaştırılmıştır. Modele ait test sonuçlarının 2'den düşük olması otokorelasyonun var olduğunu göstermektedir. Otokorelasyonun tespit edilmesinin ardından, modeldeki değişen varyans durumu Geliştirilmiş Wald Testi ile incelenmiş ve bu testin sonuçları Tablo 4.24'te sunulmuştur.

Tablo 4.24. Gelişmiş Ülke Örneklemine Yönelik Modellerin Değişen Varyans Test Bulguları

Model	Heteroskedastisite İçin Değiştirilmiş Wald Testi	
	$\chi^2(1)$ *	Olasılık $> \chi^2$
Model 4	1,033	0,0000

* $\chi^2(1)$ ifadesi, gerçekleştirilen ki-kare testinin 1 serbestlik derecesiyle hesaplanan test istatistiğini temsil etmektedir.

Sabit etkili modelde birimler arasında varyans farklılıklarının olup olmadığını test etmek amacıyla Geliştirilmiş Wald Testi uygulanabilir. Bu test, panel veri setinde her bir birimin varyansının genel ortalamaya eşit olduğu yönündeki sıfır hipotezinin geçerliliğini sınamaktadır. Sıfır hipotezinin reddedilmesi durumunda, varyansın birimlere göre farklılık gösterdiği, yani heteroskedastisite olduğu sonucuna ulaşılır. Test sonucunda elde edilen Wald istatistiği, anlamlılık düzeyine göre değerlendirilmektedir ve p-değerinin 0,05'in altında olması, varyansın homojen olmadığını, birimler arasında farklılık gösterdiğini ifade eder. Gerçekleştirilen analizde Wald istatistiğinin p-değeri 0,000 olarak bulunmuş ve bu sonuç, " H_0 = varyanslar birimler arasında homoskedastiktir" hipotezinin reddedildiğini, dolayısıyla değişen varyansın mevcut olduğunu ortaya koymuştur.

Gelişmiş ülke örneklemine yönelik sabit etkili regresyon analizinin tamamlanmasının ardından, modelin temel varsayımları değerlendirilmiştir. Yapılan değerlendirmeler, yönetimsel aşırı güvenin firma değeri üzerindeki etkilerini incelemek amacıyla geliştirilen Model 4'te otokorelasyon ve heteroskedastisitenin mevcut olduğunu göstermiştir. Bu tür varsayım ihlalleri, analizlerin doğruluğu ve güvenilirliği açısından dikkate alınması gereken önemli unsurlardır. Bu bağlamda, Driscoll-Kraay tahmincisi, otokorelasyon ve değişen varyans gibi durumların etkisini minimize ederek, model tahminlerinin güvenilirliğini artıran bir yöntem olarak öne çıkmaktadır. Driscoll-Kraay tahmincisi, özellikle yatay kesit bağımlılığı ve otokorelasyon içeren panel veri setlerinde, tutarlı ve doğru tahminlerin elde edilmesine olanak sağlayan etkin bir yöntem olarak kabul edilmektedir.

4.1.2.9. Driscoll-Kraay Tahmin Bulguları

Gelişmiş ülke örnekleminde, 2004-2023 dönemi verileriyle yönetimsel aşırı güvenin (AG) firma değerine (logTQ) etkisini inceleyen Model 4, Driscoll-Kraay dirençli standart hatalarıyla sabit etkiler regresyon analiziyle değerlendirilmiştir. Analiz sonuçları, Tablo 4.25'te sunulmuştur.

Tablo 4.25. Gelişmiş Ülke Örneklemine Yönelik Driscoll Kraay Sabit Etkiler Analiz Bulguları (Model 4)

Bağımlı Değişkenler	Katsayı	Drisc/Kraay std. err.	t değeri	P> t	[95% Güven Aralığı]	
AG	-0,0228	0,0102	-2,24	(0,037*)	-0,0442	-0,0015
FB	-0,3048	0,0154	-9,76	(0,001*)	-0,3371	-0,2725
TKLDRÇ	0,1548	0,0355	4,35	(0,000*)	0,0803	0,2292
FK	0,0022	0,0015	1,39	(0,180)	-0,0011	0,0056
NA	0,0055	0,0015	3,55	(0,002*)	-0,0022	0,0088
C	3,1626	0,1324	13,88	(0,000*)	1,8858	2,4398
R²	0,198					
F İstatistiği	(0,0000)					

* %5 anlamlılık düzeyi ($p < 0,05$) için * ile işaretlenmiştir.

Modelin R^2 değeri (0,198), logTQ varyansının %19,8'ini açıkladığını ifade etmektedir. F istatistiğinin p-değeri (0,0000) ise modelin genel anlamlılığını doğrulamaktadır. Tablo 4.25'e göre, AG'nin katsayısı, her bir birimlik YAG artışının logTQ'yu 0,0228 birim azalttığını göstermektedir. Bu sonuç, aşırı güvenin firma değerini temsil eden Tobin's Q oranı üzerinde negatif bir etki yarattığını ifade etmektedir. Diğer bir deyişle gelişmiş ülkelerdeki konaklama işletmelerinde yönetici aşırı güveni arttıkça firma değerinin düştüğünü söylemek mümkündür. Davranışsal finans açısından bu durum yöneticilerin büyüme fırsatlarını yanlış değerlendirmesinden kaynaklanabilir.

FB'nin katsayısı (-0,3048), firma büyüklüğündeki bir birimlik artışın logTQ'yu 0,3048 birim azalttığını belirtmektedir. Sonuçlar, büyük işletmelerin Tobin's Q oranlarının daha düşük olduğunu, yani varlık toplamı itibarıyla firma büyüklüğü arttıkça firma değerinin düştüğünü göstermektedir. Bu bulgu, gelişmiş ülke örneklemindeki konaklama işletmelerinde varlık yatırımlarının firma değerini olumsuz etkilediğine işaret etmektedir. Büyük firmaların büyüme fırsatlarının azalmasıyla logTQ'nun düşebileceği ve konaklama sektörünün sermaye yoğun yapısının varlık yatırımlarının değer yaratımını sınırlayabileceği düşünülmektedir.

TKLDRÇ'nin katsayısı (0,1548), kaldıraç oranındaki bir birimlik artışın logTQ'yu 0,1548 birim artırdığını göstermektedir. Bu bulgu, gelişmiş ülke örneklemindeki konaklama işletmelerinde yabancı kaynak kullanımının firma değerini olumlu etkilediğini göstermektedir. Diğer bir ifadeyle piyasanın borçlanmayı büyüme potansiyeli olarak algıladığını (işaret etkisi) ve konaklama sektöründe sabit varlık teminatlı borçlanmanın logTQ'yu desteklediğini göstermektedir.

FK'nin olasılık değeri ($p=0,180$), karlılığın logTQ üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin olmadığını göstermektedir. Söz konusu bulgu, gelişmiş ülke örneklemindeki konaklama işletmelerinde karlılığın firma değeri üzerinde bir etkisinin olmadığına işaret etmektedir. Karlılığın mevsimsel dalgalanmalar (örneğin, turizm talebi) nedeniyle logTQ'ya yansımayaabileceği düşünülmektedir.

Son olarak, NA'nın katsayısı (0,0055), nakit akışındaki bir birimlik artışın logTQ'yu 0,0055 birim artırdığını göstermektedir. Bu sonuç, gelişmiş ülke örneklemindeki konaklama işletmelerinde

işletme faaliyetlerinden elde edilen nakit akışlarının firma değerine olumlu katkıda bulunduğunu göstermektedir. Likiditenin ve nakit akışı performansının piyasada güven oluşturmalarının bunda etkili olduğu söylenebilir.

Genel olarak, bu modelde aşırı güven ve firma büyüklüğünün Tobin's Q oranını olumsuz etkilediği, kaldıraç oranı ve işletme faaliyetlerinden elde edilen nakit akışlarının ise firma değerine pozitif katkı sağladığı gözlemlenmiştir. Firma karlılığı ise Tobin's Q oranı üzerinde anlamlı bir etki yaratmamaktadır.

4.2. Gelişmekte Olan Ülke Örneğine Yönelik Bulgular

Analizin bu bölümünde ise gelişmekte olan 32 ülke borsasında işlem gören 151 konaklama işletmesinin 2004-2023 dönemi verileri, yönetsel aşırı güvenin (YAG) varlığını ve yoğunluk düzeyini değerlendirmek amacıyla analiz edilmiştir. Toplam 3020 gözlemde 701'i (%23,2) boş değer içerirken, 2319 gözlemden YAG'ın varlığı incelenmiştir. Bu gözlemlerin 1152'sinde (%49,70) YAG tespit edilmiş, 1167'sinde (%50,30) ise YAG bulunmamıştır. Bu, analiz döneminde YAG'ın varlığı ile yokluğu arasında dengeli bir dağılım olduğunu göstermektedir. YAG'ın yıllara göre değişimi, Tablo 4.26'da sunulmuştur.

Tablo 4.26. Gelişmekte Olan Ülke Örneğinde Yönetsel Aşırı Güvenin Yıllara Göre Dağılımı

Yıl	YAG Eğilimi Gösteren İşletme Sayısı	YAG Eğilimi Göstermeyen İşletme Sayısı	Boş Değer İçeren İşletme Sayısı	YAG Eğilimi Gösteren İşletmelerin Yüzdesi	YAG Eğilimi Göstermeyen İşletmelerin Yüzdesi
2004	31	34	86	47,7%	52,3%
2005	31	34	86	47,7%	52,3%
2006	40	30	81	57,1%	42,9%
2007	51	34	66	60,0%	40,0%
2008	56	45	50	55,4%	44,6%
2009	55	53	43	50,9%	49,1%
2010	65	58	28	52,8%	47,2%
2011	65	65	21	50,0%	50,0%
2012	76	52	23	59,4%	40,6%
2013	68	60	23	53,1%	46,9%
2014	65	63	23	50,8%	49,2%
2015	61	69	21	46,9%	53,1%
2016	71	69	11	50,7%	49,3%
2017	76	71	4	51,7%	48,3%
2018	77	70	4	52,4%	47,6%
2019	76	73	2	51,0%	49,0%
2020	65	83	3	43,9%	56,1%
2021	55	84	12	39,6%	60,4%
2022	53	80	18	39,8%	60,2%
2023	15	40	96	27,3%	72,7%

Gelişmekte olan ülke örneğinde yönetsel aşırı güvenin yıllara göre dağılımı incelendiğinde, yönetsel aşırı güvenin işletmeme sayısı açısından en fazla görüldüğü üç yıl 2012,

2019 ve 2017 olmuştur. Bu yıllardaki yüksek YAG, gelişmekte olan ülkelerdeki ekonomik büyüme, yabancı sermaye girişleri ve turizm talebi artışıyla ilişkilendirilebilir. Yönetimsel karar süreçlerinde risk alma eğilimlerinin yüksek olması, bu yıllarda işletmelerin finansal istikrarı ve rekabet avantajlarını artırma amacıyla daha cesur kararlar almasına neden olmuş olabilir. Tabloya göre, 2020-2023 yılları, yönetimsel aşırı güvenin en düşük seviyelerde seyrettiği dönemler olarak öne çıkmaktadır. Bu yıllarda işletmelerin yönetsel karar alma süreçlerinde daha temkinli davrandıkları ve riskten kaçınma eğiliminde oldukları gözlemlenmiştir. Bu yıllarda, COVID-19 pandemisinin turizm sektöründeki yıkıcı etkisinin, likidite kısıtlamalarının ve belirsizliğin yöneticilerin temkinli kararlar almasına yol açmış olabileceği düşünülmektedir. Küresel kriz dönemlerinde YAG'ın seyri incelendiğinde, 2008 küresel finans krizinde YAG oranı %55,4 iken, 2009'da %50,9'a gerilemiştir. 2020'de (%43,9) ve 2021'de (%39,6) COVID-19 etkisiyle YAG daha belirgin bir düşüş göstermiştir. Bu, gelişmekte olan ülkelerin ekonomik kırılganlıklarının (örneğin, dış finansmana bağımlılık) ve konaklama sektörünün krizlere duyarlılığının YAG'ı azalttığını göstermektedir.

Gelişmekte olan ülke örnekleme kapsamında gerçekleştirilecek analizler için kurulan modellere yönelik olarak veri setlerinin genel yapısının anlaşılması için ilk olarak tanımlayıcı istatistikler tablolar halinde sunulmuştur. Ardından, modellere ilişkin korelasyon tabloları verilmiştir. Bir sonraki adımda, yatay kesit bağımlılığı ve homojenlik durumuna yönelik analiz sonuçları ele alınmıştır. Veri setlerindeki serilerin durağan olup olmadığını incelemek amacıyla CIPS birim kök testi uygulanmıştır. Panel veri modeli seçimini doğru şekilde yapmak için F testi, Breusch-Pagan Lagrange Çarpımı (Breusch-Pagan LM) ve Hausman testleri uygulanmıştır. Bu üç testin sonuçlarına dayanarak, her model için en uygun regresyon modeli belirlenmiştir. Modellerden birinde sabit etkiler model yapısının, diğer üçünde ise tesadüfi etkiler model yapısının uygun olduğu tespit edilmiştir. Devam eden süreçte regresyon analizi uygulanmış ve modelin geçerliliği otokorelasyon ve heteroskedastisite açısından test edilmiştir. Otokorelasyonu değerlendirmek için Durbin-Watson istatistiği ve Baltagi Wu testi kullanılmıştır. Değişen varyans varlığını ya da yokluğunu (heteroskedastisite) belirlemek amacıyla da geliştirilmiş Wald testi ve Breusch-Pagan LM testi ile yapılmıştır. Otokorelasyon ve heteroskedastisitenin varlığı tespit edildikten sonra, bu etkileri kontrol altına almak için Driscoll-Kraay tahmincisi uygulanmıştır. Gerçekleştirilen bu analizler neticesinde, elde edilen bulgular gelişmekte olan ülke örnekleminde yönetimsel aşırı güvenin sermaye yapısı kararlarına etkisi ve gelişmekte olan ülke örnekleminde yönetimsel aşırı güvenin firma değerine etkisi başlıkları altında sunulmaya çalışılmıştır.

4.2.1. Gelişmekte Olan Ülke Örnekleminde Yönetimsel Aşırı Güvenin Sermaye Yapısı Kararlarına Etkisine Yönelik Bulgular

Gelişmekte olan ülke örnekleminde yönetimsel aşırı güvenin sermaye yapısı kararlarına etkisini analiz etmeye yönelik kurulan modeller kapsamında öncelikle tanımlayıcı istatistik, korelasyon analizi, yatay kesit bağımlılığı, homojenite ve birim kök testleri ile panel veri modellerinin belirlenmesine yönelik analiz bulguları yer almaktadır. Devam eden süreçte regresyon analizine ilişkin bulguları,

modellerin temel varsayımlarına yönelik testlerin bulguları ve dirençli model tahmin bulguları alt başlıklar halinde sunulmaktadır.

4.2.1.1. Tanımlayıcı İstatistik Bulguları

Gelişmekte olan ülke örneklemindeki konaklama işletmelerine ait tanımlayıcı istatistikler, Tablo 4.27'de yer almaktadır. Bu örnekleme yönelik tanımlayıcı istatistikler tablosunda, analizde kullanılan değişkenlerin gözlem sayıları, ortalamaları, standart sapmaları, en düşük ve en yüksek değerleri detaylandırılmıştır.

Tablo 4.27. Gelişmekte Olan Ülke Örneklemine Yönelik Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Ortalama	Standart Sapma	Minimum	Maksimum	Gözlem*
TKLDRÇ	0,4697	0,2955	0,0106	1,5098	2.604
KVKLDRÇ	0,3406	0,3692	0,0107	1,4997	2.601
UVKLDRÇ	0,3148	0,3347	0,0028	1,4629	2.537
AG	0,4980	0,5001	0,0000	1,0000	2.305
logPDDD	1,0602	0,6169	0,1022	4,2990	2.511
FB	8,0337	0,8244	5,2583	10,5253	2.562
FK	0,8020	4,3433	-21,6373	38,8886	2.353

* Gözlem sayılarındaki farklılıklar, dengesiz panel veriden kaynaklanmaktadır. Tüm işletmelerin her yıl için verisi bulunmadığından, eksik veriler yıllar bazında gözlem sayılarının değişmesine neden olmuştur.

Tablo 4.27'de gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren konaklama işletmelerinin toplam kaldıraç oranı (TKLDRÇ) ortalamasının 0,4697 olduğu görülmektedir. Bu oran, işletmelerin varlıklarının yaklaşık %47'sini borçla finanse ettiğini göstermektedir. Konaklama sektörü, yüksek sabit maliyetleri ve mevsimselliğe bağlı nakit akışı dalgalanmaları nedeniyle borçlanmaya sıkça başvurursa da, gelişmekte olan ülkelerde yüksek faiz oranları, döviz kuru oynaklığı ve makroekonomik belirsizlikler borçlanmanın maliyetini artırarak finansal kırılganlık yaratabilir. Standart sapma (0,2955) ve geniş değer aralığı (0,0106–1,5098), işletmeler arasında farklı borçlanma stratejileri olduğunu göstermektedir. Maksimum değer (1,5098), bazı işletmelerin negatif özkaynak riski taşıdığını göstermekte ve özellikle COVID-19 gibi talep şoklarında finansal sürdürülebilirliği tehdit edebilmektedir. Konaklama sektörünün sabit varlık yoğunluğu, borçlanmada teminat sağlarken, mevsimsel talep dalgalanmaları likidite riskini artırabilmektedir.

Kısa Vadeli Kaldıraç Oranı (KVKLDRÇ) değişkeninin ortalaması 0,3406 olarak hesaplanmıştır. Bu oran, konaklama sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin varlıklarının %34'ünün kısa vadeli borçlarla finanse edildiğini göstermektedir. Konaklama sektöründe nakit akışlarının mevsimselliğe bağlı olarak değişmesi ve gelişmekte olan ülkelerde uzun vadeli borçlanma imkânlarının sınırlı olması, işletmelerin kısa vadeli borçlanmaya daha fazla yönelmesine neden olabilmektedir. Standart sapma (0,3692) ve geniş aralık (0,0107–1,4997), işletmeler arasında kısa vadeli borç kullanımında belirgin farklılıklar olduğunu göstermektedir. En düşük değer 0,0107 olması, bazı işletmelerin neredeyse hiç kısa vadeli borç kullanmadığını, en yüksek değer 1,4998 olması ise bazı

işletmelerin varlıklarının tamamından fazlasını kısa vadeli borçlarla finanse ettiğini ortaya koymaktadır. Bu durum, yüksek borçluluğa sahip işletmelerin kısa vadeli finansal baskılar altında olabileceğini ve özellikle gelişmekte olan ülkelerde yüksek faiz oranları ve borç çevirme riskleri nedeniyle finansal sürdürülebilirlik açısından zorluklar yaşayabileceklerini göstermektedir.

Uzun Vadeli Kaldıraç Oranı (UVKLDRC) ortalama 0,3148 olarak hesaplanmıştır. Bu oran, konaklama sektöründeki işletmelerin varlıklarının %31,5'ini uzun vadeli borçlarla finanse ettiğini göstermektedir. Konaklama sektörü, yüksek sermaye yatırımları gerektiren bir sektör olduğundan uzun vadeli borç finansmanı işletmeler için önemli bir kaynak olabilir. Ancak, gelişmekte olan ülkelerde yüksek faiz oranları, döviz kuru dalgalanmaları ve finansal piyasa sınırlamaları nedeniyle uzun vadeli borçlanmanın maliyetli olabileceği unutulmamalıdır. Standart sapma (0,3347) ve aralık (0,0028–1,4629), işletmeler arasında farklı yaklaşımları yansıtmaktadır. En düşük değerin 0,0028 olması, bazı işletmelerin neredeyse hiç uzun vadeli borç kullanmadığını, en yüksek değerin 1,4629 olması ise bazı işletmelerin varlıklarının tamamından fazlasını uzun vadeli borçlarla finanse ettiğini göstermektedir. Bu durum, aşırı borçlanan işletmeler için önemli finansal riskler doğurabilir ve özellikle gelişmekte olan ülkelerde, yüksek enflasyon ve kur riski gibi faktörler nedeniyle uzun vadeli borç yönetiminin kritik bir konu olduğunu göstermektedir.

Yönetici Aşırı Güveni (AG) açısından ortalama değer 0,4980'dir. Bu, gelişmekte olan ülkelerdeki konaklama işletmelerinde yöneticilerin ortalama olarak %49,80 oranında aşırı güven sergilediğini göstermektedir. Yönetici aşırı güveni, bu işletmelerde riskli kararlar almanın yaygın olduğunu ve yöneticilerin gelecekteki başarıya aşırı inandığını gösterebilir. En düşük değerin 0,000 olması, bazı yöneticilerin aşırı güven belirtisi göstermediğini, en yüksek değerin 1,000 olması ise bazı yöneticilerin aşırı özgüvenli olduğunu göstermektedir. Standart sapma (0,5001) değeri ise AG'nin işletmeler arasında dengeli dağıldığını yansıtmaktadır.

Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı Logaritması (logPDDD) ortalaması (1,0602), piyasa değerinin defter değerinden yüksek olduğunu göstermektedir. Standart sapma (0,6169) ve geniş aralık (0,1022–4,2990), işletmeler arasında farklı piyasa algılarını yansıtmaktadır. Bu durum, bazı işletmelerin piyasa tarafından yüksek değerlemelere sahip olduğunu, bazılarının ise daha düşük değerlemelere tabi tutulduğunu gösterir. Logaritmik dönüşüm, uç değerlerin etkisini azaltarak dağılımı normalize etmiştir.

Firma büyüklüğü (FB), işletmelerin toplam varlıklarının logaritması alınarak hesaplanmıştır. Logaritmik dönüşüm, verideki aşırı uç değerlerin etkisini azaltarak daha normal bir dağılım elde etmeyi amaçlamaktadır. (FB) ortalaması (8,0337), işletmelerin varlık büyüklüklerinde çeşitliliği gösterir. Standart sapma (0,8244) ve aralık (5,2583–10,5253), sektörde hem küçük hem büyük ölçekli işletmelerin varlığını ortaya koymaktadır. Konaklama sektöründe firma büyüklüğü, piyasa konumu, finansal dayanıklılık, yatırım kapasitesi ve büyüme stratejileri açısından kritik bir değişken olup, büyük

ölçekli firmalar genellikle daha fazla finansal kaynağa erişebilirken, küçük ölçekli işletmeler esneklik ve niş pazarlara odaklanma avantajına sahip olabilir.

Firma Karlılığı (FK) değişkeninin ortalaması 0,8021 olarak hesaplanmıştır. Bu değer, örneklemdeki konaklama işletmelerinin genel olarak karlı olduğunu göstermektedir. Ancak, standart sapma (4,3433) ve aralık (-21,6373-38,8887), karlılık düzeyleri açısından işletmeler arasında önemli farklılıklar bulunduğunu ortaya koymaktadır. Minimum değer -21,6373 olması, bazı işletmelerin önemli ölçüde zarar ettiğini ve finansal sürdürülebilirlik açısından risk taşıyabileceğini göstermektedir. Maksimum değer 38,8887 olması ise, bazı işletmelerin oldukça yüksek karlılık oranlarına ulaştığını ortaya koymaktadır. Karlılıktaki bu farklılıklar, işletmelerin büyüklüğü, finansal yapıları, coğrafi konumu, müşteri kitlesi, maliyet yönetimi ve fiyatlandırma stratejileri gibi birçok faktörden etkilenebilir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren konaklama işletmeleri için turizm talebindeki dalgalanmalar, makroekonomik belirsizlikler ve döviz kurlarındaki değişimler karlılık üzerinde belirleyici olabilir. Sonuç olarak, konaklama sektöründeki karlılık düzeyi büyük ölçüde firma bazında değişkenlik göstermekte olup, işletmelerin finansal performansları üzerinde içsel ve dışsal faktörlerin önemli bir rol oynadığı söylenebilir.

4.2.1.2. Korelasyon Tabloları

Bu bölümde, gelişmekte olan ülke örneklemini kapsamında araştırmanın amaçlarına uygun olarak tasarlanan Model 1, 2 ve 3'teki bağımsız ve kontrol değişkenlerine ait 2004-2023 dönemi verileri üzerinden yapılan korelasyon analizi bulguları ayrıntılı bir şekilde aşağıdaki Tablo 4.28'de sunulmaktadır.

Tablo 4.28. Bağımsız Değişkenler Arasındaki Korelasyon Tablosu (Model 1, Model 2 ve Model 3)

Değişkenler	AG	logPDDD	FB	FK
AG	1			
logPDDD	0,2144	1		
FB	-0,4666	-0,3448	1	
FK	0,0088	0,1569	-0,0885	1

Tablo 4.28 incelendiğinde, yönetici aşırı güven ile piyasa değeri/defter defteri oranı arasında pozitif yönlü ve zayıf bir ilişki olduğu görülmektedir. Yönetici aşırı güveni ile firma büyüklüğü arasında negatif yönlü ve orta düzeyde bir ilişki olduğu, öte yandan firma karlılığı ile pozitif yönlü ve önemsenmeyecek düzeyde düşük ilişki olduğu ifade edilebilir. Piyasa değeri/defter defteri ile firma büyüklüğü arasında ise negatif yönlü zayıf bir ilişki olduğu söylenebilir. Firma karlılığı ile piyasa değeri/defter defteri oranı arasındaki ilişki pozitif yönlü iken firma karlılığı ile firma büyüklüğü arasındaki ilişki negatif yönlüdür ve her ikisi de önemsenmeyecek düzeyde düşük seviyededir. Bulgular, Model 1, 2 ve 3'teki değişkenler arasında güçlü bir korelasyon olmadığını ve dolayısıyla çoklu doğrusal bağlantı sorununa rastlanmadığını göstermektedir.

4.2.1.3. Yatay Kesit Bağımlılığı Test Bulguları

Tablo 4.29’da gelişmekte olan ülke örneklemine ilişkin yatay kesit bağımlılığı analizlerinin sonuçları detaylı bir şekilde sunulmaktadır. Bu analizde, yatay kesit bağımlılığının varlığını belirlemek amacıyla, panel veri yapısının hem zaman boyutu hem de kesit boyutu dikkate alınmıştır. Yatay kesit bağımlılığına ilişkin doğru ve güvenilir sonuçlar elde edebilmek adına, Pesaran (2004) tarafından geliştirilen CD_LM2 testi kullanılmıştır.

Tablo 4.29. Gelişmekte Olan Ülke Örneklemine Yönelik Yatay Kesit Bağımlılığı Test Bulguları

Değişkenler	CD LM2 (Pesaran 2004 CDim)	
	Test İstatistiği	Olasılık Değeri
AG	28,192	0,000
FB	30,037	0,000
KVKLDRÇ	29,232	0,000
UVKLDRÇ	26,026	0,000
TKLDRÇ	33,877	0,000
FK	26,404	0,000
logPDDD	25,101	0,000

Analiz sonuçları, kullanılan tüm değişken serilerinde yatay kesit bağımlılığının var olduğunu ortaya koymaktadır. Yatay kesit bağımlılığı, farklı zaman dilimlerinde ve kesitlerde gözlemlenen verilerin birbiriyle ilişkili olduğunu ifade etmektedir. Bu analizde, yapılan testler sonucunda %1 anlamlılık seviyesinde, yatay kesit bağımlılığı olmadığı varsayımını öne süren H_0 hipotezi reddedilmiştir. Bu, H_0 hipotezinin geçerli olmadığı ve veriler arasında yatay kesit bağımlılığı bulunduğu anlamına gelmektedir. Konaklama sektörünün turizm talebine bağımlılığı, TKLDRÇ, KVKLDRÇ ve logPDDD gibi değişkenlerin küresel turizm trendlerinden ortak etkilenmesine neden olabilmektedir. AG’nin yatay kesit bağımlılığının olması, davranışsal finans açısından sektörel veya bölgesel düzeyde ortak karar alma eğilimlerini yansıtabileceğini göstermektedir. Gelişmekte olan ülkelerde kurumsal yapıların zayıf olması ve finansal denetimlerin sınırlı yapılması, yöneticilerin benzer önyargılı kararlar almasına neden olabilir. logPDDD ve FK değişkenlerinde saptanan yatay kesit bağımlılığı, büyüme beklentileri ve karlılık düzeylerinin makroekonomik şoklar karşısında işletmeler arasında eş zamanlı ve benzer tepkilerle şekillendiğine işaret etmektedir. Elde edilen bulgular, daha sonraki aşamalarda yapılacak analizler açısından önemli bir uyarı niteliğindedir ve bu nedenle, ilerleyen analizlerde yatay kesit bağımlılığını dikkate alan testler (2. Nesil panel birim kök testleri) kullanılmıştır.

4.2.1.4. Homojenite Test Bulguları

Yatay kesit bağımlılığının analizinden sonra, homojenite testi gerçekleştirilmiştir. Değişkenlerin ve modellerin eğim katsayılarının homojen mi yoksa heterojen mi olduğunu belirlemek amacıyla Pesaran ve Yamagata’nın (2008) Delta testi uygulanmıştır. Test sonuçları, değişkenler için Tablo 4.30’da, Model 1, 2 ve 3 için Tablo 4.31’de sunulmuştur.

Tablo 4.30. Değişkenlere Yönelik Homojenite Test Bulguları

Değişkenler	Homojenite Test Sonuçları			
	Delta_tilde (Δ)		Delta_tilde_adj (Δ_{adj})	
	Test İstatistiği	Olasılık Değeri	Test İstatistiği	Olasılık Değeri
AG	0,610	(0,271)	0,665	(0,253)
FB	-1,071	(0,858)	-1,680	(0,879)
KVKLDRÇ	-1,089	(0,862)	-1,186	(0,882)
UVKLDRC	-1,981	(0,976)	-2,159	(0,985)
TKLDRÇ	0,075	(0,470)	0,081	(0,468)
FK	-4,568	(1,000)	-4,978	(1,000)
logPDDD	-0,500	(0,692)	-0,545	(0,707)

Tablo 4.30'a göre, tüm değişkenler için Delta_tilde ve Delta_tilde_adj test istatistiklerinin olasılık değerleri %5 anlamlılık düzeyinden ($p > 0,05$) büyüktür. Bu, H_0 hipotezinin (eğim katsayılarının homojen olduğu) reddedilemediğini ve değişkenlerin konaklama işletmeleri arasında homojen olduğunu gösterir. Homojenlik, gelişmekte olan ülkelerin benzer makroekonomik koşullara ve dış şoklara maruz kaldığını yansıtmaktadır.

Tablo 4.31. Modellere Yönelik Homojenite Test Bulguları

Modeller	Delta_tilde (Δ)		Delta_tilde_adj (Δ_{adj})	
	Test İstatistiği	Olasılık Değeri	Test İstatistiği	Olasılık Değeri
Model 1	-0,448	(0,673)	-0,486	(0,686)
Model 2	-0,371	(0,645)	-0,402	(0,656)
Model 3	-0,022	(0,509)	-0,023	(0,509)

Tablo 4.31'de olasılık değerleri dikkate alındığında, gelişmekte olan ülke örneklemine ilişkin oluşturulan modellere uygulanan homojenite testinin sonuçları, üç modelde de H_0 hipotezinin kabul edildiğini göstermektedir. H_0 hipotezi, sabit ve eğim katsayılarının tüm kesit birimlerinde aynı olduğunu, yani eğim katsayılarının homojen olduğunu varsayar. Bu durum, üç modelde de değişkenler arasındaki eğim katsayılarının tüm kesit birimleri için benzer olduğunu, yani kesit birimleri arasında eğim katsayıları açısından istatistiksel olarak anlamlı bir fark bulunmadığını göstermektedir.

4.2.1.5. Birim Kök Test Bulguları

Gelişmekte olan 32 ülke borsasında işlem gören 151 konaklama işletmesinin 2004-2023 dönemi verileri, yönetsel aşırı güvenin (AG) sermaye yapısı kararlarına etkisini inceleyen modeller durağanlık açısından analiz edilmiştir. Yatay kesit bağımlılığının varlığı, serilerin durağanlık seviyelerinin doğru tespitini gerektirdiğinden, Pesaran (2007) tarafından geliştirilen CIPS (Cross-sectionally Augmented Im-Pesaran-Shin) birim kök testi uygulanmıştır. CIPS testi, yatay kesit bağımlılığı içeren dengesiz panel verilerde durağanlığı değerlendirmek için uygundur. Test sonuçları, Tablo 4.32'de sunulmuştur.

Tablo 4.32. Değişkenlere Yönelik Birim Kök Testi Bulguları

Değişkenler	Düzy	
	Sabit	Sabit ve Trend
AG	-4,094	-4,053
FB	-4,263	-4,072
KVKLDRÇ	-3,854	-3,761
UVKLDRÇ	-4,099	-4,049
TKLDRÇ	-4,017	-3,929
FK	-7,903	-7,119
logPDDD	-3,933	-3,837
Kritik Değerler*	%1 -2,36	%1 -2,85
	%5 -2,20	%5 -2,70
	%10 -2,11	%10 -2,55

* CIPS testine ilişkin kritik değerler Pesaran (2007) çalışmasından elde edilmiştir.

Test sonuçları, analizdeki tüm değişkenler için CIPS (Cross-sectionally Augmented IPS) istatistiklerinin, Pesaran'ın (2007) çalışmasında verilen kritik değerlerle karşılaştırıldığında bu değerlerin üzerinde olduğunu göstermektedir. Tüm değişkenler için hesaplanan CIPS istatistiklerinin hem sabit hem de sabit-trendli modellerde kritik değerleri aştığı tespit edilmiştir. Bu sonuçlara dayanarak H_0 hipotezi reddedilmiş ve “ H_1 : Birim kök yoktur” hipotezi kabul edilmiştir. Dolayısıyla, tüm serilerin üç farklı anlamlılık düzeyinde de durağan olduğu ve birim kök barındırmadığı sonucuna varılmıştır. Durağanlık, serilerin zaman içinde öngörülebilir dinamikler sergilediğini ve sahte regresyon riskini ortadan kaldırdığını doğrulamaktadır.

4.2.1.6. Panel Modeli Belirleme Test Bulguları

Analiz sürecinde yatay kesit bağımlılığı, homojenite ve birim kök testlerinin tamamlanmasının ardından, doğru tahmin modeli seçiminde karar verebilmek için çeşitli istatistiksel testlerin uygulanması gerekmektedir. Bu doğrultuda, gelişmekte olan ülke örnekleminde sabit etkiler modeli, rassal etkiler modeli ve havuzlanmış model arasında en uygun modeli belirlemek amacıyla F testi, Breusch-Pagan LM testi ve Hausman testi uygulanmıştır. Bu testlerin sonuçları tablo formatında sunulmuş olup, Tablo 4.33'teki parantez içindeki değerler, testlerin olasılık (p) değerlerini göstermektedir.

Tablo 4.33. Gelişmekte Olan Ülke Örnekleminde Model Belirleme Test Bulguları

Modeller	F Testi Sonuçları	Hausman Testi Sonuçları	Breusch- Pagan LM Testi Sonuçları	Karar
Model 1	23,40 (0,000)	1,96 (0,734)	4210,28 (0,000)	Rassal Etkiler Modeli
Model 2	29,06 (0,000)	13,74 (0,008)	5377,06 (0,000)	Sabit Etkiler Modeli
Model 3	35,18 (0,000)	1,13 (0,889)	6691,80 (0,000)	Rassal Etkiler Modeli

Tabloda gelişmekte olan ülke örnekleminde ait veriler kullanılarak oluşturulan üç modelin test sonuçları analiz edildiğinde, iki model (Model 1 ve Model 3) için elde edilen değerlerin istatistiksel

olarak anlamsız olduğu ve “ H_0 : Bağımsız değişkenler ile hata terimleri arasında ilişki yoktur” hipotezinin kabul edildiği görülmektedir. Bu bağlamda rassal etkiler modelinin daha uygun olduğu sonucuna varılmıştır.

Yönetici aşırı güven eğiliminin sermaye yapısına etkisine yönelik oluşturulan Model 1’in test bulguları incelendiğinde Hausman testi olasılık değeri 0,734’tür; bu sonuç anlamlı bir fark olmadığını ve rassal etkiler modelinin uygun olduğunu göstermektedir. Benzer şekilde, Model 3’te Hausman testi olasılık değeri 0,889 olup, anlamlı bir fark bulunmadığını ve rassal etkiler modelinin tercih edilmesi gerektiğini ortaya koymaktadır.

Ancak Model 2 için F testi sonuçları ile Hausman testi sonuçlarının olasılık değerlerinin 0,05’ten küçük olduğu görülmektedir. Bu durum, Model 2 bağlamında sabit etkiler modeline ilişkin bir bulgu sunmaktadır. F testinin sonucunda, 0,05 eşiğinin altında kalan olasılık değerleri, her bir modelde birimlere ait α_i katsayılarının sıfıra eşit olduğu varsayımına dayanan H_0 hipotezinin reddedilmesine neden olmuştur. Bunun sonucunda alternatif hipotez olan H_1 kabul edilmiştir. Yine Model 2’ye yönelik Hausman testi sonucunda ise olasılık değeri 0,008 olarak bulunmuş ve bu değer anlamlı bir fark olduğunu göstermiştir. Bu sonuç, sabit etkiler modeli ile rassal etkiler modeli arasında fark olduğu ve sabit etkiler modelinin tercih edilmesi gerektiği anlamını yinelemektedir.

4.2.1.7. Regresyon Analiz Bulguları

Gelişmiş ülke örnekleme ait 2004-2023 yıl aralığı verileri kullanılarak yönetici aşırı güven eğiliminin sermaye yapısı kararlarına etkilerini analiz etmek amacıyla oluşturulan üç model doğrultusunda gerçekleştirilen regresyon analiz bulguları Tablo 4.34’te sunulmuştur.

Tablo 4.34. Gelişmekte Olan Ülke Örnekleme Yönelik Model 1, Model 2, Model 3 Sabit Etkiler Regresyon Bulguları

	Model 1	Model 2	Model3
Değişkenler	Regresyon Sonuçları	Regresyon Sonuçları	Regresyon Sonuçları
AG	0,0608 (0,530)	0,0869 (0,000)	-0,0920 (0,000)
PDDD	0,0744 (0,000)	0,0406 (0,003)	0,0311 (0,004)
FB	0,1524 (0,000)	-0,0617 (0,006)	0,1374 (0,000)
FK	-0,0048 (0,662)	-0,0044 (0,006)	0,0083 (0,528)
C	-0,8690 (0,000)	0,7571 (0,000)	-0,7811 (0,000)
R ²	0,101	0,744	0,102
F İstatistiği	0,000	0,000	0,000
Durbin-Watson	0,520	0,890	0,661

Tablo 4.34’te, gelişmekte olan ülke örnekleminde yönetsel aşırı güven eğiliminin sermaye yapısı kararlarına etkilerini değerlendirmek için oluşturulmuş model tahmini yer almaktadır.

Değişkenlerin doğru ve güvenilir şekilde yorumlanabilmesi için öncelikle temel varsayımların geçerliliğin analizi gereklidir. Varsayımların geçerliliği göz önünde bulundurulmadan yapılacak yorumlar yanıltıcı olabilecektir. Bu bağlamda, analiz sırasında öncelikli olarak modellerin temel varsayımları ayrıntılı olarak değerlendirilmiş ve geçerlilikleri test edilmiştir.

4.2.1.8. Modellerin Temel Varsayımlarına Yönelik Test Bulguları

Gelişmekte olan ülke örnekleme ait veri seti üzerinde model varsayımlarını test etmek amacıyla çeşitli testler yapılmıştır. Otokorelasyon ve heteroskedastisitenin varlığına ilişkin testler uygulanmış olup, otokorelasyonun belirlenmesi için Durbin-Watson testi ile Baltagi-Wu LBI testi kullanılmıştır. Hata terimlerinin varyansının sabit olmaması durumunu tespit etmek amacıyla ise Modifiye Edilmiş Wald testi ve Breusch-Pagan testi tercih edilmiştir. Gelişmekte olan ülke örnekleme yönelik Durbin-Watson ve Baltagi-Wu testlerinden elde edilen sonuçlar Tablo 4.35'te ayrıntılı olarak sunulmuştur.

Tablo 4.35. Gelişmekte Olan Ülke Örnekleme Yönelik Modellerin Otokorelasyon Test Bulguları

Modeller	Durbin-Watson Testi	Referans Aralığı	Baltagi-Wu LBI Testi	Referans Aralığı
Model 1	0,520	1,679-1,788	0,844	< 2
Model 2	0,890	1,679-1,788	1,327	
Model 3	0,661	1,679-1,788	1,007	

Tablo 4.35'te, gelişmekte olan ülke örnekleme dâhil edilen modellerin sabit etkiler regresyon analizi sonuçlarına göre otokorelasyon durumlarına dair bulgular yer almaktadır. Durbin ve Watson (1951) tarafından geliştirilen otokorelasyon testi için referans değerler Tablo A-2'de belirtilmiş ve dikkate alınmıştır. Bu referanslara göre, bir bağımsız ve üç kontrol değişkeni içeren modellerde otokorelasyon testi için aralık 1,679-1,788 olarak tanımlanmıştır. Tablo A-2'ye ilişkin ayrıntılar EK 1'de detaylandırılmıştır. Yapılan analizlerde, Model 1, Model 2 ve Model 3 için Durbin-Watson test sonuçları sırasıyla 0,520, 0,890 ve 0,661 olarak hesaplanmıştır. Gelişmekte olan ülke örneklemindeki konaklama işletmelerinde yönetici aşırı güveninin sermaye yapısı üzerindeki etkisini değerlendiren bu modellerde, Durbin-Watson test değerlerinin belirlenen referans aralığının altında kaldığı tespit edilmiştir. Ayrıca, otokorelasyonu inceleyen diğer bir test olan Baltagi ve Wu'nun yerel en iyi değişmez testi de uygulanmış olup, sonuçlar 2 ile karşılaştırılmıştır. Her bir modelde test sonuçlarının 2'nin altında olması, otokorelasyonun varlığını işaret etmektedir.

Otokorelasyonun varlığı belirlendikten sonra, modellerdeki heteroskedastisite durumu Geliştirilmiş Wald testi ve Breusch-Pagan testi ile incelenmiş olup, bu testlerin sonuçları Tablo 4.36'da verilmiştir.

Tablo 4.36. Gelişmekte Olan Ülke Örneklemine Yönelik Modellerin Değişen Varyans Test Bulguları

Modeller	$\chi^2(1)^*$	Olasılık $> \chi^2$	Uygulanan Test
Model 1	4243 (0,000)	0,0000	Breusch- Pagan testi
Model 2	2,503 (0,000)	0,0000	Geliştirilmiş Wald testi
Model 3	6691,80 (0,000)	0,0000	Breusch-Pagan testi

* $\chi^2(1)$ ifadesi, gerçekleştirilen ki-kare testinin 1 serbestlik derecesiyle hesaplanan test istatistiğini temsil etmektedir.

Model 1, model 2 ve model 3 için gerçekleştirilen Breusch-Pagan testi sonuçlarına göre, olasılık değerlerinin 0,05'ten düşük olduğu görülmüş ve bu durum, " H_0 = heteroskedastisite yoktur" hipotezinin reddedilmesine, dolayısıyla alternatif hipotez olan H_1 'in yani heteroskedastisitenin varlığının kabul edilmesine yol açmıştır. Model 2 kapsamında uygulanan Geliştirilmiş Wald Testi sonucunda elde edilen olasılık değerinin 0,05 önem seviyesinin altında olması varyansın birimlere göre değiştiği ve sabit bir varyansın olmadığını göstermektedir. Bu bağlamda model 2 için " H_0 = Varyanslar birimlere göre homoskedastik" hipotezi reddedilmiştir, serilerde değişen varyans varlığını göstermektedir.

Gelişmekte olan ülke örneklemini kullanılarak sabit etkiler ve rassal etkiler regresyon analizi tamamlandıktan sonra, modellerin temel varsayımlarına ilişkin test sonuçları değerlendirilmiştir. Bu değerlendirme sonucunda, yönetici aşırı güven eğiliminin sermaye yapısı kararlarına etkilerini inceleyen tüm modellerde otokorelasyon ve heteroskedastisitenin mevcut olduğu saptanmıştır. Otokorelasyon ve heteroskedastisitenin varlığı, verilerin analiz sürecinde dikkate alınması gereken önemli unsurlar arasında yer almaktadır. Bu doğrultuda, Driscoll-Kraay tahmincisi, otokorelasyon ve değişen varyansın varlığı durumlarda model tahminlerinin geçerliliğini artırarak daha güvenilir sonuçlar elde edilmesine katkı sağlayan bir yöntem olarak öne çıkmaktadır.

4.2.1.9. Driscoll-Kraay Tahmin Bulguları

Panel veri modellerinde otokorelasyon ve heteroskedastisite bulgularının varlığı durumunda, doğru sonuçlar elde edebilmek için uygun tahmin yöntemlerinin kullanılması önemlidir. Bu bağlamda Model 1, Driscoll-Kraay dirençli standart hatalar yöntemiyle sabit etkiler regresyon analiziyle incelenmiştir. Bu analize ait bulgular Tablo 4.37'de yer almaktadır. Tablo 4.37 incelendiğinde F istatistiği olasılık değeri incelendiğinde modelin istatistiksel olarak anlamlı olduğu ve modelin R^2 değerinin 0,167 olduğu görülmektedir.

Tablo 4.37. Gelişmekte Olan Ülke Örneklemine Yönelik Driscoll Kraay Sabit Etkiler Regresyon Analiz Bulguları (Model 1)

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Drisc/Kraay std. hata	t değeri	P> t	[95% Güven Aralığı]	
AG	0,0062	0,0071	0,87	(0,395)	-0,0086	0,0210
logPDDD	0,0746	0,0142	5,25	(0,000*)	0,0448	0,1044
FB	0,1527	0,0118	10,86	(0,000*)	0,1279	0,1776
FK	-0,0046	0,0095	-0,49	(0,630)	-0,0024	-0,0015
C	-0,8645	0,1060	-8,15	(0,000*)	-1,0866	-0,6425
R²	0,167					
F İstatistiği	0,000					

* p<0,05 anlamlılık düzeyinde işaretlenmiştir.

Yönetici aşırı güveni (AG) değişkenine ait bulgular incelendiğinde (katsayı:0,0062, p:0,395), TKLDRÇ üzerinde etkisinin anlamsız olduğu tespit edilmiştir. Bu durum, yöneticilerin aşırı güvenlerinin, gelişmekte olan ülkelerdeki konaklama işletmelerinin borçlanma kararları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin olmadığını göstermektedir.

Buna karşılık, logPD/DD değişkeninin (katsayı:0,0746, p:0,000) TKLDRÇ üzerinde önemli bir pozitif etkiye sahip olduğuna işaret etmektedir. Bu bulgu, piyasa değeri yüksek olan konaklama işletmelerinin daha fazla borçlandığını ve bu işletmelerin borçlanma eğilimlerinin piyasa değerlerine bağlı olarak arttığını göstermektedir. Diğer bir ifadeyle gelişmekte olan ülkelerde, piyasa değeri daha yüksek olan konaklama işletmelerinin finansman ihtiyaçlarını borçlanma yoluyla karşılama olasılıklarının arttığını söylemek mümkündür.

Firma büyüklüğü (FB) değişkeni de toplam kaldıraç oranı üzerinde pozitif bir etkiye sahiptir ve bu etki istatistiksel olarak anlamlıdır (katsayı:0,1527, p:0,000). Gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren konaklama işletmeleri açısından aktif büyüklüğü arttıkça, bu işletmelerin borçlanma eğilimlerinin de arttığı anlaşılmaktadır.

Firma karlılığı (FK) değişkenine ilişkin bulgular incelendiğinde, bu değişkenin toplam kaldıraç oranı üzerindeki etkisi istatistiksel olarak anlamlı değildir (p:0,630). Bu durumda, firma karlılığının gelişmekte olan ülke örnekleme bağlamında toplam kaldıraç oranı üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığı söylenebilir.

Gelişmekte olan ülke örneklemindeki konaklama işletmelerinde yönetici aşırı güveninin kısa vadeli yabancı kaynak kullanımı üzerindeki eğilimini belirlemek amacıyla oluşturulan model 2, Driscoll-Kraay dirençli standart hatalar yöntemiyle sabit etkiler regresyon analiziyle incelenmiştir. Bu analize ait bulgular Tablo 4.38’de sunulmuştur.

Tablo 4.38. Gelişmekte Olan Ülke Örneklemine Yönelik Driscoll Kraay Sabit Etkiler Regresyon Analiz Bulguları (Model 2)

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Drisc/Kraay std. hata	t değeri	P> t	[95% Güven Aralığı]	
AG	0,0869	0,0144	6,09	(0,000*)	0,0658	0,1172
LogPDDD	0,0406	0,0145	2,80	(0,011*)	0,0102	0,0710
FB	-0,0617	0,0257	-2,39	(0,027*)	-0,1157	-0,0077
FK	-0,0044	0,0015	-2,85	(0,010*)	-0,0077	-0,0011
C	0,7571	0,2106	3,59	(0,002*)	0,3162	1,1980
R²	0,408					
F İstatistiği	0,000					

* p<0,05 anlamlılık düzeyinde işaretlenmiştir.

Tablo 4.38’de yer alan F istatistiği olasılık değeri incelendiğinde modelin istatistiksel olarak anlamlı olduğu ve modelin R² değerinin 0,408 olduğu görülmektedir. Tablo 4.38’e ilişkin Driscoll-Kraay dirençli standart hatalar sabit etkiler regresyon analizi sonucunda, gelişmekte olan ülke örneklemindeki konaklama işletmelerinde AG’nin (katsayı:0,0869, p:0,000) kısa vadeli kaldıraç oranı üzerindeki etkisinin pozitif olduğu gözlenmiştir. Bu, yöneticilerin aşırı güvenli olmalarının, konaklama işletmelerinin kısa vadeli yabancı kaynak kullanımını artırdığını göstermektedir. Aşırı güvenli yöneticiler, genellikle riskli kararlar alma eğiliminde olduklarından dış borçlanmaya başvurmaları olasıdır.

logPDDD (katsayı:0,0406, p:0,011) değişkeninin kısa vadeli borçlanmayı pozitif etkilediği saptanmıştır. Bu sonuç gelişmekte olan ülke örnekleminde piyasa değeri yüksek olan konaklama işletmelerinin daha fazla borçlandığını ve borçlanma eğilimlerinin arttığını göstermektedir. Yani piyasa değeri/defter değeri oranı yüksek olan işletmelerin daha fazla kısa vadeli borçlanma eğiliminde olduğu söylenebilir.

FB değişkeninin ise (katsayı:-0,0617, p:0,027) kısa vadeli kaldıraç oranını negatif etkilediği belirlenmiştir. Bu sonuç, büyük ölçekli işletmelerin daha az kısa vadeli borçlandığını göstermektedir. Konaklama işletmelerinde aktiflerin büyük bir kısmı duran varlıklardan oluştuğu için özellikle aktif büyüklüğü fazla olan konaklama işletmelerinde kısa vadeli yabancı kaynak kullanımı yerine uzun vadeli finansman kaynaklarının kullanımı beklenir.

FK değişkeninde (katsayı:-0,0044, p:0,010) kısa vadeli kaldıraç oranı üzerinde negatif etkiye sahip olduğu saptanmıştır. Diğer bir ifadeyle gelişmekte olan ülke örneklemindeki konaklama işletmelerinde karlılığın arttıkça kısa vadeli yabancı kaynak kullanımının düştüğünü söylemek mümkündür.

Gelişmekte olan ülke örneklemindeki konaklama işletmelerinde yönetici aşırı güveninin uzun vadeli yabancı kaynak kullanımına etkisi bağlamında oluşturulan Model 3’e ilişkin Driscoll Kraay dirençli standart hatalar rassal etkiler regresyon analizinden elde edilen bulgular Tablo 4.39’da

sunulmuştur. Tablo 4.39 incelendiğinde F istatistiği olasılık değeri incelendiğinde modelin istatistiksel olarak anlamlı olduğu ve modelin R2 değerinin 0,140 olduğu görülmektedir.

Tablo 4.39. Gelişmekte Olan Ülke Örneklemine Yönelik Driscoll Kraay Rassal Etkiler Regresyon Analiz Bulguları (Model 3)

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Drisc/Kraay std. hata	t değeri	P> t	[95% Güven Aralığı]	
AG	-0,0919	0,0114	-7,99	(0,000*)	-0,1160	-0,0679
logPDDD	0,0312	0,0170	1,84	(0,082)	-0,0043	0,0668
FB	0,1373	0,0128	10,47	(0,000*)	0,1104	0,1641
FK	0,0814	0,0162	0,50	(0,622)	-0,0025	0,0042
C	-0,7803	0,1127	-6,90	(0,000*)	-1,0162	-0,5442
R²	0,140					
F İstatistiği	0,000					

* p<0,05 anlamlılık düzeyinde işaretlenmiştir.

Tablo 4.39’da AG’nin (katsayı:-0,0919, p=0,000) uzun vadeli yabancı kaynak kullanımı (UVKLDRC) üzerinde negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğu görülmektedir. Bu durum, yönetici aşırı güveni yüksek olan yöneticilerin uzun vadeli borçlanmayı tercih etme konusunda daha temkinli davrandıklarını göstermektedir.

logPDDD değişkenine ilişkin bulgular incelendiğinde, bu değişkenin uzun vadeli kaldıraç oranı üzerindeki etkisinin istatistiksel olarak anlamsız olduğu gözlemlenmektedir (p:0,082). Bu durum, piyasa değerinin defter değerine oranının, gelişmekte olan ülkelerdeki konaklama işletmelerinde uzun vadeli borçlanma kararlarına belirgin bir etkisinin olmadığını göstermektedir.

FB değişkeninin (katsayı:0,1373, p=0,000) ise UVKLDRC üzerinde pozitif anlamlı bir etkiye sahip olduğu belirlenmiştir. Konaklama işletmelerinde aktiflerin büyük oranda duran varlıklardan oluşması, özellikle büyük ölçekli işletmelerin kısa vadeli borçlanma yerine uzun vadeli finansman kaynaklarını tercih etmelerini beklenen bir durum haline getirmektedir.

FK ise gelişmekte olan ülkelerdeki konaklama işletmelerinde UVKLDRC üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip bulunmadığı saptanmıştır(p:0,622). Bu, gelişmekte olan ülke örneklemindeki konaklama işletmelerinin karlılık düzeylerinin uzun vadeli borçlanma kararlarını etkilemediğini göstermektedir.

4.2.2. Gelişmekte Olan Ülke Örnekleminde Yönetimsel Aşırı Güvenin Firma Değerine Etkisine Yönelik Bulgular

Gelişmekte olan ülke örnekleminde yönetimsel aşırı güvenin firma değerine etkisine yönelik kurulan model bağlamında öncelikle tanımlayıcı istatistik, korelasyon analizi, yatay kesit bağımlılığı, homojenite ve birim kök testleri ile panel veri modelinin belirlenmesine yönelik analiz bulgularına yer verilmiştir. Ardından regresyon analizine ilişkin bulguları modelin temel varsayımlarına yönelik testlerin bulguları ve dirençli model tahmin bulguları alt başlıklar halinde sunulmuştur.

4.2.2.1. Tanımlayıcı İstatistik Bulguları

Gelişmekte olan ülke örnekleme kapsamındaki konaklama işletmelerine ait tanımlayıcı istatistikler, Tablo 4.40'ta sunulmuştur.

Tablo 4.40. Gelişmekte Olan Ülke Örneklemine Yönelik Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Ortalama	Standart Sapma	Minimum	Maksimum	Gözlem*
logTQ	0,7938	0,9379	0,0102	4,9860	2.544
AG	0,4980	0,5001	0,0000	1,0000	2.305
FB	8,0337	0,8244	5,2583	10,5253	2.562
TKLDRÇ	0,4697	0,2955	0,0106	1,5098	2.604
FK	0,8020	4,3433	-21,6373	38,8886	2.353
NA	0,2371	2,6553	-22,5358	41,0891	2.125

*Gözlem sayılarındaki farklılıklar, dengesiz panel veriden kaynaklanmaktadır; eksik veriler, yıllara göre değişkenlik yaratmıştır.

Tablo 4.40'ta gelişmekte olan ülke örneklemindeki konaklama işletmelerinin toplam kaldıraç oranıyla (TKLDRÇ), yönetsel aşırı güveni (AG), firma büyüklüğü (FB) ve firma karlılığı (FK) değişkenleriyle ilgili yorumlamalar yukarıda da yapıldığı için burada tekrar edilmemiştir.

Tanımlayıcı istatistik tablosu incelendiğinde konaklama işletmelerinin Tobin's Q oranının logaritmasının (logTQ) ortalaması (0,7938) ve yüksek standart sapması (0,9379), konaklama işletmelerinin firma değerinin volatil olduğunu göstermektedir. Bu volatilité, konaklama sektörünün turizm talebine duyarlılığı ve gelişmekte olan ülkelerdeki makroekonomik belirsizliklerle (örneğin, kur oynaklığı, COVID-19) uyumludur. Logaritmik dönüşüm, Tobin's Q'nun çarpıklığını azaltmayı amaçlasa da standart sapma dışındaki istatistiklerin yorumu, dönüşümün dağılım üzerindeki etkisi nedeniyle dikkatle yapılmalıdır.

Gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren konaklama işletmelerine ait nakit akışı (NA) değişkeninin düşük ortalaması (0,2371) ve yüksek standart sapması (2,6553), pozitif nakit akışı eğilimine rağmen işletmeler arasında ayrışmayı göstermektedir. Aşırı negatif (-22,5358) ve pozitif (41,0891) değerler, ekonomik krizler, döviz kuru dalgalanmaları, turizm talebi volatilitesi ve büyük etkinliklerin (örneğin, uluslararası organizasyonlar) etkisini yansıtmaktadır.

4.2.2.2. Korelasyon Tabloları

Gelişmekte olan 32 ülke borsasında işlem gören 151 konaklama işletmesinin 2004-2023 dönemi verileri, yönetsel aşırı güvenin (AG) firma değerine etkisini inceleyen Model 4'ün bağımsız ve kontrol değişkenleri arasındaki ilişkileri değerlendirmek için analiz edilmiştir. Korelasyon analizi sonuçları, Tablo 4.41'de sunulmuştur.

Tablo 4.41. Bağımsız ve Kontrol Değişkenleri Arasındaki Korelasyon Tablosu (Model 4)

Değişkenler	AG	FB	TKLDRÇ	FK	NA
AG	1				
FB	-0.4621	1			
TKLDRÇ	-0.2097	0.3003	1		
FK	0.0287	-0.1377	-0.0366	1	
NA	0.0854	-0.1256	-0.0638	0.0021	1

Tablo 4.41 incelendiğinde, yönetici aşırı güveninin firma büyüklüğü ile negatif yönlü ve orta düzeyde bir ilişki içinde olduğu, toplam kaldıraç oranıyla ise yine negatif yönlü ancak zayıf düzeyde bir ilişki gösterdiği gözlenmiştir. Ayrıca, yönetsel aşırı güven ve firma karlılığı ile nakit akış oranı arasında düşük bir pozitif ilişki içinde olduğu belirlenmiştir. Firma büyüklüğü ile kaldıraç oranı arasında pozitif yönlü ve zayıf düzeyde bir ilişki varken, firma büyüklüğü ile karlılık arasındaki ilişki negatif yönlü ve önemsenmeyecek düzeyde düşük seviyededir. Benzer şekilde, kaldıraç oranı ile firma karlılığı arasındaki ilişki oldukça düşük ve negatiftir. Nakit akış oranı ise karlılık ile pozitif yönde, kaldıraç oranıyla negatif yönde ve oldukça düşük korelasyona sahiptir. Öte yandan, nakit akış oranı ile firma büyüklüğü arasındaki korelasyon, kaldıraç oranıyla olan korelasyona kıyasla daha güçlü, ancak yine de zayıf bir negatif ilişki göstermektedir. Bu bulgulara dayanarak, Model 4'teki değişkenler arasında yüksek bir korelasyonun olmadığı ve bu nedenle çoklu doğrusal bağlantı sorununun bulunmadığı ifade edilebilir.

4.2.2.3. Yatay Kesit Bağımlılığı Test Bulguları

Tablo 4.42'de gelişmekte olan ülke örneklemine ait yatay kesit bağımlılığı analizlerinin sonuçları ayrıntılı bir şekilde sunulmuştur. Bu analizde, panel veri yapısının hem zaman hem de kesit boyutları dikkate alınarak, yatay kesit bağımlılığının varlığı incelenmiştir. Doğru ve güvenilir bulgular elde edilebilmesi amacıyla, Pesaran (2004) tarafından önerilen CD_LM2 testi tercih edilmiştir.

Tablo 4.42. Gelişmekte Olan Ülke Örneklemine Yönelik Yatay Kesit Bağımlılığı Test Bulguları

Değişkenler	CD LM2 (Pesaran 2004 CDlm)	
	Test İstatistiği	Olasılık Değeri
logTQ	23,896	0,000
AG	28,192	0,000
FB	30,037	0,000
TKLDRÇ	33,877	0,000
FK	26,404	0,000
NA	24,203	0,000

Analiz sonuçları, kullanılan tüm değişken serilerinde yatay kesit bağımlılığının var olduğunu ortaya koymuştur. Bu analizde, yapılan testler sonucunda %1 anlamlılık seviyesinde, yani oldukça yüksek bir güvenle, yatay kesit bağımlılığı olmadığı varsayımını öne süren H_0 hipotezi reddedilmiş ve veriler arasında yatay kesit bağımlılığı bulunduğu saptanmıştır. TKLDRÇ'nin test istatistiği, borçlanma kararlarının ortak makroekonomik koşullardan (faiz oranları, kur oynaklığı gibi) güçlü şekilde

etkilendiğini göstermektedir. $\log TQ$ 'nın bağımlılığı, firma değerinin küresel turizm talebi ve bölgesel ekonomik şoklarla bağlantısını yansıtmaktadır. AG 'nin bağımlılığı, yönetsel aşırı güvenin sektörel veya bölgesel davranışsal eğilimlerle ortaklaştığını göstermektedir. FB 'nin bağımlılığı, büyük firmaların finansman stratejilerinin sektörel dinamiklerden etkilendiğini, FK ve NA 'nın bağımlılıkları ise karlılık ve nakit akışının turizm talebi dalgalanmaları ve dış şoklarla bağlantısını göstermektedir.

4.2.2.4. Homojenite Test Bulguları

Yatay kesit bağımlılığının analizinden sonra, homojenite testi gerçekleştirilmiştir. Değişkenlerin eğim katsayılarının homojen mi heterojen mi olduğunu incelemek için Pesaran ve Yamagata'nın (2008) Delta Homojenlik testi kullanılmıştır.

Tablo 4.43. Değişkenlere Yönelik Homojenite Test Bulguları

Homojenite Test Sonuçları				
Değişkenler	Delta_tilde (Δ)		Delta_tilde_adj (Δ_{adj})	
	Test İstatistiği	Olasılık Değeri	Test İstatistiği	Olasılık Değeri
logTQ	-1,292	(0,902)	-1,408	(0,920)
AG	0,610	(0,271)	0,665	(0,253)
FB	-1,071	(0,858)	-1,680	(0,879)
TKLDRÇ	0,075	(0,470)	0,081	(0,468)
FK	-4,568	(1,000)	-4,978	(1,000)
NA	-4,385	(0,980)	-4,778	(0,993)

Tablo 4.43 incelendiğinde, modeli oluşturan değişkenlerin delta ve delta adj testlerine ait olasılık değerlerinin 0,05'ten büyük olduğu görülmektedir. Bu durum, tüm değişkenler için kesit birimleri arasında eğim katsayıları açısından anlamlı bir fark olmadığını ve değişkenlerin homojen olduğunu göstermektedir. Analizde kullanılan modellerin eğim katsayılarının homojen ya da heterojen olup olmadığını belirlemek amacıyla Pesaran ve Yamagata'nın (2008) geliştirdiği Delta testi uygulanmıştır. Tablo 4.44'te gelişmekte olan ülke örnekleminde kullanılan modele ait homojenite test bulguları yer almaktadır.

Tablo 4.44. Model 4'e Yönelik Homojenite Test Bulguları

Model	Delta_tilde (Δ)		Delta_tilde_adj (Δ_{adj})	
	Test İstatistiği	Olasılık Değeri	Test İstatistiği	Olasılık Değeri
Model 4	-0,448	(0,673)	-0,486	(0,686)

Tablo 4.44'te olasılık değerleri dikkate alındığında, gelişmekte olan ülke örnekleminde firma değeri bağlamında oluşturulan modele uygulanan homojenite testinin sonuçları, modelde H_0 hipotezinin kabul edildiğini göstermektedir. H_0 hipotezi, sabit ve eğim katsayılarının tüm kesit birimlerinde aynı olduğunu, yani eğim katsayılarının homojen olduğunu varsayar. Bu durum, modelde değişkenler arasındaki eğim katsayılarının tüm kesit birimleri için benzer olduğunu, yani kesit birimleri arasında eğim katsayıları açısından istatistiksel olarak anlamlı bir fark bulunmadığını göstermektedir.

4.2.2.5. Birim Kök Test Bulguları

Analizde gelişmekte olan ülke örneklemini üzerinde oluşturulan Model 4'ün değişkenleri arasında yatay kesit bağımlılığı tespit edilmiştir. Yatay kesit bağımlılığı, farklı kesit birimleri arasında etkileşimlerin mevcut olduğunu ve bu etkileşimlerin modelleme sürecine dahil edilmesi gerektiğini göstermektedir. Bu durum, serilerin durağanlık düzeylerinin doğru bir şekilde belirlenmesini zorunlu kılmaktadır. Bu doğrultuda, serilerin durağanlık durumlarını analiz etmek amacıyla, Cross-sectionally Augmented Im-Pesaran-Shin (CIPS) birim kök testi tercih edilmiştir. CIPS testi, özellikle yatay kesit bağımlılığı bulunan veri setlerinde serilerin durağanlığını incelemek için yaygın olarak kullanılan etkili bir yöntemdir. Gelişmekte olan ülke örneklemine ilişkin serilerin durağanlık testine ait sonuçlar ise Tablo 4.45'te detaylı bir şekilde sunulmuştur.

Tablo 4.45. Değişkenlere Yönelik Birim Kök Testi Bulguları

Değişkenler	Düzy			
	Sabit		Sabit ve Trend	
logTQ		-4,122		-4,139
AG		-4,094		-4,053
FB		-4,263		-4,072
TKLDRÇ		-4,017		-3,929
FK		-7,903		-7,119
NA		-4,448		-4,321
Kritik Değerler*	%1	-2,36	%1	-2,85
	%5	-2,20	%5	-2,70
	%10	-2,11	%10	-2,55

* CIPS testine ilişkin kritik değerler Pesaran (2007) çalışmasından elde edilmiştir.

Test sonuçları, modeldeki tüm değişkenler için CIPS (Cross-sectionally Augmented IPS) istatistiklerinin, Pesaran'ın (2007) çalışmasında verilen kritik değerlerle karşılaştırıldığında bu değerlerin üzerinde olduğunu göstermektedir. Tüm değişkenler için hesaplanan CIPS istatistiklerinin hem sabit hem de sabit-trendli modellerde kritik değerleri aştığı tespit edilmiştir. Bu sonuçlara dayanarak H_0 hipotezi reddedilmiş ve " H_1 : Birim kök yoktur" hipotezi kabul edilmiştir. Dolayısıyla, tüm serilerin üç farklı anlamlılık düzeyinde de durağan olduğu ve birim kök barındırmadığı sonucuna varılmıştır.

4.2.2.6. Panel Modeli Belirleme Test Bulguları

Gelişmekte olan 32 ülke borsasında işlem gören 151 konaklama işletmesinin 2004-2023 dönemi verileri, yönetsel aşırı güvenin (AG) firma değerine (logTQ) etkisini inceleyen Model 4 için uygun panel modelini belirlemek amacıyla analiz edilmiştir. Yatay kesit bağımlılığı, homojenlik ve birim kök testlerinin tamamlanmasının ardından, havuzlanmış, sabit etkiler ve rassal etkiler modelleri arasında seçim yapmak için F testi, Breusch-Pagan LM testi ve Hausman testi uygulanmıştır. Test sonuçları, Tablo 4.46'da sunulmuştur; parantez içindeki değerler olasılık (p) değerlerini ifade etmektedir.

Tablo 4.46. Gelişmekte Olan Ülke Örnekleminde Model Belirleme Test Bulguları

Model	F Testi Sonuçları	Hausman Testi Sonuçları	Breusch- Pagan LM Testi Sonuçları	Karar
Model 4	32,73 (0,000)	1,30 (0,935)	4107,70 (0,000)	Rassal Etkiler Modeli

Tablo incelendiğinde, Model 4 için elde edilen değerlerin istatistiksel olarak anlamsız olduğu ve “H₀: Bağımsız değişkenler ile hata terimleri arasında ilişki yoktur” hipotezinin kabul edildiği görülmektedir. Bu bağlamda rassal etkiler modelinin daha uygun olduğu sonucuna varılmıştır. Yönetici aşırı güven eğiliminin firma değerine etkisine yönelik oluşturulan model 4’ün test sonuçları incelendiğinde Hausman testi olasılık değeri 0,935’tür, bu da anlamlı bir fark olmadığını ve rassal etkiler modelinin tercih edilmesi gerektiğini işaret etmektedir.

4.2.2.7. Gelişmekte Olan Ülke Örneklemine Yönelik Regresyon Analiz Bulguları

Gelişmiş ülke örneklemine ait 2004-2023 yıl aralığı verileri kullanılarak yönetici aşırı güven eğiliminin firma değerine etkisini analiz etmek amacıyla oluşturulan model doğrultusunda gerçekleştirilen regresyon analiz bulguları Tablo 4.47’de sunulmaktadır.

Yönetici aşırı güven eğiliminin firma değeri üzerindeki etkisini incelemek için gelişmekte olan ülke örnekleminin 2004-2023 dönemi verilerine dayanan regresyon analizi bulguları Tablo 4.47’de yer almaktadır.

Tablo 4.47. Gelişmekte Olan Ülke Örneklemine Yönelik Model 4’e İlişkin Sabit Etkiler Regresyon Bulguları

Değişkenler	Regresyon Bulguları
AG	-0,1081 (0,001)
FB	-0,3146 (0,000)
TKLDRÇ	-0,0120 (0,776)
FK	0,0046 (0,272)
NA	0,0407 (0,000)
C	3,4712 (0,000)
R²	0,588
F İstatistiği	0,000
Durbin-Watson	0,943

Modelin güvenilir sonuçlar vermesi ve değişkenlerin doğru şekilde yorumlanabilmesi için öncelikle temel varsayımların geçerliliklerinin testi gereklidir. Bu bağlamda, analiz sırasında öncelikli olarak modelin temel varsayımları ayrıntılı olarak değerlendirilmiş ve geçerlilikleri test edilmiştir. Bu kapsamda, otokorelasyon ve değişen varyansın olup olmadığı kontrol edilmiştir.

4.2.2.8. Gelişmekte Olan Ülke Örneklemine Yönelik Modellerin Temel Varsayımları Test Bulguları

Gelişmekte olan ülke örneklemindeki konaklama işletmelerinde yönetici aşırı güveninin firma değeri üzerine etkisini belirlemek amacıyla oluşturulan veri seti üzerinde model varsayımlarını değerlendirmek amacıyla çeşitli testler uygulanmıştır. Otokorelasyon ve heteroskedastisite varlığını belirlemek için gerçekleştirilen analizlerde, otokorelasyonu tespit etmek amacıyla Durbin-Watson testi ve Baltagi-Wu LBI testi kullanılmıştır. Hata terimlerinin varyansının sabit olup olmadığını değerlendirmek için ise Geliştirilmiş Wald Testi ile Breusch-Pagan Testi tercih edilmiştir. Gelişmekte olan ülke örneklemine ilişkin Durbin-Watson ve Baltagi-Wu Testlerinden elde edilen bulgular, Tablo 4.48’de sunulmuştur.

Tablo 4.48. Gelişmekte Olan Ülke Örneklemine Yönelik Modellerin Otokorelasyon Test Bulguları

Model	Durbin-Watson Testi	Referans Aralığı	Baltagi-Wu LBI Testi	Referans Aralığı
Model 4	0,943	1,665-1,802	1,429	< 2

Tablo 4.48’de gelişmekte olan ülke örneklemine dâhil edilen modellerin sabit etkiler regresyon analizi sonuçlarına göre otokorelasyon durumlarına dair bulgular yer almaktadır. Durbin ve Watson (1951) tarafından geliştirilen otokorelasyon testi için referans değerler Tablo A-2’de belirtilmiş ve dikkate alınmıştır. Bu referanslara göre 5 bağımsız değişken içeren modeller için ise bu aralık 1,665-1,802 olarak tanımlanmıştır. Tablo A-2’ye ilişkin ayrıntılar EK 1’de detaylandırılmıştır. Yönetici aşırı güveninin firma değerine etkisini inceleyen modelde de Durbin-Watson otokorelasyon değeri 0,943 olarak bulunmuş ve bu değer referans sınırının altında kaldığı gözlemlenmiştir. Ayrıca, otokorelasyonu inceleyen diğer bir test olan Baltagi-Wu LBI Testi de uygulanmış olup, sonuçlar 2 ile karşılaştırılmıştır. Modelde test sonuçlarının 2’nin altında olması, otokorelasyonun varlığını işaret etmektedir.

Otokorelasyonun varlığı belirlendikten sonra, modeldeki heteroskedastisite (değişen varyans) durumu Geliştirilmiş Wald Testi ve Breusch-Pagan Testi ile incelenmiş olup, bu testlerin sonuçları Tablo 4.49’da verilmiştir.

Tablo 4.49. Gelişmekte Olan Ülke Örneklemine Yönelik Modellerin Değişen Varyans Test Bulguları

	Chi ² (1)*	Olasılık > chi ²	Uygulanan Test
Model 4	4107,70 (0,000)	0,0000	Breusch-Pagan testi

* chi²(1) ifadesi, gerçekleştirilen ki-kare testinin 1 serbestlik derecesiyle hesaplanan test istatistiğini temsil etmektedir.

Model 4 için gerçekleştirilen Breusch-Pagan testi sonuçlarına göre, olasılık değerlerinin 0,05’ten düşük olduğu görülmüş ve bu durum, “H₀ = heteroskedastisite yoktur” hipotezinin

reddedilmesine, dolayısıyla alternatif hipotez olan H_1 'in yani heteroskedastisitenin varlığının kabul edilmesine yol açmıştır.

Gelişmekte olan ülke örneklemini kullanılarak rassal etkiler regresyon analizi tamamlandıktan sonra, modelin temel varsayımlarına ilişkin test sonuçları değerlendirilmiştir. Bu değerlendirme sonucunda, yönetici aşırı güven eğiliminin firma değeri üzerindeki etkilerini inceleyen modelde otokorelasyon ve heteroskedastisitenin mevcut olduğu saptanmıştır. Otokorelasyon ve heteroskedastisitenin varlığı, verilerin analiz sürecinde dikkate alınması gereken önemli unsurlar arasında yer almaktadır. Bu doğrultuda, Driscoll-Kraay tahmincisi, otokorelasyon ve değişen varyansın varlığı durumlarda model tahminlerinin geçerliliğini artırarak daha güvenilir sonuçlar elde edilmesine katkı sağlayan bir yöntem olarak öne çıkmaktadır.

4.2.2.9. Driscoll Kraay Tahmin Bulguları

Panel veri modelinde otokorelasyon ve heteroskedastisite bulgularının varlığı tespit edildiği için Model 4, Driscoll-Kraay dirençli standart hatalar yöntemiyle rassal etkiler regresyon analiziyle incelenmiştir. Bu analize ait bulgular Tablo 4.50'de yer sunulmuştur. Tablo 4.50 incelendiğinde modelin F istatistiği olasılık değeri itibarıyla istatistiksel olarak anlamlı olduğu ve modelin R^2 değerinin 0,100 olduğu görülmektedir.

Tablo 4.50. Gelişmekte Olan Ülke Örneklemine Yönelik Driscoll Kraay Rassal Etkiler Analiz Bulguları (Model 4)

Bağımlı Değişkenler	Katsayı	Drisc/Kraay std. err.	t değeri	P> t	[95% Güven Aralığı]	
AG	-0,1085	0,0255	-4,25	(0,000*)	-0,1620	-0,0550
FB	-0,3156	0,0739	-4,27	(0,000*)	-0,4704	-0,1608
TKLDRÇ	-0,0195	0,0486	-0,41	(0,693)	-0,1212	0,0822
FK	0,0045	0,0036	1,25	(0,227)	-0,0030	0,0122
NA	0,0407	0,0108	3,76	(0,001*)	0,0180	0,0633
C	3,4712	0,6837	5,08	(0,000*)	2,0408	4,9024
R^2	0,100					
F İstatistiği	(0,0000)					

Değişkenlere ilişkin olasılık değerleri parantez içinde sunulmuş olup, %5 ($p < 0,05$) düzeyinde anlamlı olanlar * ile belirtilmiştir.

Gerçekleştirilen analiz neticesinde gelişmekte olan ülkelerdeki konaklama işletmelerinde yönetici aşırı güveninin (AG), firma değeri üzerinde negatif bir etkisi olduğu görülmektedir (katsayı:-0,1085, $p:0,000$). Bu sonuç yöneticilerin aşırı güven seviyesinin arttıkça konaklama işletmelerinin firma değerinin düştüğünü göstermektedir.

Tablo incelendiğinde firma büyüklüğünün (FB), firma değeri üzerinde de negatif bir etkiye sahip olduğu anlaşılmaktadır (katsayı:-0,3156, $p:0,000$). Finansal hiyerarşi teorisi, büyük işletmelerin borçlanmaya yönelmesi durumunda firma değerinin baskılanabileceğini vurgulamaktadır. Bu durum, konaklama sektörünün sermaye yoğun yapısıyla uyumludur.

Toplam kaldıraç oranının (TKLDRÇ) firma değeri üzerindeki etkisi ise istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır ($p:0,693$). Bu durum, konaklama işletmelerinde borçlanma oranındaki değişimlerin firma değeri üzerinde doğrudan bir etkisi olmadığını işaret etmektedir. Firma karlılığı değişkeninin de Tobin's Q oranı üzerinde etkisi istatistiksel olarak anlamlı değildir ($p:0,227$).

İşletme faaliyetlerinden elde edilen nakit akış oranı (NA) ise firma değeri üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkiye sahiptir (katsayı: 0,0407, $p:0,001$). Bu durum, konaklama işletmelerinin nakit akışını yönetme kabiliyetlerinin firma değeri üzerinde olumlu bir etkisi olduğunu göstermektedir. Gelişmekte olan ülkelerdeki makroekonomik belirsizlikler YAG ve FB'nin negatif etkilerini güçlendirirken, NA'nın pozitif etkisini likidite yönetiminin önemini vurgulamaktadır.

4.3. Farklılık Testlerine Yönelik Bulgular

Araştırmanın üçüncü amacı kapsamında, yönetsel aşırı güvenin varlığı ile yokluğu durumlarının sermaye yapısı ve firma değeri üzerindeki etkilerinin, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki konaklama işletmeleri bağlamında anlamlı bir farklılık gösterip göstermediği incelenmiştir. Ayrıca, aşırı güvenin varlığı ve yokluğu durumlarının işletme büyüklüğü, faiz ve vergi öncesi kârın toplam varlıklara oranı, piyasa değeri/defter değeri oranı ve işletme faaliyetlerinden elde edilen nakit akışının toplam varlıklara oranı üzerindeki etkileri analiz edilmiştir. Bu doğrultuda, belirtilen değişkenler açısından anlamlı farklılıkların varlığı değerlendirilmiştir.

Analiz süreci, araştırma popülasyonunun dikkatli bir şekilde tanımlanmasıyla başlatılmıştır. Çalışmanın amacına uygun bir yöntem izlemek amacıyla, aşırı güvenin mevcut olduğu durumları temsil eden bir grup ile aşırı güvenin bulunmadığı durumları temsil eden bir karşılaştırma grubu oluşturulmuştur. Bu grup yapısı, aşırı güvenin sermaye yapısı ve firma değeri üzerindeki etkilerinin karşılaştırmalı olarak incelenmesi için temel bir çerçeve sağlamıştır. Araştırmanın hedefleri doğrultusunda, farklılık analizi yöntemi benimsenmiş ve uygun istatistiksel testler belirlenmiştir.

Analizlerin ilk aşamasında, grupların verilerinin normal dağılıma uygunluğu değerlendirilmiştir. Normal dağılım, istatistiksel analizlerde belirli varsayımların karşılanması için kritik bir öneme sahiptir ve doğru test yöntemlerinin seçilmesinde belirleyici bir rol oynamaktadır. Bu amaçla, grupların normal dağılım gösterip göstermediğini test etmek için Shapiro-Wilk testi uygulanmıştır. Shapiro-Wilk testi, özellikle örneklem büyüklüğünün küçük olduğu ($n < 50$) durumlarda daha güvenilir sonuçlar sağlamaktadır. Testin sıfır hipotezi, veri setinin normal dağılıma uygun olduğunu varsayar. Test sonucunda elde edilen p değeri, belirlenen anlamlılık düzeyinden (genellikle 0.05) büyükse, verilerin normal dağıldığı kabul edilmektedir. Aksi takdirde, p değeri 0.05'ten küçükse, sıfır hipotezi reddedilir ve verilerin normal dağılım göstermediği sonucuna ulaşılır. Bu durumda, parametrik olmayan istatistiksel testlerin kullanılması gereklidir. Bulgular, gelişmiş ve gelişmekte olan ülke örneklemelerine ilişkin olarak alt başlıklar halinde sunulmaktadır.

4.3.1. Gelişmiş Ülke Örneklemine Yönelik Bulgular

Gelişmiş ülke örneklemine Shapiro-Wilk testi uygulanarak verilerin normal dağılıma uygunluğu değerlendirilmiştir. Test sonuçları, değişkenlerin normal dağılım davranışlarının modellere göre farklılık gösterdiğini ortaya koymuştur. Bu nedenle, analizlerde hem parametrik hem de parametrik olmayan testler kullanılmıştır. Elde edilen bulgular Tablo 4.51’de sunulmuştur.

Tablo 4.51. Gelişmiş Ülke Örneklemine Yönelik Normal Dağılım Testi Bulguları

Gelişmiş ülke		Shapiro-Wilk Testi	
YAG VAR	İstatistik	Serbestlik Derecesi	p- değeri
logTQ	0,926	29	0,044
TKLDRÇ	0,953	29	0,214
KVKLDRÇ	0,832	29	0,000
UVKLDRÇ	0,882	29	0,004
logPDDD	0,943	29	0,118
FB	0,754	29	0,000
FK	0,689	29	0,000
NA	0,841	29	0,000
YAG YOK	İstatistik	Serbestlik Derecesi	p- değeri
logTQ	0,698	24	0,000
TKLDRÇ	0,982	24	0,925
KVKLDRÇ	0,897	24	0,018
UVKLDRÇ	0,939	24	0,155
logPDDD	0,717	24	0,000
FB	0,982	24	0,937
FK	0,235	24	0,000
NA	0,365	24	0,000

Aşırı güvenin varlığı (YAG VAR) ve yokluğu (YAG YOK) durumlarına göre oluşturulan iki gruptaki tüm değişkenler Shapiro-Wilk testi ile analiz edilmiştir. Değişkenlerin p-değerleri incelenmiş ve p-değeri 0,05’ten küçük olan durumlarda normal dağılım varsayımı reddedilmiştir. Test sonuçlarına göre, firma değeri (logTQ), kısa vadeli kaldıraç oranı (KVKLDRÇ), firma karlılığı (FK) ve işletme faaliyetlerinden elde edilen nakit akışı (NA) değişkenleri, her iki grupta da normal dağılım göstermemiştir. Bu nedenle, bu değişkenler için parametrik olmayan Mann-Whitney U testi uygulanmıştır.

Uzun vadeli kaldıraç oranı (UVKLDRÇ) ($p=0,004$ ve $p=0,155$), piyasa değeri/defter değeri oranı (logPDDD) ($p=0,118$ ve $p=0,000$) ve firma büyüklüğü (FB) ($p=0,000$ ve $p=0,937$) değişkenleri, gruplar arasında farklı normal dağılım davranışları göstermiştir. Parametrik testlerin uygulanabilmesi için her iki grubun da normal dağılım göstermesi gerektiğinden, bu değişkenler için de parametrik olmayan Mann-Whitney U testi tercih edilmiştir. Test sonuçları Tablo 4.52’de sunulmuştur.

Tablo 4.52. Gelişmiş Ülke Örneklemine Yönelik Mann Whitney U Farklılık Test Bulguları

	AG	Örneklem Sayısı	Ortalama Sıra	Sıra Toplamı	Mann Whitney U Değeri	Z Değeri	p Değeri
KVKLDRÇ	0	24	36,63	879,00	117,00	-4,128	0,000
KVKLDRÇ	1	29	19,03	552,00			
UVKLDRÇ	0	24	34,63	831,00	165,00	-3,270	0,001
UVKLDRÇ	1	29	20,69	600,00			
logTQ	0	24	23,96	575,00	275,00	-1,304	0,192
logTQ	1	29	29,52	856,00			
logPDDD	0	24	18,42	442,00	142,00	-3,681	0,000
logPDDD	1	29	34,10	989,00			
FB	0	24	38,42	922,00	74,00	-4,896	0,000
FB	1	29	17,55	509,00			
FK	0	24	16,33	392,00	92,00	-4,574	0,000
FK	1	29	35,83	1039,00			
NA	0	24	31,08	746,00	250,00	-1,751	0,080
NA	1	29	23,62	685,00			

Mann Whitney U testi, iki bağımsız grubun ortalama sıralama değerlerini karşılaştırmak için kullanılmaktadır. Bu testte, her iki gruba ait ortalama sıralama değerleri (Mean Rank) hesaplanarak, gruplar arasında anlamlı bir fark olup olmadığı değerlendirilmektedir. Testin anlamlılık düzeyi, "Asymp. Sig. (İki Yönlü Anlamlılık)" olarak belirtilen olasılık (p) değeri üzerinden yorumlanır. Eğer olasılık değeri 0,05'in altındaysa, gruplar arasında anlamlı bir fark olduğu kabul edilir. Ancak, p-değeri tek başına yeterli değildir; Ortalama Sıra, her bir grubun gözlemlerinin ortalama sıralamasını temsil etmektedir ve gruplar arasındaki farkın yönünü anlaşılmasına yardımcı olmaktadır. Ortalama Sıra değerleri, hangi grubun daha yüksek veya daha düşük ortalama sıralamaya sahip olduğunu gösterdiği için sonuçları anlamlandırmak açısından önemlidir (Coşkun vd., 2015, s. 207).

Mann-Whitney U test sonuçlarına göre incelendiğinde aşırı güven varlığı ve aşırı güven yokluğu gösteren işletmeler arasında KVKLDRÇ değişkeni bağlamında 0,05 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık olduğu belirlenmiştir (p=0,000). Aşırı güveni olmayan işletmelerin ortalama sıra değeri 36,63 iken, aşırı güveni olan işletmelerde bu değer 19,03'e düşmüştür. Bu durum, aşırı güveni olmayan yöneticilerin daha fazla kısa vadeli borç kullanma eğiliminde olabileceğini düşündürmektedir. UVKLDRÇ değişkenine ilişkin bulgular incelendiğinde aşırı güveni olmayan grubun ortalama sıralaması 34,63; aşırı güveni olan grubun ise 20,69 olduğu görülmektedir. Mann-Whitney U değeri 165,000 ve anlamlılık düzeyi 0,001 olarak hesaplanmıştır. Anlamlılık düzeyinin 0,05'ten küçük olması, UVKLDRÇ açısından da iki grup arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark olduğunu göstermektedir. Aşırı güveni olmayan grupta uzun vadeli kaldıraç oran ortalaması daha yüksek bulunmuştur.

Aşırı güven varlığı ve yokluğu durumlarına göre piyasa değeri / defter değeri oranı (logPDDD) değişkeni açısından gruplar arasında anlamlı bir farklılık tespit edilmiştir (p=0,000). Aşırı güveni olmayan grubun ortalama sıra değeri 18,42 iken, aşırı güveni olan grubun ortalama sıra değeri 34,10 olarak hesaplanmıştır. Bu durum, aşırı güveni olan yöneticilerin bulunduğu işletmelerin daha yüksek

piyasa değeri/defter değeri orana sahip olduğunu göstermektedir. Firma büyüklüğü açısından incelendiğinde aşırı güven varlığı ve yokluğu bağlamında firma büyüklüğü değişkeni açısından da istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık bulunmaktadır ($p=0,000$). Aşırı güveni olmayan grubun ortalama sıra değeri 38,42, aşırı güveni olan grubun ise 17,55 olarak bulunmuştur. Bu bulgu, aşırı güvenin daha küçük ölçekli işletmelerde daha yaygın olabileceğini veya aşırı güveni olmayan yöneticilerin daha büyük firmalarda görev yaptığını düşündürmektedir.

Firma karlılığı açısından yapılan Mann-Whitney U testi sonuçları, aşırı güven grupları arasında anlamlı bir farklılık olduğunu göstermektedir ($p=0,000$). Aşırı güveni olmayan grubun ortalama sıralaması 35,83 iken, aşırı güveni olan grubun ortalama sıralaması 19,03 olarak belirlenmiştir. Bu sonuç, aşırı güveni olmayan yöneticilerin firma karlılığı üzerinde daha olumlu bir etki yarattığına işaret edebilmektedir. Firma değeri (logTQ) ve işletme faaliyetlerinden elde edilen nakit akışı (NA) değişkenleri için yapılan testler, aşırı güvenin varlığı ve yokluğu grupları arasında anlamlı bir farklılık olmadığını ortaya koymuştur (sırasıyla $p=0,192$ ve $p=0,080$).

Toplam kaldıraç oranı için (TKLDRÇ) ise Shapiro-Wilk testi sonuçları ($p=0,214$ ve $p=0,925$), her iki grubun da normal dağılım gösterdiğini ve parametrik bir testin uygun olduğunu ortaya koymuştur. Bu kapsamda TKLDRÇ değişkeninde bağımsız örneklem için T testi uygulanmıştır. Bu bağlamda yapılan testin sonucu Tablo 4.53’de yer almaktadır.

Tablo 4.53. Gelişmiş Ülke Örneklemine Yönelik T Testi Bulguları

Gelişmiş Ülke	Aşırı Güven	Örneklem Sayısı	X (Ortalama)	S (Standart Sapma)	Levene Testi	t-Testi Değeri	P (İki Yönlü Anlamlılık Değeri)
TKLDRÇ	Var 1	29	0,413	0,214	0,023	-3,570	0,001
	Yok 0	24	0,591	0,145			

Yukarıda da ifade edildiği üzere bağımsız iki grup arasındaki farkları incelemek için kullanılan t-testi, bazı varsayımların sağlanmasını gerektirmektedir. Her iki grubun normal dağılım göstermesi ve varyansların eşit olup olmaması gibi koşullar dikkate alınmaktadır. Varyansların eşit olup olmaması, gruplar arasındaki karşılaştırmanın nasıl yapılacağını belirlemektedir. Levene testi kullanılarak varyans eşitliği değerlendirilebilmektedir. Eğer varyanslar eşitse "Varyanslar eşittir" satırı, eşit değilse "Varyanslar eşit değildir" satırına göre yorum yapılmaktadır. T-testi sonuçlarının anlamlılığı olasılık (p) değeri üzerinden değerlendirilmektedir. Eğer bu değer %5’in altındaysa, gruplar arasında anlamlı bir fark olduğu sonucuna varılmaktadır. Aksi takdirde, gruplar arasında anlamlı bir fark olmadığı kabul edilmektedir. Bu şekilde, t-testi ile bağımsız iki grubun belirli bir özellik açısından anlamlı bir fark gösterip göstermediği istatistiksel olarak belirlenmiş olmaktadır (Coşkun vd., 2015, ss. 190-191).

TKLDRÇ’a ilişkin bağımsız örneklem t testi bulguları incelendiğinde aşırı güven varlığında (AG=1) toplam kaldıraç oranı ortalaması 0,4136 iken, aşırı güven yokluğunda (AG=0) ortalama

0,5910'dır. Levene'in testi sonucunda $p=0,023$ olduğu için varyansların eşit olmadığı kabul edilmiştir. Eşit olmayan varyans varsayımı altında yapılan t testi sonucunda $t=-3,570$ ve $p=0,001$ olarak bulunmuştur. Bu, toplam kaldıraç oranı açısından aşırı güvenin varlığı ve yokluğu grupları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık olduğunu göstermektedir. Aşırı güvenin olmadığı grupta ortalama toplam kaldıraç oranı (0,591), aşırı güvenin olduğu gruba (0,413) kıyasla daha yüksektir. Söz konusu fark, aşırı güven yokluğu grubu lehine olup, bu grubun diğerine göre daha yüksek yabancı kaynak kullandığı gözlemlenmiştir.

4.3.2. Gelişmekte Olan Ülke Örneklemine Yönelik Bulgular

Gelişmekte olan ülke örneklemine Shapiro-Wilk testi uygulanarak verilerin normal dağılıma uygunluğu değerlendirilmiştir. Test sonuçları, değişkenlerin normal dağılım davranışlarının modellere göre farklılık gösterdiğini ortaya koymuştur. Elde edilen bulgular Tablo 4.54'te sunulmaktadır.

Tablo 4.54. Gelişmekte Olan Ülke Örneklemine Yönelik Normal Dağılım Testi Bulguları

Gelişmekte Olan Ülke	Shapiro-Wilk Testi		
	İstatistik	Serbestlik Derecesi	p- değeri
YAG VAR			
logTQ	0,716	28	0,000
TKLDRÇ	0,970	28	0,585
KVKLDRÇ	0,891	28	0,007
UVKLDRÇ	0,894	28	0,008
logPDDD	0,919	28	0,033
FB	0,979	28	0,826
FK	0,588	28	0,000
NA	0,295	23	0,000
YAG YOK			
logTQ	0,540	24	0,000
TKLDRÇ	0,912	24	0,039
KVKLDRÇ	0,552	24	0,000
UVKLDRÇ	0,680	24	0,000
logPDDD	0,991	24	0,997
FB	0,967	24	0,585
FK	0,334	24	0,000
NA	0,614	24	0,000

Aşırı güvenin varlığı (YAG VAR) ve yokluğu (YAG YOK) durumlarına göre oluşturulan gruplardaki tüm değişkenler Shapiro-Wilk testi ile analiz edilmiştir. Test sonuçlarına göre, firma değeri (logTQ), kısa vadeli kaldıraç oranı (KVKLDRÇ), uzun vadeli kaldıraç oranı (UVKLDRÇ), firma karlılığı (FK) ve işletme faaliyetlerinden elde edilen nakit akışı (NA) değişkenleri, her iki grupta da normal dağılım göstermemiştir. Bu nedenle, bu değişkenler için parametrik olmayan Mann-Whitney U testi uygulanmıştır. Toplam kaldıraç oranı (TKLDRÇ) ve piyasa değeri/defter değeri oranı (logPDDD) değişkenleri, gruplar arasında farklı normal dağılım davranışları göstermiştir. Parametrik testlerin uygulanabilmesi için her iki grubun da normal dağılım göstermesi gerektiğinden, bu değişkenler için de Mann-Whitney U testi tercih edilmiştir. Firma büyüklüğü (FB) değişkeni ise her iki grupta normal

dağılım gösterdiğinden, bu değişken için parametrik bir test olan bağımsız örneklem t-testi uygulanmıştır. Mann-Whitney U testi sonuçları Tablo 4.55'te sunulmuştur.

Tablo 4.55. Gelişmekte Olan Ülke Örneklemine Yönelik Mann Whitney U Farklılık Test Bulguları

	AG	Örneklem Sayısı	Ortalama Sıra	Sıra Toplamı	Mann Whitney U Değeri	Z Değeri	p Değeri
TKLDRÇ	0	24	25,29	607,00	247,00	-1,634	0,102
TKLDRÇ	1	28	27,54	771,00			
KVKLDRÇ	0	24	17,71	425,00	125,000	-3,873	0,000
KVKLDRÇ	1	28	34,04	953,00			
UVKLDRÇ	0	24	28,46	683,00	289,00	-0,863	0,388
UVKLDRÇ	1	28	24,82	695,00			
logTQ	0	24	25,29	607,00	307,000	-0,532	0,595
logTQ	1	28	27,54	771,00			
logPDDD	0	24	17,25	414,00	114,000	-4,075	0,000
logPDDD	1	28	34,43	964,00			
FK	0	24	25,42	610,00	310,000	-0,477	0,633
FK	1	28	27,43	768,00			
NA	0	24	18,92	454,00	154,000	-2,597	0,009
NA	1	28	29,30	674,00			

Tablo 4.55'te her bir değişken için sıralama ortalamaları, sıralama toplamaları ve Mann-Whitney U testi istatistikleri sunulmuştur. Mann-Whitney U testi sonuçlarına göre, kısa vadeli kaldıraç oranı (KVKLDRÇ) açısından aşırı güvenin varlığı (AG=1) ve yokluğu (AG=0) grupları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık tespit edilmiştir ($p=0,000$). Aşırı güvenin olduğu grupta ortalama sıralama 34,04 iken, aşırı güvenin olmadığı grupta bu değer 17,71'dir. Bu bulgu, gelişmekte olan ülkelerde aşırı güven eğilimi olan yöneticilerin bulunduğu işletmelerin daha yüksek kısa vadeli borçlanma eğiliminde olduğunu göstermektedir.

Piyasa değeri/defter değeri oranı (logPDDD) değişkeni için, aşırı güvenin varlığı (AG=1) ve yokluğu (AG=0) grupları arasında anlamlı bir farklılık bulunmuştur ($p=0,000$). Aşırı güvenin olduğu grupta ortalama sıralama 34,43, aşırı güvenin olmadığı grupta ise 17,25'tir. Bu, aşırı güveni olan yöneticilerin bulunduğu işletmelerin daha yüksek piyasa değeri/defter değeri oranına sahip olduğunu ortaya koymaktadır.

NA (nakit akışı oranı) değişkeni için yapılan analizde, aşırı güven varlığı ve yokluğu grupları arasında anlamlı bir fark olmadığı görülmüştür ($p = 0,009 < 0,05$). Aşırı güvenli yöneticilerin yer aldığı işletmelerin ortalama sıra değeri (29,30), aşırı güven göstermeyen yöneticilerin işletmelerine kıyasla (18,92) daha yüksektir. Aşırı güvenli yöneticilerin görev aldığı işletmelerin nakit akış oranı daha yüksektir.

Firma değeri değişkeni bulguları incelendiğinde sonuç, firma değeri açısından aşırı güven varlığı ve yokluğu grupları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark bulunmadığını göstermektedir ($p>0,05$). Benzer şekilde bulgular, toplam kaldıraç oranı, uzun vadeli kaldıraç oranı ve firma karlılığı

oranı açısından da aşırı güven varlığı ve yokluğu grupları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark bulunmadığına işaret etmektedir ($p>0,05$).

Firma büyüklüğü için (FB) ise her iki grubun test sonuçları ($p=0,826$ ve $p=0,585$) parametrik bir testin kullanılmasının daha uygun olacağını göstermektedir. Bu kapsamda FB değişkeninde bağımsız örneklem için T testi uygulanmıştır. Testin sonucu Tablo 4.56’da yer almaktadır.

Tablo 4.56. Gelişmekte olan Ülke Örneklemine Yönelik T Testi Bulguları

Gelişmekte Olan Ülke	Aşırı Güven	Örneklem Sayısı	X (Ortalama)	S (Standart Sapma)	Levene Testi	t-Testi Değeri	P (İki Yönlü Anlamlılık Değeri)
FB	Var 1	28	7,815	0,741	0,403	-5,550	0,000
	Yok 0	24	8,882	0,625			

Tablo sonuçlarına göre, gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren firmaların büyüklüğü (FB) değişkeni, aşırı güvenin varlığı ve yokluğu durumlarında anlamlı bir farklılık göstermektedir. Levene testi sonucunda ($p=0,403$) grupların varyanslarının eşit olduğu belirlenmiştir, bu da bağımsız örneklem t-testinin kullanılmasını uygun kılmıştır. Yapılan t-testi sonucunda ($t=-5,550$, $p=0,000$), aşırı güvenin varlığı ile yokluğu arasında firma büyüklüğü açısından istatistiksel olarak anlamlı bir fark olduğu tespit edilmiştir. Ortalama değerlere bakıldığında, aşırı güvenin var olduğu firmalarda ortalama firma büyüklüğünün ($X=7,815$) aşırı güvenin olmadığı firmalara ($X=8,882$) göre daha düşük olduğu görülmektedir. Bu bulgu, gelişmekte olan ülkelerde aşırı güveni olmayan yöneticilerin daha büyük ölçekli firmalarda görev yaptığını veya aşırı güvenin daha küçük firmalarda daha yaygın olduğunu düşündürmektedir.

4.4. Bulguların Değerlendirilmesi

Bu bölümde gerçekleştirilen analizler sonucunda elde edilen bulgular ışığında, tezde belirlenen araştırma soruları aşağıda sırasıyla yanıtlanmış ve tartışılmıştır.

1)Gelişmiş ülkelerde faaliyet gösteren konaklama işletmeleri yöneticilerinde aşırı güven eğilimi var mıdır? Söz konusu eğilimde analiz kapsamındaki dönemler itibariyle farklılık var mıdır?

Analiz kapsamında, 2004-2023 dönemini kapsayan 20 yıllık bir gözlem periyodunda, gelişmiş ülkelerde faaliyet gösteren 132 konaklama işletmesine ait toplam 2640 gözlem incelenmiştir. Yönetimsel aşırı güven değişkeni açısından değerlendirildiğinde, 301 gözlem eksik veri içerirken, 1078 gözlemde aşırı güvenin bulunmadığı (0), 1261 gözlemde ise aşırı güvenin mevcut olduğu (1) tespit edilmiştir. Eksik veriler hariç tutulduğunda, aşırı güvenin olmadığı durumlar toplam gözlemlerin %46,10’unu, aşırı güvenin var olduğu durumlar ise %53,90’ını oluşturmaktadır. Bu sonuç, analiz döneminde gelişmiş ülkelerdeki konaklama işletmesi yöneticilerinin dengeli olsa da biraz daha fazla

aşırı güven eğilimi sergilediğini göstermektedir. Dolayısıyla gelişmiş ülkelerde yönetsel aşırı güvenin konaklama sektöründe daha yaygın bir davranışsal önyargı olduğunu söylemek mümkündür.

Bununla birlikte gelişmiş ülke örnekleminde belirlenen yönetsel aşırı güven eğiliminin, analiz kapsamında yıllar içinde değişiklikler gösterdiği gözlemlenmiştir. 2004 yılında aşırı güven oranı %63,4 iken, 2005 yılında %53,6'ya gerilemiş, 2006 yılında %60,0 seviyesine yükselmiştir. 2007 yılı itibarıyla aşırı güven oranında tekrar bir düşüş yaşanarak %53,0'e gerilediği belirlenmiştir. 2008 yılına gelindiğinde ise aşırı güven %55,2 seviyesinde gerçekleşmiş, ancak 2009 yılında %50,0 düzeyine inerek aşırı güven olmayan oran ile eşitlenmiştir. 2010-2019 yılları arasında aşırı güven oranları genel olarak %50-55 bandında değişkenlik göstermiş, 2015 sonrası dönemde nispeten düşük seviyelerde seyrettiği tespit edilmiştir. 2020 yılı itibarıyla aşırı güven oranının yeniden artarak %56,6'ya yükseldiği, 2021'de ise %52,8 seviyesine gerilediği görülmektedir. 2022 yılında aşırı güven oranı %50,8 olarak kaydedilirken, 2023 yılında bu oran %44,7'ye düşerek analiz dönemi içerisindeki en düşük seviyelerden birine ulaşmıştır.

Bu dalgalanmalar, iş döngüsü kavramıyla açıklanabilmektedir. İş döngüsü, ekonomik faaliyetlerin genişleme ve daralma evrelerinden oluşan dalgalanmalarını ifade etmektedir (Zarnowitz, 1992, s. 6). Aşırı güvenli yöneticiler, ekonomik toparlanma veya genişleme dönemlerinde cesur yatırım kararlarıyla firma karlılığı ve piyasa performansını olumlu yönde etkileyebilmektedir (Mueller ve Brettel, 2012, s. 210). Ancak, ekonomik durgunluk öncesinde aşırı güven nedeniyle çok sayıda projeye yatırım yapılması, piyasa koşulları değiştiğinde işletmelerin esnekliğini azaltabilir. Yüksek borçlanma eğilimi, finansal krizlerde işletmeleri daha savunmasız hale getirerek sektörden çıkma riskini artırabilir (Reyes vd., 2020, ss. 5-7; Ho vd., 2016).

Davranışsal finans teorisi, aşırı güvenin yöneticilerin geçmiş başarı ve başarısızlıklarına bağlı olarak dinamik bir süreç olduğunu öne sürmektedir. Yöneticiler, başarılarını kişisel yetkinliklerine bağlarken, başarısızlıkları dış faktörlere atfederek aşırı güvenlerini sürdürebilmektedir (Adam vd., 2015, s. 24; Hilary ve Hsu, 2011, s. 313). Inoue vd. (2012), yöneticilerin ekonomik büyüme dönemlerinde muhafazakâr, düşük büyüme dönemlerinde ise iyimser tahminlerde bulunduğunu göstermiştir. Bununla birlikte turizm sektöründe faaliyet gösteren işletmeler, çevresel, toplumsal, siyasal ve ekonomik krizlere karşı oldukça hassastır. Terör olayları, doğal afetler, salgın hastalıklar ve ekonomik durgunluk gibi olumsuz gelişmeler, turizm talebinde dalgalanmalara neden olarak işletmelerin sürdürülebilirliğini doğrudan etkilemektedir (Cro ve Martins, 2017, s.1).

Analiz sürecinde, turizm sektörünü etkileyebilecek çeşitli krizler meydana gelmiştir. Bunlar arasında 2004 yılında Hint Okyanusu'nda gerçekleşen deprem ve tsunami, 2008'de yaşanan küresel ekonomik ve finansal kriz, 2011'de Japonya'da meydana gelen deprem ve tsunami felaketi ile 2020'de tüm dünyayı etkisi altına alan COVID-19 pandemisi yer almaktadır. Analiz dönemi boyunca yaşanan krizler, yönetsel aşırı güvenin dalgalanmalarında belirleyici olmuştur. 2004 Hint Okyanusu tsunami

felaketi sonrası aşırı güven oranı %63,4'ten 2005'te %53,6'ya gerilemiş, 2006'da %60,0'a yükselmiştir. 2008 küresel finansal krizinin ardından 2009'da aşırı güven oranı %50,0'a düşerek dengelenmiş, ancak 2010'da %52,4'e, 2012'de %55,1'e yükselmiştir. 2011 Japonya depremi ve tsunamisinin ardından aşırı güven oranı %51,6 olarak kaydedilmiş, 2015'te %54,4'e ulaşmıştır. COVID-19 pandemisi sırasında 2020'de %56,6 olan oran, 2021'de %52,8'e, 2023'te ise %44,7'ye gerileyerek temkinli davranışların baskın hale geldiğini göstermiştir. Bu eğilim, pandeminin uzun vadeli belirsizliklerinin yöneticileri daha ihtiyatlı kararlar almaya yönelttiğini ortaya koymaktadır.

Sonuç olarak, gelişmiş ülkelerdeki konaklama işletmesi yöneticilerinin çoğunlukla aşırı güven eğilimi sergilediği, ancak bu eğilimin ekonomik iş döngüleri ve kriz dönemlerine bağlı olarak zaman içinde dalgalanmalar gösterdiği belirlenmiştir. Kriz sonrası dönemlerde temkinli davranışlar artsa da, ekonomik belirsizliklerin azalmasıyla aşırı güven yeniden yükselme eğilimi göstermiştir. COVID-19 pandemisi, diğer krizlerden farklı olarak daha uzun süreli bir temkinlilik dönemine yol açmıştır.

2)Gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren konaklama işletmeleri yöneticilerinde aşırı güven eğilimi var mıdır? Söz konusu eğilimde analiz kapsamındaki dönemler itibariyle farklılık var mıdır?

Analiz kapsamında, 32 gelişmekte olan ülke borsasında işlem gören 151 konaklama işletmesine ait 2004-2023 dönemini kapsayan 20 yıllık toplam 3020 gözlem incelenmiştir. Yönetimsel aşırı güven değişkeni açısından, 715 gözlem eksik veri içerirken, 1167 gözlemde aşırı güvenin bulunmadığı (0), 1152 gözlemde ise aşırı güvenin mevcut olduğu (1) tespit edilmiştir. Eksik veriler hariç tutulduğunda, aşırı güvenin olmadığı durumlar toplam gözlemlerin %50,30'unu, aşırı güvenin var olduğu durumlar ise %49,70'ini oluşturmaktadır. Bu sonuçlar, gelişmekte olan ülkelerdeki konaklama işletmesi yöneticilerinin aşırı güven eğilimi ile temkinli davranış arasında dengeli bir dağılım sergilediğini, ancak aşırı güvenin olmadığı durumların küçük bir farkla daha baskın olduğunu göstermektedir.

Bununla birlikte, yönetimsel aşırı güvenin analiz dönemi boyunca sabit olmadığı, yıllar içinde dalgalanmalar gösterdiği gözlemlenmiştir. Bu dalgalanmalar, iş döngülerinin ekonomik daralma ve genişleme evreleriyle açıklanabilir. Gelişmekte olan ülkeler, dış talep, emtia fiyatları ve sermaye akışlarına yüksek bağımlılıkları nedeniyle iş döngülerinden gelişmiş ülkelere kıyasla daha fazla etkilenir. Kırılgan finansal sistemler, sınırlı mali politik alanı ve işçi dövizlerine bağımlılık, bu ülkelerin krizlere karşı direncini zayıflatır ve toparlanma süreçlerini zorlaştırır (Essers, 2013, ss. 63-65). Ayrıca, gelişmekte olan ülkelerin sermaye piyasalarının yetersiz düzenlemeler, düşük şeffaflık ve sınırlı yatırımcı güveni gibi kendine özgü dinamikleri, yöneticilerin finansal kaynaklara erişimini zorlaştırarak daha cesur ve risk odaklı kararlar almasına yol açabilir (Sumiyana vd., 2023, s. 2). Sınırlı kaynaklar ve zayıf kurumsal yapılar, yöneticilerin karar alma süreçlerini karmaşılaştırırken, aşırı güven etik dışı davranışlara ve organizasyonel zararlara neden olabilir (Wen vd., 2023, s. 4).

Konaklama sektörü, gelişmekte olan ülkelerde ekonomik büyümeye katkı sağlarken, terör saldırıları, salgın hastalıklar ve doğal afetler gibi krizlere karşı hassastır (Glaesser, 2006, s. 1). Analiz dönemi boyunca yaşanan krizler, yönetsel aşırı güvenin dalgalanmalarını şekillendirmiştir. 2004 Hint Okyanusu tsunami felaketi sonrası, temkinli yöneticilerin oranı %52,3 iken, aşırı güven sergileyenlerin oranı %47,7 olmuştur. Ancak, 2006'da aşırı güven oranı %57,1'e, 2007'de %60,0'a yükselmiştir. Bu, kriz sonrası belirsizliklerin azalmasıyla yöneticilerin risk alma eğiliminin arttığını göstermektedir. 2008 küresel finansal krizinde, aşırı güven oranı %55,4'e yükselmiş, temkinli yöneticilerin oranı %44,6'da kalmıştır. 2009'da aşırı güven oranı %50,9'a gerileyerek temkinli davranışlar artmış, ancak 2010'da %52,8'e yükselmiştir. 2011 Japonya depremi ve tsunamisinde aşırı güven ve temkinli davranış oranları %50,0 ile eşitlenmiş, 2012'de aşırı güven oranı %59,4'e ulaşmıştır. 2013'te ise %53,1'e gerileyerek daha dengeli bir yönetim anlayışı gözlemlenmiştir.

COVID-19 pandemisi, önceki krizlerden farklı bir etki yaratmıştır. 2020'de aşırı güven oranı %43,9'a gerileyerek temkinli yöneticilerin oranı %56,1'e yükselmiştir. 2021'de aşırı güven oranı %39,6'ya, 2022'de %39,8'e, 2023'te ise %27,3'e düşerek analiz döneminin en düşük seviyesine ulaşmıştır. Bu, pandeminin uzun vadeli belirsizliklerinin yöneticileri temkinli bir yönetim anlayışına yönelttiğini göstermektedir.

Davranışsal finans teorisi, aşırı güvenin ekonomik koşullar ve krizlerden etkilenebilen dinamik bir süreç olduğunu öne sürmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde ekonomik ve siyasi istikrarsızlıkların yönetici risk algısını karmaşıklştırması olasıdır. 2004, 2008 ve 2011 krizlerinde, aşırı güven kriz sonrası toparlanma dönemlerinde artmış, ancak COVID-19 pandemisi, uzun süreli belirsizlik nedeniyle temkinli davranışları güçlendirmiştir. Pandeminin uzun süreli belirsizlik yaratması ve ekonomik etkilerinin farklı sektörlerde uzun vadeye yayılması nedeniyle yöneticilerin büyük çoğunluğu risk almak yerine daha temkinli bir yönetim anlayışını benimsemiş olabilirler. Bu bağlamda, ekonomik ve finansal krizler genellikle aşırı güveni artırıcı bir etkiye sahipken, pandemiler gibi uzun süreli ve yüksek belirsizlik içeren krizler yöneticileri daha temkinli bir yaklaşıma yönlendirebilmektedir.

3)Gelişmiş ülkelerde faaliyet gösteren konaklama işletmeleri yöneticilerinin aşırı güven eğilimi sermaye yapısı kararlarında etkili midir? Eğer etkiliyse aşırı güven eğilimi ile sermaye yapısı kararları arasında nasıl bir ilişki vardır?

Gelişmiş ülke örnekleminde faaliyet gösteren konaklama işletmelerinde yönetsel aşırı güvenin sermaye yapısı üzerindeki etkisini incelemek için sabit etkiler regresyon analizi uygulanmıştır. Analiz sonuçları, yönetsel aşırı güven ile toplam kaldıraç oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur. Bu bulgu, Barbosa (2019), Ebrahimi vd. (2017) ve Ogundipe vd. (2024) çalışmalarındaki sonuçlarla uyumludur. Ogundipe vd. (2024), finans sektörü dışındaki işletmelerde aşırı güvenin borçlanma oranını azalttığını belirtirken, Ebrahimi vd. (2017), aşırı güvenli yöneticilerin borçlanma yerine özkaynak ihracını tercih ederek sıfır kaldıraç stratejisine

yöneldiğini göstermiştir. Ancak, bu sonuçlar, gelişmekte olan ülkelerde yapılan bazı çalışmalarla farklılık göstermektedir. Barros ve Silveira (2007) ile Rihab ve Lotfi (2016), aşırı güvenin toplam kaldıraç oranını pozitif yönde etkilediğini, Tekin (2019) çalışması ise bu değişkenler arasında anlamlı bir ilişki bulunmadığını rapor etmiştir. Bu farklılıkların, ülkelerin gelişmişlik düzeyleri ve aşırı güven ölçüm yöntemlerindeki çeşitlilikten kaynaklanabileceği değerlendirilmektedir.

Aşırı güvenin toplam kaldıraç oranıyla negatif ilişkisi, davranışsal finans teorisiyle açıklanabilir. Aşırı güvenli yöneticiler, işletmenin gelecekteki nakit akışlarını ve yatırım projelerinin getirilerini iyimser bir şekilde değerlendirme eğilimindedir. Bu nedenle, dış finansmana bağımlılığı azaltarak içsel kaynaklara öncelik verebilirler. Borçlanmanın maliyetlerini gereksiz gören veya finansal bağımsızlığı koruma kaygısı taşıyan yöneticiler, borçlanma oranlarını düşük tutmayı tercih edebilir. Bu eğilim, gelişmiş ülkelerdeki konaklama işletmelerinin finansal esnekliğini ve büyüme stratejilerini etkileyebilir. Gelişmiş sermaye piyasalarının sunduğu likidite ve alternatif finansman olanakları, aşırı güvenli yöneticilerin dış finansmana daha az ihtiyaç duymasına olanak tanır. Ancak, bu durum, özellikle konaklama sektörünün mevsimsel dalgalanmalara ve krizlere duyarlı yapısı nedeniyle, ani talep artışlarına veya ekonomik şoklara yanıt verme kapasitesini sınırlayabilir.

Davranışsal finans perspektifinden, aşırı güvenli yöneticilerin riskleri küçümsemesi ve nakit akışlarını abartması, sermaye yapısında uygun olmayan tercihlere yol açabilir. Gelişmiş ülkelerdeki sermaye piyasalarının yüksek likiditesi, borçlanma araçlarının kullanımını kolaylaştırır da aşırı güven bu araçların yeterince değerlendirilmesini engelleyebilir. Bu durum, yatırımcılar için olumsuz bir sinyal oluşturarak işletmenin büyüme potansiyelini ve uzun vadeli finansal sürdürülebilirliğini riske atabilir. Malmendier vd. (2010, ss. 26-30), yöneticilerin geçmiş kriz deneyimlerinin risk algısını şekillendirdiğini ve daha muhafazakâr borç politikalarına yönelmelerine neden olduğunu belirtmişlerdir. Örneğin, ekonomik krizler veya finansal istikrarsızlıklar yaşayan yöneticiler, borçlanmayı ciddi bir risk unsuru olarak görebilir ve bu riskleri abartarak daha temkinli finansal kararlar alabilir. Bu bağlamda, borçlanmanın potansiyel faydalarını küçümseyen yöneticiler, özkaynak finansmanını veya nakit biriktirme stratejilerini tercih ederek işletmelerin finansal yapısında borç muhafazakârlığını artırabilir.

Gelişmiş ülkelerdeki konaklama işletmelerinde sermaye harcamalarının bir yıl önceki toplam varlıklara bölünmesiyle ölçülen yönetici aşırı güveni ile toplam kaldıraç oranı arasında negatif bir ilişkinin olması, sermaye yapısı teorileri çerçevesinde değerlendirildiğinde özellikle Finansal Hiyerarşi Teorisi ile uyumlu bir bulgudur. Bu teoriye göre işletmeler, finansman sağlarken öncelikli olarak içsel kaynaklarını kullanır, ardından borç finansmanına yönelir ve en son çare olarak özkaynak ihraç eder. Aşırı güvenli yöneticiler, gelecekteki nakit akışlarını aşırı iyimser bir şekilde değerlendirdikleri için dış finansmana olan ihtiyacı düşük görerek borç kullanımını azaltabilirler. Bu durum, aşırı güvenli yöneticilerin daha düşük kaldıraç oranlarına sahip işletmeleri yönetmesine neden olmaktadır.

4) Gelişmiş ülkelerde faaliyet gösteren konaklama işletmeleri yöneticilerinin aşırı güven eğilimi borcun vade yapısı üzerinde etkili midir? Eğer etkiliyse aşırı güven eğilimi ile borcun vade yapısı arasında nasıl bir ilişki vardır?

Gelişmiş ülke örnekleminde faaliyet gösteren konaklama işletmelerinde yönetsel aşırı güvenin borcun vade yapısına etkisini değerlendirmek için sabit etkiler regresyon analizi uygulanmıştır. Analiz sonuçları, yönetsel aşırı güvenin kısa vadeli borç kullanımını istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönde etkilediğini göstermiştir. Ancak, uzun vadeli borç kullanımı üzerinde anlamlı bir etkisi bulunmamıştır.

Literatürde, aşırı güven ile borcun vade yapısı arasındaki ilişkiye dair farklı bulgular mevcuttur. Karadeniz ve Günay (2021), BİST 100 işletmelerinde sermaye harcamaları yöntemiyle ölçülen aşırı güvenin kısa vadeli borç oranını negatif etkilediğini bildirmiştir. Buna karşılık, Abdeldayem ve Sedeek (2018), Mısır’da anket yöntemiyle ölçülen aşırı güvenin kısa vadeli borçlanma kararları üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığını ortaya koymuştur. Yao (2019), Shenzhen Menkul Kıymetler Borsası’nda yöneticilerin kişisel özelliklerine dayalı aşırı güvenin borçlanma oranlarını artırdığını ve kısa vadeli borç kullanımını teşvik ettiğini belirtmiştir. Gelişmiş ülke bağlamında ise Landier ve Thesmar (2008), Fransa’da iyimser girişimcilerin projelerinin başarı olasılığına duydukları aşırı güven nedeniyle kısa vadeli borçlanmayı tercih ettiğini göstermiştir. Bu çalışmalar, ülkelerin gelişmişlik düzeyleriyle birlikte, aşırı güvenin ölçüm yöntemlerindeki farklılıkların sonuçlardaki çeşitliliği açıklayabileceğini düşündürmektedir.

Aşırı güvenin kısa vadeli borç kullanımını negatif yönde etkilediği bulgusu, davranışsal finans teorisiyle açıklanabilir. Aşırı güvenli yöneticiler, işletmenin gelecekteki nakit akışlarını ve karlılığını iyimser bir şekilde değerlendirerek mevcut kaynakların yeterli olduğunu düşünebilir. Bu nedenle, kısa vadeli borç gibi dış finansman araçlarına ihtiyaç duymadıkları kanısına varabilir ve borçlanmayı sınırlandırabilirler. Bu eğilim, konaklama sektörünün mevsimsel dalgalanmalara duyarlı yapısı açısından risk oluşturabilir. Konaklama işletmeleri, yoğun dönemlerde artan talebe yanıt vermek veya yenilenme yatırımları yapmak için kısa vadeli finansmana ihtiyaç duyar. Ancak, aşırı güvenli yöneticilerin bu finansman fırsatlarını göz ardı etmesi, nakit akışı üzerinde baskı yaratabilir ve işletmenin esnekliğini azaltabilir.

Gelişmiş ülkelerdeki finansal piyasaların yüksek likiditesi ve erişilebilirliği, kısa vadeli borçlanmayı kolaylaştırır da aşırı güvenli yöneticiler bu avantajlardan yeterince faydalanmayabilir. Bu durum, işletmelerin büyüme fırsatlarını değerlendirme veya ani talep artışlarına yanıt verme kapasitesini sınırlayabilir. Finansal hiyerarşi teorisine göre, işletmeler içsel kaynakları önceliklendirir ve borçlanmayı ikinci planda tutar. Aşırı güvenli yöneticiler, iyimser nakit akışı tahminleri nedeniyle içsel kaynaklara aşırı güvenerek kısa vadeli borçlanmayı minimumda tutabilir. Bu yaklaşım, konaklama sektöründe rekabet avantajını sürdürmek için gerekli hızlı finansman tepkilerini zorlaştırabilir.

Uzun vadeli borç kullanımı üzerinde aşırı güvenin anlamlı bir etkisinin olmadığı bulgusu, Xu (2014) çalışmasıyla farklılık göstermektedir. Xu (2014), İngiltere’de 2000-2010 döneminde farklı sektörlerde aşırı güvenin borç vadesini uzattığını bildirmiştir. Bu farklılık, sektörel dinamiklerden kaynaklanabilir. Konaklama sektörü, sermaye yoğun yapısı ve mevsimsel dalgalanmalarıyla diğer sektörlerden ayrılır. Ayrıca, gelişmiş ülkelerdeki konaklama işletmelerinin güçlü kurumsal yönetim yapıları, yönetim kurulları ve denetim mekanizmaları, aşırı güvenin uzun vadeli borçlanma kararlarına yansımaları sınırlayabilir. Yüksek karlılık seviyeleri ve sağlam öz sermaye yapısı, dış finansman ihtiyacını azaltarak uzun vadeli borçlanmayı stratejik bir karar olarak şekillendirebilir. Yatırımcı beklentileri ve piyasa denetimi de yöneticilerin riskli borçlanma kararlarını kısıtlayabilir.

Gelişmiş ülkelerdeki konaklama işletmeleri, genellikle yüksek likidite ve güçlü nakit akışı kapasitesine sahiptir. Bu durum, aşırı güvenin uzun vadeli borçlanma üzerindeki etkisini zayıflatabilir. Bununla beraber kısa vadeli finansmana kıyasla uzun vadeli borçlanma, genellikle daha stratejik kararlarla belirlenen bir yapıya sahiptir ve firmanın büyüme stratejisi, yatırım planları ve faiz oranı beklentilerine bağlı olarak şekillenmektedir. Bu nedenle, gelişmiş ülke örneğinde aşırı güvenin kısa vadeli borç kullanımını azaltmasına rağmen, uzun vadeli borçlanma kararları üzerinde belirgin bir etkisinin olmaması, yöneticilerin uzun vadeli borçlanmayı finansal istikrarın bir parçası olarak değerlendirmelerinden kaynaklanabilir.

Sonuç olarak, gelişmiş ülkelerdeki konaklama işletmelerinde yönetsel aşırı güven, kısa vadeli borç kullanımını negatif yönde etkileyerek finansal esnekliği sınırlayabilir. Ancak, uzun vadeli borçlanma üzerinde anlamlı bir etkisi yoktur. Bu bulgu, konaklama sektörünün mevsimsel ve sermaye yoğun yapısı ile gelişmiş ülkelerin güçlü finansal sistemleri dikkate alındığında, yöneticilerin borç vade yapısında dengeli bir strateji benimsemesi gerektiğini göstermektedir.

5)Gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren konaklama işletmeleri yöneticilerinin aşırı güven eğilimi sermaye yapısı kararlarında etkili midir? Eğer etkiliyse aşırı güven eğilimi ile sermaye yapısı kararları arasında nasıl bir ilişki vardır?

Gelişmekte olan ülke örneğinde faaliyet gösteren konaklama işletmelerinde yönetsel aşırı güvenin sermaye yapısı üzerindeki etkisini değerlendirmek için yapılan analiz, aşırı güven değişkeninin toplam kaldıraç oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi olmadığını ortaya koymuştur. Bu bulgu, konaklama işletmelerinde yönetsel aşırı güvenin toplam borçlanma kararlarını belirgin bir şekilde etkilemediğini göstermektedir. Söz konusu sonuç, gelişmekte olan ülkelerde gerçekleştirilen Tomak (2013), Abdeldayem ve Seedek (2018) ve Tekin (2019) çalışmalarındaki bulgularla uyumludur. Abdeldayem ve Seedek (2018), Mısır Menkul Kıymetler Borsası’nda aşırı güvenin sermaye yapısı üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığını; Tomak (2013) çalışması, 2002-2011 yılları arasında Borsa İstanbul’da; Tekin (2019) ise 2007-2018 yılları arasında BIST Sınai endeksinde benzer sonuçlar rapor etmiştir.

Aşırı güvenin toplam kaldıraç oranı üzerinde anlamlı bir etkisinin olmaması, kısa vadeli ve uzun vadeli borçlanmadaki etkilerin birbirini dengelemesiyle açıklanabilir. Örneğin, aşırı güvenin kısa vadeli borçlanmayı artırıcı, uzun vadeli borçlanmayı ise azaltıcı etkileri, toplam borç oranında net bir değişiklik yaratmayabilir. Bu durumun gelişmekte olan ülkelerdeki konaklama işletmelerinin borç yapısını dengeli bir şekilde yönetmeye çalıştığının ve aşırı güvenin toplam borçlanma kararlarında belirleyici bir faktör olmadığının bir sonucu olabileceği düşünülmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasaları, gelişmiş ülkelere kıyasla daha az etkin, daha yüksek borçlanma maliyetlerine ve kısıtlamalara tabidir. Konaklama sektöründe, krediye erişim genellikle maliyetli ve karmaşıktır; faiz oranları, enflasyon ve kur dalgalanmaları gibi makroekonomik faktörler borçlanma kararlarını şekillendirebilmektedir. Bu bağlamda, aşırı güvenin toplam kaldıraç oranı üzerinde anlamlı bir etkisinin olmaması, finansman kararlarının yöneticilerin psikolojik eğilimlerinden çok, piyasa koşulları, krediye erişim olanakları ve makroekonomik dinamikler tarafından belirlendiğini göstermektedir. Konaklama sektörünün sermaye yoğun yapısı ve mevsimsel nakit akışı dalgalanmaları, finansal kararların daha ihtiyatlı alınmasını gerektirebilmektedir. Bu nedenle, aşırı güven gibi bireysel eğilimler, dışsal kısıtlamalar ve sektörel riskler karşısında ikinci planda kalabilir.

Sermaye yapısı teorileri açısından, bu bulgu finansal hiyerarşi teorisi ve dengeleme teorisi ile kısmen açıklanabilir. Finansal hiyerarşi teorisine göre, firmalar öncelikle içsel kaynakları tercih eder; ancak gelişmekte olan ülkelerde yüksek borçlanma maliyetleri ve finansal piyasa kısıtlamaları, dış finansmana erişimi zorlaştırır. Bu durum, aşırı güvenin etkisini gölgede bırakarak finansman kararlarının piyasa dinamiklerine göre şekillenmesine neden olur. Dengeleme teorisinde ise firmalar, borç finansmanının vergi avantajları ile finansal riskler arasında denge kurar. Ancak, yüksek faiz oranları ve makroekonomik belirsizlikler, optimal kaldıraç düzeyini dışsal faktörlere bağlı hale getirebilmektedir. Asimetrik bilgi sorunları, bankacılık sistemindeki sınırlamalar ve kur dalgalanmaları, yöneticilerin bireysel eğilimlerinden bağımsız olarak borçlanma kararlarını etkileyebilmektedir.

Konaklama sektörünün riskli yapısı, gelişmekte olan ülkelerde finansal kararların daha temkinli alınmasını zorunlu kılmaktadır. Mevsimsel dalgalanmalar, nakit akışı yönetimini karmaşılaştırırken, finansal piyasalardaki kısıtlamalar borçlanma stratejilerini sınırlandırabilmektedir. Bu bağlamda, yönetimsel aşırı güvenin sermaye yapısı üzerindeki etkisinin sınırlı olması, karar alma süreçlerinin piyasa koşulları ve kurumsal kısıtlamalar tarafından domine edildiğini göstermektedir. Sonuç olarak, gelişmekte olan ülkelerdeki konaklama işletmelerinde sermaye yapısı kararlarının, yöneticilerin psikolojik eğilimlerinden ziyade makroekonomik faktörler, finansal erişim olanakları ve sektörel dinamikler tarafından şekillendiği söylenebilir.

6) Gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren konaklama işletmeleri yöneticilerinin yönetimsel aşırı güven eğilimi borcun vade yapısı üzerinde etkili midir? Eğer etkiliyse aşırı güven eğilimi ile borcun vade yapısı arasında nasıl bir ilişki vardır?

Gelişmekte olan ülke örnekleminde faaliyet gösteren konaklama işletmelerinde yönetsel aşırı güvenin borcun vade yapısına etkisini değerlendirmek için yapılan analiz, aşırı güvenin kısa vadeli kaldıraç oranını pozitif, uzun vadeli kaldıraç oranını ise negatif yönde etkilediğini ortaya koymuştur.

Aşırı güvenin kısa vadeli kaldıraç oranını pozitif yönde etkilediği bulgusu, Dao (2019), Pham ve Nguyen (2019) ve Yao (2019) çalışmalarındaki sonuçlarla uyumludur. Dao (2019) ve Pham ve Nguyen (2019), Vietnam'da; Yao (2019) ise Çin'de aşırı güvenin kısa vadeli borçlanmayı artırdığını rapor etmiştir. Ancak, bu bulgu, Ataullah vd. (2017) çalışmasıyla farklılık göstermektedir. Ataullah vd. (2017), İngiltere'de 2000-2010 döneminde aşırı güvenli yöneticilerin fırsatları kaçırma riskini düşük gördüğü için kısa vadeli borç kullanımını azalttığını belirtmiştir. Bu farklılık, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasa dinamikleri ve aşırı güven ölçüm yöntemlerindeki çeşitlilikten kaynaklanabilir.

Aşırı güvenin kısa vadeli borçlanmayı artırması, davranışsal finans teorisiyle açıklanabilir. Aşırı güvenli yöneticiler, gelecekteki nakit akışlarını iyimser bir şekilde değerlendirir ve kısa vadeli borçlanmanın risklerini küçümser. Bu nedenle, büyüme fırsatlarını finanse etmek veya likidite ihtiyaçlarını karşılamak için kısa vadeli kredilere yönelirler. Gelişmekte olan ülkelerde finansal piyasaların sınırlı derinliği ve yüksek borçlanma maliyetleri, kısa vadeli borçlanmayı daha erişilebilir bir seçenek haline getirebilir. Konaklama sektörünün mevsimsel dalgalanmalara duyarlı yapısı, kısa vadeli borçlanmanın işletmelere esneklik sağladığı bir ortam yaratmaktadır. Aşırı güvenli yöneticiler, bu esnekliği kullanarak yeni yatırımlar, modernizasyon projeleri veya talep artışlarına hızlı yanıt verme gibi stratejik hamleler yapabilir. Ancak, yüksek enflasyon ve faiz oranlarının yaygın olduğu gelişmekte olan ülkelerde, kısa vadeli borçlanmanın artması, borç yenileme riskini ve finansal kırılganlığı artırabilir. Özellikle ekonomik kriz dönemlerinde, yüksek borç geri ödeme yükümlülükleri işletmeleri savunmasız hale getirebilir.

Aşırı güvenin uzun vadeli kaldıraç oranını negatif yönde etkilediği bulgusu, Purhanudin ve Zakaria (2015) ile Pham ve Nguyen (2019) çalışmalarındaki sonuçlarla paralellik gösterirken, Ali ve Jarboi (2016) ve Abdeldayem ve Sedeek (2018) çalışmalarından farklıdır. Ali ve Jarboi (2016), Tunus'ta aşırı güvenli yöneticilerin uzun vadeli borçlanmayı tercih ettiğini; Abdeldayem ve Sedeek (2018) ise Mısır'da aşırı güvenin uzun vadeli borçlanma üzerinde etkisiz olduğunu bildirmiştir. Bu ayrışmalar, ülkelerin kurumsal yapıları, bankacılık sistemleri ve krediye erişim koşullarındaki farklılıklardan kaynaklanabilir.

Aşırı güvenin uzun vadeli borçlanmayı azaltması, yöneticilerin işletmenin gelecekteki mali gücünü iyimser bir şekilde değerlendirmesinden kaynaklanabilir. Bu yöneticiler, uzun vadeli borçlanmanın maliyetli ve riskli olduğunu düşünerek içsel kaynaklara veya kısa vadeli borçlara öncelik verebilir. Finansal hiyerarşi teorisi, bu eğilimi destekler; firmalar iç finansmanı tercih edip ve dış finansmana yalnızca gerektiğinde başvurabilmektedirler. Gelişmekte olan ülkelerde uzun vadeli

borçlanmanın yüksek maliyetleri ve sınırlı erişilebilirliği, aşırı güvenli yöneticilerin bu tür finansmandan uzak durmasını pekiştirebilmektedir. Ancak, konaklama sektörünün sermaye yoğun yapısı ve mevsimsel dalgalanmalara duyarlılığı, uzun vadeli borçlanmanın sağladığı finansal esnekliği kritik hale getirmektedir. Aşırı güvenin uzun vadeli borçlanmayı sınırlandırması, işletmelerin büyüme fırsatlarını değerlendirme, yenileme projelerini yürütme veya ekonomik krizlere karşı dayanıklılık geliştirme kapasitesini zayıflatırabilir. Bu durum, rekabet avantajını sürdürmeyi zorlaştırabilir ve uzun vadede iflas riskini artırabilir.

Davranışsal finans teorisi, aşırı güvenli yöneticilerin finansal riskleri küçümseydiğini ve kısa vadeli borçlanmayı daha az riskli gördüğünü öne sürmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde, finansal piyasaların yapısal kısıtlamaları bu eğilimi güçlendirebilmektedir. Dengeleme teorisi ile tam uyumlu olmayan bu bulgu, aşırı güvenli yöneticilerin rasyonel denge arayışından ziyade iyimser tahminlere dayalı kararlar aldığını gösterir. Yüksek faiz oranları ve ekonomik belirsizlikler, uzun vadeli borçlanmayı caydırıcı hale getirirken, kısa vadeli borçlanma, finansal erişim kolaylığı nedeniyle tercih edilir.

Gelişmekte olan ülkelerde konaklama işletmelerinin yatırımcıları, uzun vadeli finansmanla desteklenen sağlam finansal yapılar beklemektedirler. Aşırı güvenin uzun vadeli borçlanmayı azaltması, finansal istikrar konusunda endişelere yol açabilir ve yatırımcı güvenini zedeleyebilir. Bu durum, sermaye maliyetini artırarak işletmenin stratejik hedeflerine ulaşmasını zorlaştırabilir. Öte yandan, kısa vadeli borçlanmanın artması, likidite yönetiminde esneklik sağlasa da ekonomik dalgalanmalara karşı kırılganlığı artırabilir. Sonuç olarak, aşırı güvenin kısa vadeli borçlanmayı artırıcı, uzun vadeli borçlanmayı azaltıcı etkisi, konaklama işletmelerinin finansal stratejilerini şekillendirirken, gelişmekte olan ülkelerin ekonomik dinamikleriyle birlikte değerlendirilmelidir.

7)Gelişmiş ülkelerde faaliyet gösteren konaklama işletmeleri yöneticilerinde görülen aşırı güven eğiliminin firma değeri üzerinde etkisi var mıdır? Eğer etkiliyse aşırı güven eğilimi ile firma değeri arasında nasıl bir ilişki vardır?

Analiz sonuçları, gelişmiş ülkelerde faaliyet gösteren konaklama işletmelerinde yönetsel aşırı güvenin firma değerini istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönde etkilediğini ortaya koymuştur. Bu bulgu, Slothouber (2010), Veldel (2017) ve Sharpe vd. (2023) çalışmalarındaki sonuçlarla kısmen farklılık göstermektedir. Slothouber (2010), düşük seviyeli aşırı güvenin firma değeri üzerindeki etkisinin belirsiz olduğunu, ancak yüksek seviyeli aşırı güvenin yenilikçiliği teşvik ederek firma değerini artırabileceğini belirtmiştir. Bununla birlikte, bu durumun etkin olmayan kaldıraç ve yatırım kararlarına yol açabileceğini vurgulamıştır. Veldel (2017), 2006-2016 döneminde ABD’de 1683 işletme üzerinde yaptığı analizde, belirli bir seviye aşırı güvenin firma değerini maksimize ettiğini, ancak aşırı yüksek seviyelerde aşırı yatırım ve finansal sıkıntı maliyetlerinin firma değerine zarar verebileceğini rapor etmiştir. Sharpe vd. (2023) ise 1994-2019 yılları arasında ABD’de aşırı güvenin, müşteri memnuniyeti

aracılığıyla firma değerine dolaylı olarak olumlu katkı sağladığını bulmuştur. Bu çalışmalar, aşırı güvenin firma değeri üzerindeki etkisinin tek bir faktörle açıklanamayacağını ve bağlamsal faktörler doğrultusunda değişebileceğini göstermektedir.

Davranışsal finans teorisi, aşırı güvenli yöneticilerin riskleri küçümseme ve piyasa gerçeklerinden bağımsız kararlar alma eğiliminde olduğunu öne sürmektedir. Gelişmiş ülkelerdeki konaklama işletmelerinde bu eğilim, yoğun rekabet, mevsimsel talep dalgalanmaları ve değişken müşteri beklentileriyle birleştiğinde, firma değeri üzerinde olumsuz etkiler yaratabilir. Aşırı güvenli yöneticiler, yetersiz piyasa analizine dayalı agresif genişleme, yanlış fiyatlandırma politikaları veya düşük getirili yatırımlar gibi kararlar alabilir. Bu tür stratejiler, likidite sıkışıklığı, karlılıkta azalma ve nihayetinde firma değerinde düşüş gibi sonuçlar doğurabilir. Konaklama sektörünün sermaye yoğun yapısı, bu hataların etkisini daha da artırabilir.

Finans teorisi açısından, Modigliani ve Miller'in sermaye yapısı teorisi, etkin piyasalarda borç finansmanının vergi avantajları sağlayabileceğini öne sürer. Ancak, aşırı güvenli yöneticiler, içsel kaynaklara aşırı güvenerek dış finansmanı sınırlandırabilir, bu da borç/özsermaye dengesini bozarak firma değerini olumsuz etkileyebilir. Gelişmiş ülkelerin istikrarlı finansal sistemleri ve yüksek likiditeli sermaye piyasaları, yöneticilerin aşırı iyimser kararlar almasına zemin hazırlayabilir. Bu ortamda, aşırı güven, piyasa risklerinin göz ardı edilmesine ve suboptimal finansal stratejilere yol açabilir.

Konaklama sektörünün ölçek ekonomileri, büyük işletmelerin müşteri tabanını genişletme, marka bilinirliğini artırma ve ekonomik dalgalanmalara karşı direnç geliştirme potansiyelini desteklemektedir. Ancak, aşırı güvenli yöneticiler, işletmenin finansal gücünü ve piyasa konumunu yanlış değerlendirerek bu avantajları riske atabilir. Örneğin, hızlı genişleme veya düşük getirili projelere yatırım, ölçek ekonomilerinden beklenen faydaları sınırlayabilir. Ayrıca, gelişmiş ülkelerde sürdürülebilirlik ve kurumsal sosyal sorumluluk, firma değerini belirleyen kritik faktörlerdir. Aşırı güvenli yöneticiler, bu alanlara yeterli yatırım yapmayı maliyetli veya önemsiz görerek, çevresel ve etik beklentileri karşılayan işletmelerin sağladığı uzun vadeli değeri göz ardı edebilir. Bu durum, tüketici ve yatırımcı tercihlerini olumsuz etkileyerek firma değerinde düşüşe neden olabilir.

Sonuç olarak, gelişmiş ülkelerdeki konaklama işletmelerinde yönetsel aşırı güven, firma değerini negatif yönde etkileyerek finansal ve operasyonel sürdürülebilirliği riske atabilmektedir. Bu etki, sektörün rekabetçi ve kırılgan yapısıyla birleştiğinde daha belirgin hale gelebilir. Yöneticilerin aşırı güven eğilimini dengeleyici kurumsal yönetim mekanizmaları ve piyasa analizine dayalı karar alma süreçleri, bu olumsuz etkileri azaltmada kritik önem taşımaktadır.

8)Gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren konaklama işletmeleri yöneticilerinde görülen aşırı güven eğiliminin firma değeri üzerinde etkisi var mıdır? Eğer etkiliyse aşırı güven eğilimi ile firma değeri arasında nasıl bir ilişki vardır?

Analiz sonuçları, gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren konaklama işletmelerinde yönetsel aşırı güvenin firma değerini istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönde etkilediğini ortaya koymuştur. Bu bulgu, Kasiani vd. (2015), Kunjal vd. (2021) ve Moghadam vd. (2016) çalışmalarındaki sonuçlarla uyumludur. Kasiani vd. (2015), 2009-2013 döneminde Tahran Borsası'nda 38 işletme üzerinde yaptığı analizde, aşırı güvenin firma değerini negatif etkilediğini rapor etmiştir. Kunjal vd. (2021), Johannesburg Menkul Kıymetler Borsası'nda benzer bir negatif etki bulurken, Moghadam vd. (2016), 2009-2014 döneminde Tahran Borsası'nda 84 işletmede aşırı güvenin bilgi asimetrisini artırarak piyasa performansını olumsuz etkilediğini göstermiştir. Ancak, bu bulgu, Ye ve Yuan (2008) çalışmasıyla farklılık göstermektedir. Ye ve Yuan (2008), 2004-2006 döneminde Çin'de 329 işletme üzerinde yaptığı analizde, yöneticilerin güven düzeyinin başlangıçta firma değerini artırdığını, ancak aşırı güven seviyesine ulaşıldığında negatif bir etkiye dönüştüğünü belirtmiştir. Bu bağlamda sonuçlar aşırı güven ve firma değeri arasındaki ilişkide dengeyi sağlayan bir güven düzeyinin, firma değeri açısından kritik bir belirleyici unsur olduğu ortaya konmaktadır.

Davranışsal finans teorisi aşırı güvenli yöneticilerin riskleri küçümseme, gelecekteki performansı iyimser tahmin etme ve gerçekçi olmayan büyüme hedefleri belirleme eğiliminde olduğunu vurgulamaktadır. Gelişmekte olan ülkelerdeki konaklama işletmelerinde bu eğilim, finansal sürdürülebilirliği tehdit eden hatalı yatırım kararlarına yol açabilir. Aşırı güvenli yöneticiler, piyasa belirsizliklerini yeterince dikkate almadan yüksek getirili projelere yatırım yapabilir, bu da finansal yapının kırılganlaşmasına ve firma değerinde düşüşe neden olabilir. Konaklama sektörünün sermaye yoğun yapısı ve mevsimsel nakit akışı dalgalanmaları da bu hataların olumsuz etkisini artırabilmektedir.

Konaklama sektöründe maliyet yönetimi, karlılığın sürdürülebilmesi için kritik öneme sahiptir. Ancak, aşırı güvenli yöneticiler, maliyet kontrol süreçlerini ihmal edebilir veya gereksiz harcamalara yol açabilir, bu da karlılığı ve firma değerini olumsuz etkileyebilir. Ayrıca, aşırı güven, finansal kaldıraç oranlarını artırarak borç yükünü yükseltebilir. Gelişmekte olan ülkelerde yüksek faiz oranları ve kredi maliyetleri, aşırı borçlanmayı riskli hale getirir ve finansal istikrarı zayıflatır.

Gelişmekte olan ülkelerin ekonomik ve kurumsal yapıları, aşırı güvenin firma değeri üzerindeki olumsuz etkisini artırmaktadır. Düşük ekonomik istikrar, olgunlaşmamış finansal piyasalar ve yetersiz düzenleyici çerçeveler, aşırı güvenli yönetim stratejilerinin risklerini artırmaktadır. Enflasyon, döviz kuru dalgalanmaları ve faiz oranı belirsizlikleri, finansal kararları doğrudan etkilemektedir. Aşırı güvenli yöneticiler, bu makroekonomik riskleri göz ardı ederek iyimser yatırım kararları alabilir, bu da firma değerinde kayıplara yol açabilir. Finansal piyasaların sınırlı derinliği, dış finansmana erişimi zorlaştırır ve yüksek kredi maliyetleri, stratejik borç yönetimini gerektirir. Ancak, aşırı güvenli yöneticiler, bu kısıtlamaları yeterince değerlendirmeden riskli finansal kararlar alabilir. Kurumsal yönetim standartlarının gelişmiş ülkelere kıyasla daha zayıf olduğu gelişmekte olan ülkelere, aşırı güven kaynaklı kararları denetleyecek iç kontrol mekanizmaları da yetersiz kalabilmektedir. Zayıf denetim, yöneticilerin kaynakları verimsiz kullanmasına ve finansal riskleri göz ardı etmesine olanak

tanır. Güçlü kurumsal yönetim eksikliği, aşırı güvenin firma değerine yönelik olumsuz etkilerini artırarak uzun vadeli finansal sağlığı tehdit eder.

Sonuç olarak, gelişmekte olan ülkelerdeki konaklama işletmelerinde yönetsel aşırı güven, firma değerini negatif yönde etkileyerek finansal ve operasyonel sürdürülebilirliği riske atar. Bu etki, ekonomik belirsizlikler, finansal piyasa kısıtlamaları ve zayıf kurumsal yönetimle birleştiğinde daha belirgin hale gelir. Aşırı güvenin olumsuz etkilerini azaltmak için güçlü iç kontrol mekanizmaları ve piyasa koşullarına duyarlı karar alma süreçleri kritik önem taşır.

9)Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren konaklama işletmelerinde yönetsel aşırı güvenin, piyasa değeri/defter değeri oranının, işletme büyüklüğünün, faiz ve vergi öncesi kar/toplam varlıklar oranının sermaye yapısına etkisi açısından benzerlik veya farklılıklar var mıdır?

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren konaklama işletmelerinde yönetsel aşırı güven (AG), piyasa değeri/defter değeri oranı (PDDD), işletme büyüklüğü (FB) ve faiz ve vergi öncesi kâr/toplam varlıklar oranı (FK) değişkenlerinin sermaye yapısına etkileri, toplam kaldıraç oranı (Model 1), kısa vadeli kaldıraç oranı (Model 2) ve uzun vadeli kaldıraç oranı (Model 3) bağlamında analiz edilmiştir. Bulgular, Tablo 4.57’de özetlenmiş olup, aşağıda karşılaştırmalı olarak değerlendirilmiştir.

Tablo 4.57. Model 1, 2 ve 3’e İlişkin Karşılaştırmalı Bulgular

Gelişmiş ülke örnekleme sonuçları			Gelişmekte olan ülke örnekleme sonuçları	
	Yönü	Sonuç	Yönü	Sonuç
MODEL1 (Bağımlı Değişken: Toplam Kaldıraç Oranı)				
AG	Negatif	Anlamlı	Pozitif	Anlamsız
PDDD	Pozitif	Anlamlı	Pozitif	Anlamlı
FB	Pozitif	Anlamlı	Pozitif	Anlamlı
FK	Negatif	Anlamlı	Negatif	Anlamsız
MODEL2 (Bağımlı Değişken: Kısa Vadeli Kaldıraç Oranı)				
AG	Negatif	Anlamlı	Pozitif	Anlamlı
PDDD	Pozitif	Anlamlı	Pozitif	Anlamlı
FB	Negatif	Anlamsız	Negatif	Anlamlı
FK	Pozitif	Anlamsız	Negatif	Anlamlı
MODEL3 (Bağımlı Değişken: Uzun Vadeli Kaldıraç Oranı)				
AG	Negatif	Anlamsız	Negatif	Anlamlı
PDDD	Pozitif	Anlamlı	Pozitif	Anlamsız
FB	Pozitif	Anlamlı	Pozitif	Anlamlı
FK	Negatif	Anlamlı	Pozitif	Anlamsız

Model 1’e ilişkin bulgular, gelişmiş ülkelerde yönetsel aşırı güvenin toplam kaldıraç oranını negatif ve anlamlı şekilde etkilediğini, gelişmekte olan ülkelerde ise pozitif ancak anlamsız bir etki gösterdiğini ortaya koymaktadır. Gelişmiş ülkelerde yöneticilerin aşırı güven eğilimi, borçlanma politikasıyla ters yönlü bir ilişki göstermekte ve iç kaynaklara yönelimle açıklanmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde ise finansman kararları, piyasa koşulları, krediye erişim imkânları ve ekonomik

dinamikler tarafından belirlendiğinden, aşırı güvenin toplam borç üzerindeki etkisi belirsiz kalmaktadır. Gelişmiş ülkelerde konaklama işletmeleri, güçlü finansal sistemler ve yüksek nakit akışı kapasiteleri sayesinde dış finansmana daha az ihtiyaç duyarken, gelişmekte olan ülkelerde finansal kısıtlamalar ve ekonomik belirsizlikler nedeniyle borçlanma konusunda temkinli davranılmaktadır. Bu farklılıklar, gelişmiş ülkelerde yöneticilerin finansal kararlar üzerindeki etkisinin daha belirgin, gelişmekte olan ülkelerde ise piyasa koşullarının baskın olduğunu göstermektedir.

Piyasa değeri/defter değeri oranı, her iki ülke grubunda toplam kaldıraç oranı üzerinde pozitif ve anlamlı bir etki yaratmaktadır. Bu durum, söz konusu oranın sermaye yapısı üzerindeki etkisinin ekonomik gelişmişlik düzeyinden bağımsız olarak benzer şekilde işlediğini ortaya koymaktadır. Gelişmiş ülke örneklemini kapsamında yapılan analizde piyasa değeri/defter değeri oranı değişkeni ile toplam kaldıraç oranı arasında pozitif ilişkiye yönelik bulgu, Boutzias (2018), Cronqvist vd. (2012) ve Esghaier (2017) çalışmalarının bulgularıyla örtüşmemektedir. Çalışmalar incelendiğinde farklılığın ölçüm yöntemlerinden kaynaklanabileceği düşünülmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde ise saptanan pozitif yönlü bu ilişki, Park ve Kim (2009) çalışmasıyla paralellik göstermekte, ancak Tomak (2013) çalışmasıyla farklılık arz etmektedir. Tomak (2013), 2002-2011 yıllarında 115 işletme üzerinde yaptığı analizde bu ilişkinin anlamsız olduğunu belirtmiştir. Söz konusu çalışmaların analiz dönemleri ve örneklem büyüklükleri göz önünde bulundurulduğunda, farklı veri aralıkları ve örneklem gruplarının sonuçlar üzerinde etkili olduğu ifade edilebilmektedir.

Gelişmiş ülkelerde piyasa değeri/defter değeri oranının ortalama 0,7723 olması, piyasanın temkinli bir yaklaşım benimsediğini; gelişmekte olanlarda 1,0603 olması ise işletmelerin defter değerine kıyasla daha yüksek değerlendirildiğini, ancak büyük bir değerlendirme farkı bulunmadığını göstermektedir. Bu durum, gelişmekte olan ülkelerdeki ekonomik belirsizlikler, döviz kuru dalgalanmaları ve makroekonomik istikrarsızlıkların yatırımcı risk algısını artırarak piyasa değerini baskıladığını ortaya koymaktadır. Konaklama sektörünün turizm talebine ve ekonomik koşullara duyarlılığı, yatırımcıların ihtiyatlı bir yaklaşım sergilemesine neden olabilmektedir.

Piyasa değeri/defter değeri oranı düşük olan işletmelerde bu oranın toplam kaldıraç oranını pozitif etkilemesi, konaklama sektörünün sermaye yoğun yapısı ve sürekli finansman ihtiyacıyla açıklanabilir. Özkaynak finansmanına erişim zorluğu veya yüksek fonlama maliyetleri, borçlanmayı tercih edilebilir kılmaktadır. Finans teorisine göre, borç kullanımının vergi avantajları, özellikle gelişmiş ülkelerde etkin vergi sistemleriyle birleştiğinde, kaldıraç oranlarını artırabilir. Gelişmiş ülkelerde finansal istikrar ve kurumsal yönetim kalitesi, kredi verenlerin güvenini artırarak borçlanmayı kolaylaştırır. Gelişmekte olan ülkelerde ise yüksek büyüme potansiyeli, borçlanma yoluyla yatırımları teşvik eder. Konaklama sektörünün mevsimsel dalgalanmaları, işletmelerin nakit akışlarını dengelemek için borçlanmaya yönelmesine neden olur. Piyasa değeri/defter değeri oranının yüksek olması, yatırımcı güvenini artırarak finansman erişimini kolaylaştırır ve büyüme stratejilerini desteklemektedir.

Firma büyüklüğü, her iki ülke grubunda toplam kaldıraç oranını pozitif ve anlamlı şekilde artırmaktadır. Bu sonuç, firma büyüklüğünün farklı ekonomik gelişmişlik seviyelerinde tutarlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Gelişmiş ülkelerde ortalama firma büyüklüğü 8,0395, gelişmekte olanlarda 8,0337 olarak belirlenmiştir; bu, konaklama sektörünün geniş varlık portföyleri gerektiren yapısını yansıtmaktadır. Bulgular, Jong (2017), Barbosa (2019), Yong Hai (2010) ve Tomak (2013) çalışmaları ile uyumluyken, Boutzias (2018) çalışması ile farklılık göstermektedir. Boutzias (2018), ABD’de küçük firmaların daha kolay kredi alabilmesiyle negatif bir ilişki rapor etmiştir.

Firma büyüklüğünün kaldıraç üzerindeki bu pozitif etkisi, konaklama sektörünün yapısal özellikleriyle açıklanabilmektedir. Konaklama sektörünün sermaye yoğun bir yapıya sahip olması, bu ilişkinin temel sebeplerinden biri olarak öne çıkmaktadır. Oteller ve tatil köyleri gibi büyük sabit yatırımları gerektiren işletmeler, rekabet avantajı elde etmek ve operasyonlarını sürdürülebilir kılmak amacıyla yüksek düzeyde dış finansman kullanma eğilimindedir. Büyük ölçekli işletmelerin geniş varlık tabanı ve yüksek finansal esnekliği, onların borçlanma kapasitelerini artırmakta ve kaldıraç kullanımını desteklemektedir. Ayrıca dengeleme teorisine göre, büyük firmalar vergi avantajlarından yararlanırken, düşük iflas riski sayesinde daha fazla borçlanabilir. Finansal hiyerarşi teorisi ise büyük firmaların düşük bilgi asimetrisiyle daha uygun koşullarda borçlanabildiğini öne sürmektedir. Gelişmiş ülkelerde finansal istikrar ve düşük faiz oranları, gelişmekte olanlarda ise kredi politikalarının büyük firmalara avantaj sağlaması, bu etkiyi güçlendirmektedir.

Firma karlılığı, gelişmiş ülkelerde toplam kaldıraç oranını negatif ve anlamlı şekilde etkilerken, gelişmekte olanlarda anlamsız bir etkiye sahip olduğu saptanmıştır. Gelişmiş ülkelerde ortalama karlılık oranı 1,0641 olup, işletmelerin varlıklarını verimli kullanarak güçlü operasyonel karlılık sağladığını göstermektedir. Bu bulgu Oliver (2005), Malmendier vd. (2007) ve Tan (2017) çalışma bulgularıyla uyumludur. Finansal hiyerarşi teorisine göre, kârlı işletmeler iç kaynakları tercih ederek borçlanmayı azaltmaktadır. Gelişmekte olanlarda karlılığın etkisi, yüksek borçlanma maliyetleri ve makroekonomik belirsizlikler nedeniyle sınırlıdır. Bu sonuç, Rihab ve Lotfi (2016) ve Abdeldayem ve Sedeek (2018) çalışmalarıyla uyumludur.

Model 2’de, gelişmiş ülkelerde aşırı güven kısa vadeli kaldıraç oranını negatif ve anlamlı, gelişmekte olanlarda ise pozitif ve anlamlı etkilediği saptanmıştır. Gelişmiş ülkelerde yöneticiler, risk algısının düşüklüğü nedeniyle kısa vadeli borçlanmadan kaçınırken gelişmekte olanlarda ise finansman ihtiyaçları ve büyüme fırsatları kısa vadeli borçlanmayı teşvik edebilmektedir. Piyasa değeri/defter değeri oranı, her iki grupta kısa vadeli kaldıraç oranını pozitif ve anlamlı etkilemektedir. Bu sonuç Mundi ve Kaur (2022) ve Shang (2021) çalışmaları ile uyumludur, çalışmalar incelendiğinde sonuçlardaki benzerliklere, ülke gruplarının ve işletme büyüklüklerinin neden olduğu yorumu yapılabilmektedir. Gelişmekte olan ülke örneğinde piyasa değeri/defter değeri oranının, kısa vadeli kaldıraç oranını pozitif yönde etkilediği bulgusu, Pham ve Nguyen’in (2019) çalışmasındaki sonuçlarla

örtüşmemektedir. Bu bağlamda sonucun sadece ülkelerin ekonomik koşulların değil, sektörel farklılıklar veya diğer faktörlerin de etkili olabileceğini göstermektedir.

Firma büyüklüğü, gelişmiş ülkelerde kısa vadeli kaldıraç üzerinde anlamsız, gelişmekte olanlarda negatif ve anlamlı bir etki yaratmaktadır. Bu sonuç, Rocca (2019) çalışma bulguları ile örtüşmektedir. Firma karlılığı gelişmiş ülkelerde anlamlı bir etki göstermezken, gelişmekte olan ülkelerde kısa vadeli borçlanmayı azaltıcı bir etki oluşturmaktadır. Gelişmekte olan ülke örneğine ilişkin sonuç Yao (2019) çalışma bulgularıyla uyumludur. Ancak Purhanudin ve Zakaria (2015) çalışmasında aşırı güvenin borç vadesine etkisi incelenmiş ve karlılığın kısa vadeli borç üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin bulunmadığı belirtilmiştir. Wei (2011) çalışmasında ise işletmelerin karlılığı arttıkça daha fazla kısa vadeli borç kullanmayı tercih ettikleri belirlenmiştir. Çalışmalardaki karlılık ölçüm yöntemleri incelendiğinde, sonuçlardaki farklılığın ölçüm yöntemlerinden kaynaklı olabileceği ifade edilebilmektedir.

Model 3'te, gelişmiş ülkelerde aşırı güvenin uzun vadeli kaldıraç oranı üzerindeki etkisi anlamsız, gelişmekte olanlarda ise negatif ve anlamlı bulunmuştur. Gelişmiş ülkelerde kurumsal yapılar, aşırı güvenin etkisini sınırlandırırken, gelişmekte olanlarda iyimser tahminler uzun vadeli borçlanmayı azaltabilmektedir. Piyasa değeri/defter değeri oranı, gelişmiş ülkelerde uzun vadeli kaldıraç oranını pozitif etkilediği saptanmıştır. Bu bulgu literatürde farklılık göstermektedir. Seo vd., (2017) ABD'de faaliyet gösteren işletmelerden oluşan örnekleminde piyasa değeri/ defter değeri oranının uzun vadeli kaldıraç oranı negatif yönde etkilediğini belirtmiştir. Xu (2014), Vivian (2017), Ataullah vd., (2017) çalışmalarında ise İngiltere merkezli işletmeler üzerinde piyasa değeri / defter değeri oranı ile uzun vadeli kaldıraç oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmadığı tespit edilmiştir. Bu bağlamda, ülke gruplarının sonuçlardaki farklılıkları açıklamada bir faktör olabileceği düşünülmektedir. Gelişmekte olan ülke grubunda ise bu ilişki anlamsızdır.

Firma büyüklüğünün her iki grupta uzun vadeli kaldıraç oranını pozitif etkilediği saptanmıştır. Bu sonuç Xu (2014), Seo vd. (2017), Wei (2011), Ali ve Jarboi (2016), Dao (2019) ve Mundi ve Kaur (2022) çalışma bulguları ile örtüşmektedir. Firma karlılığının ise gelişmiş ülkelerde uzun vadeli borçlanmayı negatif etkilediği saptanmıştır. Bu sonuç Landier (2008), çalışma sonuçlarıyla farklılık göstermektedir. Landier (2008) çalışmasında, firma karlılığının bankalar için uzun vadeli borç finansmanı sağlama konusunda birincil belirleyici olmayabileceği ve bu ilişkinin istatistiksel olarak anlamlı bir sonuç vermediği belirtilmiştir. Sonuçlardaki farklılığın olası nedenlerinden biri sektör etkisi olabilir. Gelişmekte olan ülkelerde ise bu ilişki anlamsızdır. Gelişmiş ülkelerde yüksek karlılık, özkaynak finansmanını teşvik ederken, gelişmekte olanlarda finansal piyasaların kısıtlamaları karlılığın etkisini zayıflatabilmektedir.

Sonuç olarak, piyasa değeri/defter değeri oranı ve firma büyüklüğü, her iki ülke grubunda toplam ve uzun vadeli kaldıraç oranlarını artırarak ekonomik gelişmişlik düzeyinden bağımsız olarak

tutarlı etkiler sergilemektedir. Bu durum, dengeleme teorisinin öngördüğü şekilde, borçlanmanın vergi avantajları ve sermaye maliyetinin optimizasyonu ile ilişkilendirilebilir. Piyasa değeri/defter değeri oranının yüksek olması, özellikle gelişmiş ülkelerde, işletmelerin büyüme potansiyeline olan yatırımcı güvenini yansıtarak borçlanma kapasitesini artırmaktadır (Park ve Kim, 2009). Firma büyüklüğünün etkisi, finansal hiyerarşi teorisinin düşük bilgi asimetrisi ve uygun borçlanma koşulları öngörüsüyle uyumludur; büyük konaklama işletmeleri, geniş varlık tabanları ve istikrarlı nakit akışlarıyla kredi piyasalarında avantaj elde etmektedirler (Jong, 2017; Barbosa, 2019). Yönetimsel aşırı güven ve firma karlılığı ise ekonomik ve finansal yapılar nedeniyle farklılaşmaktadır. Gelişmiş ülkelerde aşırı güven, borçlanmayı azaltıcı bir etki yaratırken (Malmendier vd., 2007), gelişmekte olan ülkelerde kısa vadeli borçlanmayı artırmakta, bu da davranışsal finans teorisinin iyimser tahminler ve risk küçümsemesi öngörülerıyla açıklanabilir (Rihab ve Lotfi, 2016). Firma karlılığı, gelişmiş ülkelerde borçlanmayı sınırlandırarak finansal hiyerarşi teorisinin iç kaynak önceliği ilkesini desteklemektedir (Oliver, 2005; Tan, 2017), ancak gelişmekte olan ülkelerde yüksek borçlanma maliyetleri ve makroekonomik belirsizlikler nedeniyle etkisi anlamsızdır (Abdeldayem ve Sedeek, 2018). Turizm sektörünün sermaye yoğun yapısı, yüksek sabit maliyetleri ve mevsimsel gelir dalgalanmaları, borçlanmayı stratejik bir finansman aracı haline getirmektedir. Gelişmiş ülkelerde, istikrarlı turizm talebi ve güçlü finansal piyasalar, uzun vadeli borçlanmayı desteklerken, işletmelerin büyük ölçekli yatırımları (örneğin, tesis yenileme veya genişletme) için borç kullanımı yaygındır (Seo, 2017, 2010). Gelişmekte olan ülkelerde ise ekonomik dalgalanmalar, döviz kuru riskleri ve sınırlı sermaye piyasası erişimi, kısa vadeli borçlanmayı likidite yönetimi için daha uygun hale getirmektedir. Bu durum, konaklama işletmelerinin esnek finansman stratejilerine olan ihtiyacını yansıtmaktadır (Tomak, 2013). Gelişmiş ülkelerdeki finansal istikrar, düşük faiz oranları ve etkili kurumsal yönetim, aşırı güvenin borçlanma üzerindeki etkisini sınırlandırarak finansal disiplini güçlendirmektedir (Mundi ve Kaur, 2022). Buna karşın, gelişmekte olan ülkelerde zayıf kurumsal yapılar, yüksek finansman maliyetleri ve ekonomik belirsizlikler, aşırı güvenin kısa vadeli borçlanmayı artırmaya ve uzun vadeli borçlanmayı azaltmaya yol açar (Pham ve Nguyen, 2019). Bu farklılıklar, finansal piyasaların derinliği, düzenleyici mekanizmalar ve makroekonomik koşulların sermaye yapısı kararlarındaki belirleyici rolünü ortaya koymaktadır. Konaklama sektörünün küresel rekabet ortamında sürdürülebilir büyüme sağlaması için, gelişmiş ülkelerde kurumsal yönetim mekanizmalarının daha da güçlendirilmesi, gelişmekte olan ülkelerde ise hem kurumsal yönetim mekanizmalarının güçlendirilmesi hem de finansal piyasalara erişimin iyileştirilmesi kritik önem taşımaktadır. Etkin risk yönetimi, borçlanma stratejilerinin optimize edilmesi ve kurumsal denetim mekanizmalarının geliştirilmesi, konaklama işletmelerinin finansal sürdürülebilirliği açısından büyük önem arz etmektedir.

10)Gelişmiş ülke ve gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren konaklama işletmelerinde yönetimsel aşırı güvenin, işletme büyüklüğünün, toplam yabancı kaynaklar / toplam varlıklar oranının, işletme faaliyetlerinden elde edilen nakit akış / toplam varlıklar oranının ve faiz ve vergi

öncesi kar /toplam varlıklar oranının firma değerine etkisi açısından benzerlik veya farklılıklar var mıdır?

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren konaklama işletmelerinde yönetimsel aşırı güvenin (AG), işletme büyüklüğünün (FB), toplam yabancı kaynaklar/toplam varlıklar oranının (TKLDRC), işletme faaliyetlerinden elde edilen nakit akış/toplam varlıklar oranının (NA) ve faiz ve vergi öncesi kâr/toplam varlıklar oranının (FK) firma değeri üzerindeki etkileri, Tablo 4.58’de özetlenen Model 4 bağlamında karşılaştırmalı olarak sunulmuştur.

Tablo 4.58. Model 4’e İlişkin Karşılaştırmalı Bulgular

Gelişmiş ülke örnekleme sonuçları			Gelişmekte olan ülke örnekleme sonuçları	
	Yönü	Sonuç	Yönü	Sonuç
MODEL4 (Bağımlı Değişken: Firma Değeri)				
AG	Negatif	Anlamli	Negatif	Anlamli
FB	Negatif	Anlamli	Negatif	Anlamli
TKLDRC	Pozitif	Anlamli	Negatif	Anlamsız
FK	Pozitif	Anlamsız	Pozitif	Anlamsız
NA	Pozitif	Anlamli	Pozitif	Anlamli

Bulgular, her iki ülke grubunda yönetici aşırı güveninin (AG) firma değerini negatif yönde etkilediğini ortaya koymaktadır. Davranışsal finans teorisi, hem gelişmiş (Roll, 1986; Doukas & Petmezas, 2007) hem de gelişmekte olan ülkelerde (Dashtbayaz & Mohammadi, 2016; Shah et al., 2018), aşırı güven kaynaklı hatalı yatırım kararlarının zamanla firma değerinde düşüşe neden olabileceğine işaret etmektedir. Gelişmiş ülkelerde, finansal piyasaların derinliği, şeffaf kurumsal yönetim ve rekabetçi piyasa koşulları, AG’nin etkisini sınırlandırmaya çalışsa da, yöneticilerin aşırı iyimser büyüme stratejileri ve borç/özsermaye dengesini bozan kararları firma değerini olumsuz etkilemektedir. Bu durum, konaklama sektörünün yüksek sabit maliyetleri ve mevsimsel talep dalgalanmalarıyla birleştiğinde, hatalı yatırım kararlarının finansal sürdürülebilirliği tehdit ettiği bir ortam yaratmaktadır. Örneğin, lüks otel zincirlerinin aşırı güven kaynaklı kapasite artırımı, talep düşüşlerinde finansal kayıplara yol açabilmektedir. Gelişmekte olan ülkelere ise ekonomik belirsizlikler, yüksek borçlanma maliyetleri ve zayıf kurumsal yönetim, AG’nin olumsuz etkisini derinleştirmektedir. Yöneticilerin piyasa dalgalanmalarını göz ardı eden iyimser tahminleri, özellikle döviz kuru riskleri ve yüksek faiz oranlarıyla birleştiğinde, finansal kırılganlıkları artırmakta ve firma değerini daha belirgin şekilde düşürmektedir. Konaklama sektöründe, gelişmekte olan ülkelerdeki işletmeler genellikle yerel pazar dinamiklerine odaklanmakta ve uluslararası rekabet gücünden yoksun kalmaktadır; bu da AG’nin riskli kararlarının etkisini artırmaktadır. Her iki grupta AG’nin firma değerine zarar verdiği gözlemlenmekte, ancak gelişmekte olan ülkelere finansal sistemlerin sınırlılıkları ve ekonomik belirsizlik hâli nedeniyle bu etki daha yıkıcı olabilmektedir.

Firma büyüklüğü (FB), her iki ülke grubunda firma değerini negatif ve anlamlı şekilde etkilemektedir. Finansal hiyerarşi teorisine göre, büyük firmalar düşük bilgi asimetrisiyle daha kolay

finansman erişimi sağlasa da, ölçek büyüdükçe operasyonel karmaşıklık ve yönetim maliyetleri artmaktadır. Konaklama sektöründe, büyük işletmeler yüksek sabit maliyetler (örn. tesis bakımı, enerji, işgücü) ve sermaye yoğun yatırımların uzun geri dönüş süreleri nedeniyle finansal risklere daha açıktır. Gelişmiş ülkelerde, ortalama FB 8,0395 olup, bu, sektörün geniş varlık portföyleri gerektiren yapısını yansıtmaktadır. Ancak, yüksek kira ve enerji maliyetleri karlılığı baskılamakta, yatırımcılar ise büyük işletmelerin azalan verimliliği ve rekabet avantajı kaybı nedeniyle temkinli davranmaktadır. Küçük ve orta ölçekli işletmelerin esnek yapıları, müşteri taleplerine (örn. kişiselleştirilmiş hizmetler) hızlı adaptasyon sağlayarak rekabet avantajı yaratmaktadır.

Gelişmiş ülkelerde bu bulgu, Vitanova (2019) ile çelişmektedir. Vitanova, 2006-2011 döneminde ABD’de FB’nin firma değerini pozitif etkilediğini belirtmiştir. Bu doğrultuda gelişmiş ülke örnekleminde firma büyüklüğünün firma değeri üzerindeki etkisinin tek tip bir model ile açıklanamayacağı, ülkeler ve sektörler arasında değişebileceği çıkarımı yapılabilir.

Gelişmekte olan ülke örnekleminde firma büyüklüğü değişkeninin firma değeri üzerindeki negatif yönde etkisi, Gao vd. (2021) ve Guluma (2021) çalışma bulguları ile örtüşürken, Kasiani vd. (2015) ve Kunjal vd. (2021) ile farklılık göstermektedir. Literatürde, gelişmekte olan ülkeler örnekleminde ilişkin bulguların çeşitlilik gösterdiği ve bu ilişkinin ülke koşulları ile zaman dilimine bağlı olarak farklılaşabildiği gözlemlenmektedir. Gelişmekte olan ülkelere, büyük işletmeler yerel pazarlara odaklanmakta, uluslararası rekabet gücü eksikliği ve operasyonel hantallık nedeniyle esneklik kaybı yaşamaktadır. Finansal sistemlerin sınırlılığı, yüksek borçlanma maliyetleri ve değişen tüketici taleplerine uyum zorluğu, büyük işletmelerin risk algısını artırarak firma değerini düşürmektedir. Finans teorisi açısından, büyük ölçekli konaklama işletmelerinin ölçek ekonomisi avantajları, bürokratik süreçler ve yönetim karmaşıklığıyla gölgelenmekte, bu da firma değerini olumsuz etkilemektedir.

Toplam kaldıraç oranı (TKLDRÇ), gelişmiş ülkelerde firma değerini pozitif yönde etkilerken, gelişmekte olan ülkelere anlamsızdır. Gelişmiş ülkelere faaliyet gösteren konaklama işletmelerinde, toplam kaldıraç oranının firma değeri üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkiye sahip olduğu bulgusu Cho vd. (2021) çalışma bulgusu ile paralellik gösterirken, Verde (2017) ve Kang vd. (2018) çalışmaları ile örtüşmemektedir. Çalışmalar incelendiğinde farklılıklar, veri setlerinin kapsamı, analiz dönemleri ve örneklem gruplarıyla ilişkilendirilebilmektedir.

Dengeleme teorisine göre, borçlanma vergi avantajları sağlayarak sermaye maliyetini düşürmekte ve firma değerini artırmaktadır. Gelişmiş ülkelere, derin ve likit finansal piyasalar, düşük faiz oranları ve sağlam kurumsal yönetim, borçlanmanın etkin kullanımını desteklemektedir. Konaklama sektöründe, TKLDRÇ tesis yenileme, modernizasyon veya yeni pazarlara giriş gibi yüksek getiri potansiyelli projelerde kullanıldığında, gelir ve karlılığı artırarak firma değerine katkıda bulunmaktadır. Örneğin, bir otel zincirinin borçlanmayla gerçekleştirdiği dijital dönüşüm yatırımları, müşteri deneyimini iyileştirerek marka değerini güçlendirmektedir. Vergi avantajları, faiz ödemelerinin

vergiden düşülmesiyle borçlanmayı cazip kılmakta; bu, gelişmiş ülkelerin etkin vergi sistemleriyle birleştiğinde daha belirgindir.

Gelişmekte olan ülkelerde, ekonomik belirsizlikler, yüksek faiz oranları ve döviz kuru dalgalanmaları, borçlanmanın maliyetini artırmakta ve etkin kullanımını sınırlandırmaktadır. Konaklama işletmeleri, genellikle uzun vadeli gayrimenkul yatırımları için borçlanmakta; bu yatırımların geri dönüş süreleri, kısa vadede firma değerine katkıyı kısıtlamaktadır. Finansal piyasaların sığılığı ve teminat odaklı kredi politikaları, borçlanmanın risklerini artırarak TKLDRÇ'nin firma değerine etkisini anlamsız hale getirmektedir. Konaklama sektörünün sermaye yoğun yapısı, gelişmiş ülkelerde borçlanmayı stratejik bir araç yaparken, gelişmekte olan ülkelere finansal kısıtlamalar bu avantajı sınırlandırabilmektedir.

Bulgular incelendiğinde, firma karlılığının firma değeri üzerindeki etkisinin her iki grupta da anlamsız olduğu saptanmıştır. Bulgu gelişmekte olan ülke örneklemelerinde yapılan Yıkılmaz (2022) ve Kunjal vd., (2021) çalışmaları ve gelişmiş ülke örneğinde yapılan Slothouber (2010) çalışma bulguları ile farklılık arz etmektedir. Yıkılmaz (2022) çalışmasında, BİST Gıda sektöründeki işletmelerde öz sermaye karlılığı ile negatif yönlü ilişki olduğu belirlenmiştir. Kunjal vd., (2021) çalışmasında aktif karlılıkla firma değeri arasında pozitif yönlü bir ilişki saptanmıştır. Slothouber (2010) karlılığı yüksek firmaların daha yüksek piyasa değerine sahip olduğu belirtmiştir. Sonuçlardaki farklılığın, farklı karlılık ölçütlerinin tercih edilmesinden dolayı kaynaklanmış olabileceği düşünülmektedir.

Her ülke örneğinde firma karlılığının firma değeri üzerindeki etkisinin anlamsız olduğuna dair bulgu, finans kuramı ve sektör dinamikleri çerçevesinde değerlendirilebilir. Firma değeri, gelecekteki nakit akışlarının bugünkü değeriyle belirlenirken, karlılık bu akışların temel göstergesidir. Ancak, konaklama sektörünün yüksek sabit maliyetleri, mevsimsel gelir dalgalanmaları ve yoğun rekabet, karlılığın firma değerine doğrudan yansımaları sınırlandırabilmektedir. Gelişmiş ülkelere, ortalama FK 1,0641 olup, işletmelerin verimli varlık kullanımıyla karlılık sağladığını göstermektedir. Ancak, yatırımcılar karlılıktan ziyade uzun vadeli büyüme potansiyeli, marka değeri ve müşteri sadakatine odaklanmaktadır. Düşük borçlanma maliyetleri ve geniş finansman seçenekleri, karlılığı düşük firmaların bile büyüme stratejileri uygulamasını sağlamaktadır. Bu sonuç FK'nın etkisini anlamsız kılmaktadır.

Öte yandan, konaklama işletmeleri yoğun rekabet ortamında marka bilinirliği, hizmet kalitesi ve müşteri deneyimi gibi maddi olmayan varlıklarla değer kazanmaktadır. Karlılık çoğu zaman yeni yatırımlara, pazarlama faaliyetlerine ve sürdürülebilirlik projelerine yönlendirilmekte, bu da dönemsel karlılığın firma değerine doğrudan yansımaları engelleyebilmektedir.

İşletme faaliyetlerinden elde edilen nakit akış (NA), her iki ülke grubunda firma değerini pozitif ve anlamlı şekilde etkilemektedir. Finansal hiyerarşi teorisine göre, NA iç kaynak olarak finansal

esneklik sağlamakta ve firma değerini artırmaktadır. Konaklama sektöründe, yüksek sabit maliyetler ve sezonsal dalgalanmalar, güçlü nakit akışlarını kritik hale getirmektedir. NA, borçlanmaya gerek kalmadan yenileme, kapasite artırımı ve sürdürülebilirlik yatırımlarını finanse etmekte ve böylece müşteri memnuniyetini ve marka değerini güçlendirerek firma değerini yükseltmektedir. Gelişmiş ülkelerde düşük ekonomik riskler, şeffaf finansal raporlama ve yüksek kurumsal yönetim standartları, NA'nın etkisini artırmaktadır. Gelişmiş ülke grubunda NA oranının firma değeri üzerinde pozitif yönde bir etkisinin olması, Chen (2012) çalışması ile uyumluyken, Sharpe vd. (2023) çalışması ile farklılık göstermektedir.

Gelişmekte olan ülkelerde ise dış finansman kısıtlamaları ve yüksek borçlanma maliyetleri, NA'nın önemini daha da artırmaktadır. NA, ekonomik dalgalanmalara karşı finansal istikrar sağlamakta ve yatırımcı güvenini desteklemektedir. Gelişmekte olan ülke grubuna ilişkin bulgu, Shah vd. (2018) çalışması ile paralellik gösterirken, Tang (2020) ve Ye (2008) çalışmaları ile farklılık arz etmektedir; bu, piyasa yapıları ve analiz dönemlerinden kaynaklanabilir. Hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde farklı sonuçların ortaya çıkması, ülkelerin piyasa yapıları ve ekonomik istikrar seviyelerinin değişken olmasından ve kullanılan analiz dönemleri kaynaklanabilir. Konaklama sektöründe (NA), operasyonların sürdürülebilirliği ve büyümenin finansmanı açısından önemli bir rol üstlenmektedir. Gelişmiş ülkelerde bu rol, gelişmiş finansal piyasaların sunduğu imkânlarla desteklenmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde ise dış finansman yetersizliği, iç kaynak kullanımını zorunlu kılmaktadır.

Sonuç olarak, YAG ve FB, her iki ülke grubunda firma değerini negatif etkileyerek tutarlı bir eğilim sergilemekte; NA ise pozitif ve anlamlı bir etkiyle firma değerini artırmaktadır. TKLDRC ve FK, ekonomik ve finansal yapılar nedeniyle farklılaşmaktadır; TKLDRC gelişmiş ülkelerde firma değerini güçlendirirken, gelişmekte olanlarda etkisiz kalmakta, FK ise her iki grupta anlamsızdır. Dengeleme teorisi, TKLDRC'nin vergi avantajlarıyla firma değerini artırdığını; finansal hiyerarşi teorisi, NA'nın iç kaynak olarak değer yarattığını, davranışsal finans teorisi, AG'nin iyimser tahminlerle firma değerini düşürdüğünü desteklemektedir. Konaklama sektörünün sermaye yoğun yapısı, yüksek sabit maliyetleri ve sezonsal dalgalanmaları, NA'yı kritik bir değer belirleyici yaparken, FB'nin ölçek ekonomisi avantajlarını operasyonel karmaşıklık ve finansal riskler gölgelemektedir. Gelişmiş ülkelerde derin finansal piyasalar, düşük faiz oranları ve etkili kurumsal yönetim, TKLDRC'nin değer yaratmasını desteklemekte; konaklama işletmeleri, küresel rekabet avantajı ve istikrarlı turizm talebiyle uzun vadeli yatırımları finanse etmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde, sıkı finansal piyasalar, yüksek borçlanma maliyetleri ve ekonomik belirsizlikler, TKLDRC ve FK'nın etkisini sınırlandırmakta; konaklama işletmeleri, yerel pazarlara odaklanarak esnek finansman stratejilerine yönelmektedir. Firma değeri açısından gelişmiş ülkelerde kurumsal yönetimin güçlendirilmesi, AG'nin olumsuz etkilerini azaltmakta; gelişmekte olan ülkelerde finansal piyasalara erişimin iyileştirilmesi, borçlanmanın etkinliğini artırmaktadır. Etkin risk yönetimi, nakit akış optimizasyonu ve kurumsal denetim

mekanizmaları, konaklama işletmelerinin küresel rekabette finansal sürdürülebilirliğini desteklemektedir.

11- Gelişmiş ve gelişmekte olan ülke örneklerinde sürekli yönetsel aşırı güven sergileyen konaklama işletmeleri ile sergilemeyen konaklama işletmeleri arasında sermaye yapısı ve firma değeri açısından istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık bulunmakta mıdır?

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren konaklama işletmelerinde, sürekli yönetsel aşırı güven (AG) sergileyen ve sergilemeyen işletmeler arasında sermaye yapısı (toplam kaldıraç oranı, kısa vadeli kaldıraç oranı, uzun vadeli kaldıraç oranı) ve firma değeri açısından istatistiksel olarak anlamlı farklılıklar, Tablo 4.59’da özetlenen farklılık testi bulguları bağlamında analiz edilmektedir.

Tablo 4.59. Bağımlı Değişkenlere İlişkin Farklılık Testinin Karşılaştırmalı Bulguları

	Gelişmiş ülke örneklemleri	Gelişmekte olan ülke örneklemleri
Toplam Kaldıraç Oranı	Aşırı güven eğilimi olmayan yöneticilerin bulunduğu işletmeler daha yüksek kaldıraç oranlarına sahiptir.	Anlamlı bir fark bulunamamıştır.
Kısa Vadeli Kaldıraç Oranı	Aşırı güven eğilimi olmayan yöneticilerin bulunduğu işletmeler daha yüksek kısa vadeli borçlanma eğilimindedir.	Aşırı güven eğilimi olan yöneticilerin bulunduğu işletmeler daha yüksek kısa vadeli borçlanma eğilimindedir.
Uzun Vadeli Kaldıraç Oranı	Aşırı güven eğilimi olmayan yöneticilerin bulunduğu işletmeler daha yüksek uzun vadeli borçlanma eğilimindedir.	Anlamlı bir fark bulunamamıştır.
Firma Değeri	Anlamlı bir fark bulunamamıştır.	Anlamlı bir fark bulunamamıştır.

Farklılık testi bulguları, gelişmiş ülkelerde sürekli yönetsel aşırı güven sergilemeyen konaklama işletmelerinin toplam kaldıraç oranlarının daha yüksek olduğunu göstermektedir. Bu, yöneticilerin borçlanma kararlarında temkinli davrandığını ve AG’nin borç kullanımını sınırlandırdığını belirtmektedir. Saini ve Singh’in (2024) çalışması da benzer sonuçlara ulaşmış olup, aşırı güvenli yöneticilere sahip firmaların borç kullanımının daha düşük olduğunu vurgulamaktadır. Aşırı güvenli yöneticiler genellikle iyimser tahminlerde bulunarak özkaynak ağırlıklı finansmanı tercih etmekte, borç yerine alternatif finansman kaynaklarına yönelmektedir. Gelişmiş ülkelerdeki güçlü kurumsal yönetim mekanizmaları, yöneticilerin aşırı güven eğilimlerini dengeleyerek daha rasyonel borçlanma stratejilerinin benimsenmesine katkıda bulunabilir. Bu durum, elde edilen bulguların literatürdeki çalışmalarla paralellik göstermesini açıklayabilir. Konaklama sektörünün sermaye yoğun yapısı, tesis yenileme veya kapasite artırımı gibi yatırımları borçla finanse etmeyi gerektirmekte ve aşırı güven eğilimi olmayan yöneticiler, dengeleme teorisinin öngördüğü vergi avantajlarından faydalanan bu yatırımları gerçekleştirmektedir. Yüksek sabit maliyetler ve mevsimsel talep dalgalanmaları, borçlanmayı likidite yönetimi için kritik hale getirmekte ve aşırı güven eğilimi olmayan yöneticiler bu dinamikleri etkin yöneterek kaldıraç oranını artırabilmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerde ise toplam kaldıraç oranı açısından aşırı güven sergileyen ve sergilemeyen işletmeler arasında anlamlı bir farklılık bulunmamaktadır. Bukalska vd. (2021) tarafından yapılan çalışma da bu sonucu desteklemektedir. Gelişmekte olan ülkelerde sermaye piyasalarının gelişim düzeyi, finansman olanaklarının kısıtlı olması ve makroekonomik belirsizliklerin, yöneticilerin aşırı güven eğilimlerinin sürekli olup veya olmamasının sermaye yapısına etkisini sınırlandıran unsurlar olabileceği düşünülmektedir. Yerel pazarlara odaklanan konaklama işletmeleri, finansman kararlarında dışsal piyasa koşullarına daha bağımlı olup, AG'nin etkisi finansal kısıtlamalarla gölgelenebilmektedir.

Kısa vadeli kaldıraç oranına ilişkin analizlerde, gelişmiş ülke örnekleminde sürekli olarak aşırı güven eğilimi göstermeyen yöneticilerin bulunduğu işletmelerin daha yüksek kısa vadeli borçlanmaya gittikleri saptanmıştır. Buna karşın, gelişmekte olan ülkelerde sürekli olarak aşırı güven eğilimi gösteren yöneticilerin daha yüksek kısa vadeli borçlanmaya yöneldiği belirlenmiştir. Bu farklılığın gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki finansal sistem dinamiklerinden kaynaklandığı düşünülmektedir. Gelişmiş ülkelerde finansal piyasaların daha istikrarlı ve etkin olması, yöneticilerin borçlanma kararlarını daha stratejik ve bilinçli bir şekilde almasına olanak tanımaktadır. Buna karşılık, gelişmekte olan ülkelerde finansal piyasalardaki yüksek volatilité ve risk düzeyi, aşırı güvenli yöneticilerin daha agresif borçlanma kararları almasına neden olabilmektedir.

Finansal piyasa koşullarının yanı sıra psikolojik faktörler de agresif borçlanma kararlarında önemli bir rol oynamaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde yöneticiler, piyasa belirsizliklerini yönetme yetkinliklerini olduğundan fazla değerlendirme eğilimindedir. Bu durum, aşırı güvenli yöneticilerin riskleri küçümseyerek kısa vadeli borçlanmaya daha fazla yönelmesine yol açmaktadır. Öte yandan, gelişmiş ülkelerde yöneticiler genellikle daha temkinli hareket etmekte ve borçlanma stratejilerini mevcut finansal koşullara göre şekillendirmektedir. Bu bulgular, ekonomik yapı ve yöneticilerin psikolojik eğilimlerinin, işletmelerin sermaye yapısını nasıl etkilediğini ortaya koymaktadır.

Uzun vadeli kaldıraç oranı açısından, gelişmiş ülkelerde aşırı güven sergilemeyen işletmeler daha yüksek borçlanma eğilimi göstermektedir. Dengeleme teorisi, uzun vadeli borçlanmanın vergi avantajları ve büyüme odaklı yatırımları desteklediğini öne sürmektedir. Bununla birlikte konaklama sektöründe yeni tesis açılışı veya modernizasyon projeleri uzun vadeli borçlarla finanse edilmekte; istikrarlı piyasalar ve düşük borçlanma maliyetleri, aşırı güven eğilimi olmayan yöneticilerin bu yatırımları güvenle gerçekleştirmesine olanak tanıyabilmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerde ise uzun vadeli kaldıraç oranı açısından anlamlı bir farklılık saptanmamıştır. Bu bulgu Tekin (2018) çalışması bulguları ile benzerlik göstermektedir. Gelişmekte olan ülke örnekleminde finansal piyasaların sağlığı, yüksek faiz oranları ve teminat gereklilikleri, uzun vadeli borçlanma üzerinde kısıtlayıcı bir etki oluşturabilmektedir. Yerel pazar odaklı konaklama işletmeleri, ekonomik belirsizliklerin yarattığı belirsizlik ortamında uzun vadeli borçlanma konusunda

temkinli davranmakta; bu durum, AG'nin etkisinin dışsal finansal koşullar tarafından sınırlandırılmasına yol açabilmektedir.

Firma değeri açısından, her iki ülke grubunda aşırı güven sergileyen ve sergilemeyen konaklama işletmeleri arasında anlamlı bir farklılık bulunmamaktadır. Gelişmiş ülkelerde kurumsal yönetim uygulamaları ve şeffaf finansal raporlama süreçleri, aşırı güvenin firma değeri üzerindeki etkisini sınırlayıcı bir rol oynayabilmektedir. Bu bağlamda yatırımcıların dikkatini daha çok marka değeri, müşteri sadakati ve büyüme potansiyeli gibi unsurlara yöneltmesi olasıdır. Ayrıca, konaklama sektörünün rekabetçi yapısı, firma değerinin hizmet kalitesi gibi maddi olmayan varlıklar üzerinden şekillenmesine neden olmakta ve bu durum, aşırı güvenin etkisinin daha arka planda kalmasına yol açabilmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerde karşılaşılan ekonomik belirsizlikler, yüksek finansman maliyetleri ve derinliği sınırlı finansal piyasalar, AG'nin firma değeri üzerindeki etkisinin belirginleşmesini zorlaştırmaktadır. Bu tür ortamlarda, yerel turizm talebine bağımlı işletmelerin firma değeri daha çok nakit akışının sürekliliği ve etkili borç yönetimiyle şekillenmektedir. Firma değerine ilişkin bulgular, gelişmekte olan ülkeler için Saini ve Singh (2024) tarafından çalışmayla örtüşürken, gelişmiş ülkede yapılan Haarmans'ın (2015) çalışma bulgularıyla çelişmektedir.

Ekonometrik analizler ve farklılık testleri, gelişmiş ülkelerde toplam ve kısa vadeli kaldıraç oranları için tutarlı sonuçlar sunmakta, aşırı güven eğilimi olmayan yöneticilerin olduğu işletmelerin daha yüksek borçlanması, ekonometrik analizde aşırı güvenin negatif etkisiyle doğrulanmaktadır. Ancak, uzun vadeli kaldıraç oranı için farklılık testleri aşırı güven eğilimi görülmeyen işletmelerin daha yüksek borçlanmasını gösterirken, ekonometrik analiz bu etkiyi anlamsız bulmakta; firma değeri için farklılık testi anlamlı bir fark saptamazken, ekonometrik analiz aşırı güvenin negatif etkisini göstermektedir. Bu durum, analiz türlerinin farklı metodolojik yaklaşımlarına bağlı olarak sonuçların yön veya anlamlılık bakımından farklılaşabileceğini göstermektedir. Gelişmekte olan ülkelere, kısa vadeli kaldıraç oranı için her iki yöntem aşırı güven sergileyen yöneticilerin görev aldığı işletmelerin daha yüksek borçlanmasını desteklemektedir. Toplam kaldıraç oranı için anlamlı bir etki bulunmamakta; uzun vadeli kaldıraç oranı ve firma değeri için farklılık testi anlamlı bir fark göstermezken, ekonometrik analiz aşırı güvenin bu değişkenleri negatif etkilediğini belirtmektedir.

Farklılık testleri ile ekonometrik analiz bulguları arasında bazı değişkenlerde ortaya çıkan tutarsızlıkların nedenlerini açıklayabilmek adına, her iki yöntemin yapısal özellikleri ve analitik yaklaşımları göz önünde bulundurulmalıdır. Farklılık testleri yalnızca iki grup arasındaki ortalama ya da dağılım farklarını temel alarak, genellikle tek bir bağımsız değişken üzerinden analiz gerçekleştirir. Bu tür testlerde değişkenler arası etkileşimler ya da diğer açıklayıcı değişkenlerin etkileri kontrol edilmemektedir. Ekonometrik modeller, özellikle panel regresyon gibi yöntemler aracılığıyla birden fazla bağımsız değişkeni aynı anda değerlendirerek, bağımlı değişken üzerindeki özgül etkileri daha

kapsamlı biçimde analiz edebilmektedir. Ayrıca örneklem büyüklükleri ve veri yapısal farklılıkları da sonuçları etkileyebilmektedir.

12)Gelişmiş ve gelişmekte olan ülke örneklemelerinde sürekli yönetsel aşırı güven sergileyen konaklama işletmeleri ile sergilemeyen konaklama işletmeleri arasında işletme büyüklüğünün, faiz ve vergi öncesi kar/toplam varlıklar oranının, piyasa değeri/defter değeri oranının ve işletme faaliyetlerinden elde edilen nakit akış/toplam varlıklar oranı açısından istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık bulunmakta mıdır?

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde sürekli yönetsel aşırı güven eğiliminin varlığı ile yokluğu durumlarının, işletme büyüklüğü, faiz ve vergi öncesi kârın toplam varlıklara oranı, piyasa değeri/defter değeri oranı ve işletme faaliyetlerinden elde edilen nakit akışının toplam varlıklara oranı üzerindeki etkileri incelenmiştir. Bu bağlamda, söz konusu değişkenler açısından anlamlı bir farklılık olup olmadığı değerlendirilmiştir.

Tablo 4.60. Kontrol Değişkenlere İlişkin Farklılık Testinin Karşılaştırmalı Bulguları

	Gelişmiş ülke örneklemleri	Gelişmekte olan ülke örneklemleri
LogPD/DD	Sürekli aşırı güven eğilimi olan yöneticilerin bulunduğu işletmeler daha yüksek PD/DD oranına sahiptir.	Sürekli aşırı güven eğilimi olan yöneticilerin bulunduğu işletmeler daha yüksek PD/DD oranına sahiptir.
FB	Sürekli aşırı güven eğilimi olmayan yöneticilerin bulunduğu işletmeler daha yüksek firma büyüklüğüne sahiptir.	Sürekli aşırı güven eğilimi olmayan yöneticilerin bulunduğu işletmeler daha yüksek firma büyüklüğüne sahiptir.
FK	Sürekli aşırı güven eğilimi olmayan yöneticilerin bulunduğu işletmeler daha yüksek firma karlılığına sahiptir.	Anlamlı bir fark bulunamamıştır.
NA	Anlamlı bir fark bulunamamıştır.	Sürekli aşırı güven eğilimi olan yöneticilerin bulunduğu işletmeler daha yüksek nakit akış oranlarına sahiptir.

Hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülke örneklemelerinde, sürekli yönetsel aşırı güven eğiliminde olan yöneticilere sahip işletmelerin piyasa değeri/defter değeri oranlarının daha yüksek olduğu görülmektedir. Bu durum, aşırı güvenin işletmelerin piyasa değerine yansıyan büyüme beklentileriyle ilişkili olabileceğini göstermektedir. Aşırı güven eğilimindeki yöneticiler, işletmelerin piyasa tarafından daha değerli algılanmasına yol açabilecek daha riskli veya yenilikçi stratejiler benimseyebilmektedir. Bu bulgu Khoo vd. (2020) çalışması ile benzerlik göstermektedir. Amerika’da yapılan araştırmada, aşırı güvenli yöneticiler tarafından yönetilen işletmelerin piyasa değeri/defter değeri oranlarının, aşırı güvenli olmayan yöneticilerin yönettiği işletmelerden anlamlı derecede daha yüksek olduğu belirlenmiştir.

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde, sürekli olarak yönetsel aşırı güven eğilimi göstermeyen yöneticilere sahip işletmelerin daha yüksek firma büyüklüğüne sahip olduğu tespit edilmiştir. Bu durum, aşırı güven eğiliminde olmayan yöneticilerin daha kontrollü büyüme stratejileri izlediği ya da daha büyük işletmelerde yöneticilerin aşırı güven eğiliminin kontrol altında tutulduğu

şeklinde yorumlanabilmektedir. Bu sonuç gelişmekte olan ülke örnekleminde analiz yapan Saini ve Singh (2024) çalışması bulguları ile benzerlik göstermektedir. Saini ve Singh (2024) çalışmasının bulguları aşırı güvenli yöneticilere sahip firmaların büyüklüğünün, aşırı güvenli olmayan yöneticilere sahip firmalara kıyasla daha düşük olduğunu ortaya koymaktadır. Hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde, daha büyük firmaların kültürel ve kurumsal yapıları, aşırı güven davranışlarını sınırlandırabilmektedir. Bu durum, farklı ülke gruplarında gözlemlenen benzer sonuçlara nedeni olarak yorumlanabilmektedir.

Tabloya göre firma karlılığı açısından gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki sonuçlar farklılık göstermektedir. Gelişmiş ülkeler örnekleminde sürekli olarak yönetsel aşırı güven eğilimi olmayan yöneticilerin bulunduğu işletmeler daha yüksek firma karlılığına sahiptir. Bu bulgu Bukalska (2019) çalışması bulgusuyla uyumludur. Aşırı özgüvenli yöneticiler tarafından yönetilen firmaların karlılığın daha düşük olduğu belirlenmiştir. Bu durum, gelişmiş ülkelerde daha temkinli ve analiz odaklı yönetim stratejilerinin firma performansını artırabileceğini göstermektedir. Aşırı güven eğiliminde olmayan yöneticiler, genellikle daha dengeli ve sürdürülebilir kararlar alarak karlılığı maksimize edebilir. Gelişmekte olan ülkelerde firma karlılığı açısından sürekli aşırı güvenli olan ve olmayan yöneticilerin yer aldığı işletmeler arasında anlamlı bir fark bulunmamaktadır.

Tabloda gelişmiş ülke grubunda işletme faaliyetlerinden elde edilen nakit akış oranı açısından anlamlı bir farklılık bulunmadığı ifade edilmiştir. Bu, sürekli olarak yönetsel aşırı güven eğiliminin olup olmasının işletme faaliyetlerinden elde edilen nakit akışlarının toplam varlıklara oranı üzerinde belirgin bir etkisi olmadığını göstermektedir. Ancak bulgu, Khoo vd. (2020) çalışması bulguları ile farklılık göstermektedir. ABD merkezli işletmelerde gerçekleştirdiği çalışmada aşırı güvenli yöneticilerin bulunduğu işletmelerin diğerlerine kıyasla anlamlı derecede daha yüksek nakit akışına sahip olduğu belirlenmiştir. Söz konusu farklılığı, çalışmalarda örneklem kapsamındaki finansal koşullarla ilişkilendirmenin mümkün olduğu düşünülmektedir. Khoo vd. (2020) çalışması yalnızca ABD merkezli işletmelere odaklanmıştır. ABD'deki istikrarlı finansal sistem ve geniş yatırım fırsatları, aşırı güvenli yöneticilerin nakit akışı yaratacak stratejiler geliştirmesine olanak sağlamaktadır.

Gelişmekte olan ülke grubunda ise sürekli aşırı güven eğilimi olan yöneticilerin bulunduğu işletmelerin daha nakit akış oranlarına sahip olduğu görülmektedir. Sürekli yönetsel aşırı güven sergileyen yöneticilere sahip işletmelerde nakit akış oranlarının daha yüksek olması, bu yöneticilerin gelecekteki gelir ve yatırım getirilerini iyimser şekilde tahmin etme eğiliminden kaynaklanabilir. Aşırı güvenli yöneticiler, riskli ve yüksek getirili projelere yönelme eğiliminde olduklarından, başarılı yatırımlar sonucunda işletmeye daha fazla nakit girişinin sağlanması mümkün hale gelmektedir.

SONUÇ

Davranışsal finans, geleneksel finans teorilerinin varsaydığı gibi bireylerin her zaman rasyonel davranmadığını, karar alma süreçlerinde psikolojik ve duygusal etkilerin belirleyici olabileceğini savunmaktadır. Geleneksel finans teorilerinin aksine bu alan, bütçe planlamasından yatırım stratejilerine ve piyasa dalgalanmalarına kadar geniş bir yelpazede irrasyonel davranışları incelemektedir. Konaklama sektöründe yönetimsel aşırı güven, yöneticilerin finansal ve stratejik kararlarını etkileyerek işletme performansı ve sürdürülebilirliği üzerinde önemli bir rol oynamaktadır. Yönetimsel aşırı güven, yöneticilerin bilgi ve yetkinliklerini abartmasına yol açan bilişsel bir yanlılık olup, geçmiş başarılar, kontrol algısı, yüksek statü ve çevresel destek gibi faktörlerle pekişmektedir. Bu eğilim, konaklama sektörünün mevsimsel dalgalanmalar, yoğun rekabet ve değişen müşteri beklentileri gibi dinamikleriyle birleştiğinde, yanlış yatırım kararları, aşırı borçlanma veya müşteri taleplerini göz ardı eden projeler gibi riskleri artırmaktadır. Bu nedenle, yönetimsel aşırı güvenin etkilerini anlamak ve dengelemek, işletmelerin finansal sürdürülebilirliği ve sektörün ekonomik katkıları açısından kritik önem taşımaktadır.

Bu tez, üç temel amaç doğrultusunda yapılandırılmıştır. İlk olarak, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren konaklama işletmelerinde yönetimsel aşırı güven eğiliminin varlığı ve küresel küresel kriz dönemlerindeki seyri incelenerek bu eğilim üzerindeki olası etkileri değerlendirilmiştir. İkinci olarak, yönetimsel aşırı güvenin sermaye yapısı ve firma değeri üzerindeki etkileri ele alınmıştır. Son olarak ise, sürekli yönetimsel aşırı güven eğilimi sergileyen ve sergilemeyen yöneticilerin bulunduğu işletmeler arasında sermaye yapısı, firma değeri ve kontrol değişkenleri açısından anlamlı farklılıkların bulunup bulunmadığı araştırılmıştır. Panel veri analizleri 2004-2023 döneminde, gelişmiş ülkelerden 132, gelişmekte olan ülkelere 151 konaklama işletmesinin verileriyle sabit ve rassal etkiler modelleri kullanılarak gerçekleştirilmiştir. Farklılık testleri için gelişmiş ülkelerden 53, gelişmekte olan ülkelere 52 işletme verisi Mann-Whitney U ve bağımsız örneklem t testleriyle değerlendirilmiştir.

İlk amaca yönelik bulgular, gelişmiş ülkelerde 2640 gözlemde yönetimsel aşırı güvenin %53,90 oranında mevcut olduğunu, gelişmekte olan ülkelere 3020 gözlemde bu oranın %49,70 olduğunu göstermektedir. Bununla birlikte küresel krizler ve doğal afetler, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere yöneticilerin aşırı güven eğilimlerini farklı şekillerde etkilemiştir. 2004 Hint Okyanusu Tsunamisi ve 2008 Küresel Finansal Krizi sonrası, gelişmiş ülkelere ekonomik toparlanmayla aşırı güven hızla artarken, gelişmekte olan ülkelere daha kademeli bir yükseliş gözlenmiştir. COVID-19 pandemisi, her iki grupta uzun vadeli belirsizlik yaratarak risk alma eğilimini azaltmıştır. Bu durum gelişmiş ülkelere finansal istikrarın, gelişmekte olanlarda ise ekonomik belirsizliklerin yönetimsel aşırı güveni şekillendirdiğini ortaya koymaktadır.

İkinci amaca yönelik ekonometrik analizler, gelişmiş ülkelerde yönetsel aşırı güvenin toplam ve kısa vadeli kaldıraç oranlarını negatif etkilediğini ve bu bağlamda yöneticilerin borç muhafazakârlığı (Malmendier, Tate ve Yan, 2011) sergilediğini göstermektedir Söz konusu bulgu, aşırı güvenin dış finansmanı riskli algılayarak özkaynak kullanımını teşvik ettiğini yansıtmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde aşırı güven kısa vadeli borçlanmayı pozitif etkilerken, toplam ve uzun vadeli kaldıraç oranları üzerinde anlamlı bir etkisi bulunmamaktadır. Bu durum sığ finansal piyasalar ve yüksek borçlanma maliyetlerinin yönetsel aşırı güvenin etkisini sınırlandırabileceğini göstermektedir. Her iki grupta, piyasa değeri/defter değeri oranı toplam ve kısa vadeli kaldıraç oranlarını pozitif etkileyerek büyüme fırsatlarının dış finansmanı teşvik ettiğini göstermekte, firma büyüklüğü ise borçlanmayı artırarak büyük işletmelerin finansman erişim avantajını ortaya koymaktadır. Gelişmiş ülkelerde karlılık borçlanmayı azaltırken, gelişmekte olan ülkelerde bu etki anlamsızdır.

Yönetsel aşırı güven, her iki ülke grubunda da firma değerini negatif yönde etkileyerek, riskli kararların değer kaybına neden olduğunu ortaya koymaktadır. Firma büyüklüğünün firma değeri üzerindeki etkisi her iki ülkede de negatiftir. Gelişmiş ülkelerde bürokratik süreçlerin yarattığı verimlilik kayıpları, gelişmekte olan ülkelerde ise borç yükü ve piyasa belirsizlikleri bu olumsuz etkinin nedenleri arasında yer alabileceği düşünülmektedir. Toplam kaldıraç oranı, gelişmiş ülkelerde firma değeri üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkiye sahiptir, bu bağlamda borç kullanımının büyüme ve değer yaratmada etkili olduğu görülmektedir. Ancak, gelişmekte olan ülkelerde kaldıraç oranının firma değeri üzerindeki etkisi anlamsızdır, bu da finansal piyasaların gelişmişlik düzeyindeki farklara işaret etmektedir. Karlılığın firma değerine etkisi her iki ülkede de anlamsızdır, bu bağlamda örneklem kapsamında karlılığın firma değeri üzerinde doğrudan bir belirleyici olmadığını göstermektedir. Nakit akışları her iki ülke grubunda firma değerini pozitif etkileyen temel bir faktör olarak öne çıkmaktadır.

Üçüncü amaca yönelik farklılık testleri, gelişmiş ülkelerde yönetsel aşırı güven sergilemeyen işletmelerin toplam, kısa ve uzun vadeli kaldıraç oranlarında daha yüksek borçlanma eğilimi gösterdiğini; gelişmekte olan ülkelerde ise yalnızca aşırı güven sergileyen işletmelerin kısa vadeli borçlanmasının yüksek olduğunu ortaya koymaktadır. Firma değeri açısından her iki grupta anlamlı bir farklılık saptanamamıştır. Sonuçlar, yönetsel aşırı güvenin sermaye yapısı üzerindeki etkisinin bağlamsal koşullara, özellikle de ülke ekonomisinin gelişmişlik düzeyine bağlı olarak değişebileceğini göstermiştir.

Kontrol değişkenlerinde, her iki ülke grubunda aşırı güven eğilimi olan yöneticilerin bulunduğu işletmelerin daha yüksek piyasa değeri/defter değeri oranına sahip olduğu belirlenmiştir. Bununla birlikte gelişmiş ülkelerde aşırı güven eğilimi olmayan yöneticilerin bulunduğu işletmeler daha yüksek firma karlılığına sahipken, gelişmekte olan ülkelerde anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Ayrıca iki ülke grubunda da aşırı güven eğilimi olmayan yöneticilerin bulunduğu işletmelerin daha yüksek firma büyüklüğüne sahip olduğu ortaya çıkmıştır. Bu bulgu, rasyonel karar alan yöneticilerin kaynakları daha etkin kullanarak büyümeyi desteklediğini göstermektedir. İşletme faaliyetlerinden elde edilen nakit akışı

açısından analiz sonucunda gelişmiş ülke grubunda bu değişken açısından anlamlı bir fark bulunmamıştır. Gelişmekte olan ülke grubunda ise sürekli aşırı güven eğilimi olan yöneticilerin bulunduğu işletmelerin daha yüksek nakit akış oranlarına sahip olduğu belirlenmiştir.

Elde edilen bulgular, konaklama sektöründe yönetsel aşırı güvenin finansal kararlar üzerindeki etkilerini uluslararası bir bakış açısıyla değerlendirerek literatüre katkı sunmaktadır. Gelişmiş ülkelerde aşırı güven eğilimi göstermeyen yöneticiler, dengeleme teorisi doğrultusunda vergi avantajlarından yararlanarak borçlanmayı stratejik bir araç olarak kullanmakta; kısa vadeli borçlanmaya yönelmeleri ise finansal hiyerarşi teorisi çerçevesinde rasyonel bir tercih olarak değerlendirilmektedir. Buna karşılık, gelişmekte olan ülkelerde aşırı güvenin kısa vadeli borçlanmayı artırıcı etkisi, davranışsal finans teorisi kapsamında riskin küçümsenmesiyle (Hackbarth, 2008) açıklanabilmektedir. Yönetsel aşırı güvenin firma değeri üzerindeki olumsuz etkisi ise, yanlış yatırım kararlarının taşıdığı riskleri yansıtmaktadır (Jensen, 1986; Myers, 1977). Çalışmanın amaçları doğrultusunda yürütülen analizler sonucunda elde edilen bulgular, yönetsel aşırı güvenin işletmelerin finansal kararları üzerindeki etkilerini ortaya koymuştur. Aşağıda, sonuçlara dayalı olarak geliştirilen önerilere yer verilmiştir.

Çalışmada elde edilen bulgular, yönetsel aşırı güvenin işletmelerde kayda değer düzeyde var olduğunu göstermektedir. Aşırı güvenin varlığı, stratejik kararlarda risklerin göz ardı edilmesine ve kaynakların verimsiz kullanımına yol açabilmektedir. Bu nedenle, yöneticilerin aşırı güven eğilimlerinin farkında olunması, daha dengeli ve sağlıklı karar alma süreçlerinin geliştirilmesi açısından kritik öneme sahiptir. Kurumsal düzeyde bu farkındalığın artırılması, işletmenin sürdürülebilirliğini güçlendirebilir. Öte yandan, krizlerin karar süreçlerine etkisi dikkate alınarak, özellikle gelişmekte olan ülkelerde kriz türlerine özgü risk yönetimi stratejileri geliştirilmelidir. Ekonomik krizlerde görülen kısa süreli temkinli davranışların ardından artan risk alma eğilimini dengeleyici denetim mekanizmaları oluşturulmalı, ayrıca pandemiler gibi uzun süreli belirsizliklerde ise yöneticilere ihtiyatlı karar alma süreçlerini destekleyen eğitim ve destek programları sunulmalıdır. Bununla birlikte, ülkenin ekonomik düzeyine uygun farklılaştırılmış stratejik yönetim modelleri geliştirmek, kriz sonrası toparlanma süreçlerini daha sağlam kılacaktır.

Yönetsel aşırı güveninin toplam kaldıraç oranına etkisini ölçmek için tasarlanan modelin analiz sonuçlarına göre, gelişmiş ülke örneklemindeki aşırı güvenin gelişmiş ülkelerdeki borçlanma kararlarına negatif yönlü etkisini azaltmak için risk yönetimi ve finansal karar alma süreçlerinde daha dengeli stratejiler geliştirmeleri gerektiği düşünülmektedir. Yönetsel kararların etkileri düzenli olarak takip edilerek borç muhafazakârlığının işletmenin finansal hedefleri üzerindeki sonuçları analiz edilmelidir. Bu sayede, yöneticilerin uzun vadede daha dengeli kararlar alması desteklenebilir. Ayrıca benzer sektörde faaliyet gösteren işletmelerin finansal yapıları ve borçlanma stratejilerinin incelenmesi, yöneticilere yol gösterici bir perspektif sunabilir ve borç muhafazakârlığını aşmalarına yardımcı olabilmektedir. Bununla birlikte, finansal karar alma süreçlerinde önyargıların farkındalığı için eğitim programları düzenlenmelidir. Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin etkinliği artırılarak kararların kolektif

biçimde alınması teşvik edilmeli, düzenli denetim mekanizmalarıyla karar süreçlerinin doğruluğu güçlendirilmelidir. Performans ve risk yönetimi değerlendirmeleriyle aşırı güvenin etkileri analiz edilerek finansal kaynakların daha verimli kullanılabileceği düşünülmektedir. Gelişmekte olan ülkelere ise bu etkinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmüştür.

Yönetimsel aşırı güvenin kısa vadeli kaldıraç oranına etkisini analiz eden modele göre, her iki ülke grubunda da finansal sürdürülebilirliği desteklemek adına yöneticilere yönelik karar destek mekanizmalarının geliştirilmesi önem taşımaktadır. Gelişmiş ülkelerde bu etkinin olumsuz etkilerini azaltmak için farkındalık programlarıyla finansman maliyetlerinin daha gerçekçi değerlendirilmesi teşvik edilebilir. Ayrıca, vergi avantajları ve finansal esneklik konularında sağlanacak eğitimlerle yöneticilerin bilinçli kararlar alması desteklenebilir. Bu sayede, aşırı güvenin karar süreçlerindeki etkisi sınırlanabilir. Borç kullanımının yatırımcı açısından büyüme beklentisiyle ilişkilendirilebileceği, yöneticiler tarafından dikkate alınmalıdır. Uygun borçlanma düzeyleri, işletmenin piyasa algısını olumlu yönde etkileyebilmektedir. Gelişmekte olan ülkelere yönetimsel aşırı güvenin kısa vadeli borçlanma üzerinde pozitif etkisi göz önünde bulundurulduğunda, bu ülkelere özgü ekonomik koşullara uygun stratejiler belirlenmelidir. İşletmelerin vade uyumsuzluğundan kaynaklanan riskleri azaltmak için kısa ve uzun vadeli finansman arasında denge kurmaları önemlidir. Ayrıca, faiz ve döviz kuru dalgalanmalarına karşı koruma sağlayacak finansal araçların etkin kullanımı teşvik edilmelidir. Düşük faizli uzun vadeli kredilere erişimi kolaylaştıracak kamu politikaları ile teşvik programları işletmelerin sürdürülebilirliğine katkı sağlayabilir. Nakit akışlarının etkin yönetimi ve kısa vadeli borç ödemelerinin düzenli yapılmasını sağlayacak önlemler de finansal istikrar açısından gereklidir.

Yönetimsel aşırı güvenin uzun vadeli kaldıraç oranına etkisini ölçmek için tasarlanan modelin analiz sonuçlarına göre gelişmiş ülkelere, aşırı güvenin uzun vadeli borçlanma üzerinde anlamlı bir etkisi bulunmamıştır. Gelişmekte olan ülke ekonomilerinden elde edilen negatif yönlü sonuç bağlamında, yöneticilere uzun vadeli borçlanmanın büyüme ve gelir artışına katkısını vurgulayan analiz ve raporlarla borçlanma dengesini sağlamaları için rehberlik edilebilir. Ayrıca, uzun vadeli borçların düşük faiz oranları ve istikrarlı ödeme avantajları risk yönetimine dâhil edilebilir. Yönetim kurulları ise borçlanma kararlarını düzenli olarak değerlendirerek aşırı güven kaynaklı hataların kontrolünü sağlayabilir. Davranışsal göstergeler performans sistemine eklenebilir. Finansal hedeflerin yanında, karar kalitesi ve rasyonel tutum da yönetici performansında ölçüt haline getirilebilir.

Yönetimsel aşırı güvenin firma değerine etkisini inceleyen modelin analiz sonuçları, bu olumsuz etkinin azaltılabilmesi için hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelere konaklama işletmelerinin çeşitli stratejiler geliştirmesi gerektiğine işaret etmektedir. İlk olarak, karar alma süreçlerinin daha nesnel hale getirilmesi amacıyla, finansal analizlere dayanan objektif yaklaşımlar benimsenmeli ve bağımsız yönetim kurulu üyelerinin rolü artırılmalıdır. Bunun yanı sıra, yöneticiler için düzenlenecek davranışsal finans odaklı bilinçlendirme programları, aşırı güvenin karar alma sürecinde yaratabileceği risklerin fark edilmesine yardımcı olabilir. Konaklama işletmelerinin uzun vadeli büyüme hedeflerine

ulaşabilmesi için sürdürülebilir projelere öncelik verilmesi ve şeffaf finansal raporlama yoluyla yatırımcı güveninin artırılması önemlidir. Ayrıca, düzenli performans değerlendirmeleri ile yöneticilerin kararlarının firma değeri üzerindeki etkileri analiz edilmeli ve gerektiğinde düzeltici adımlar atılmalıdır. Gelir akışlarını çeşitlendirmek amacıyla alternatif gelir kaynakları geliştirmek de mali risklerin azaltılmasına ve firma değerinin korunmasına katkıda bulunabilir.

Finans ve turizm alanında gerçekleştirilen literatür incelemelerinde, konaklama işletmelerinde yönetsel aşırı güvenin hem sermaye yapısına hem de firma değerine olan etkisini uluslararası karşılaştırmalı bir perspektifte ele alan bir çalışmaya rastlanmamıştır. Bu bağlamda, araştırmanın yönetsel aşırı güven ile sermaye yapısı ve firma değeri arasındaki ilişkiyi gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında karşılaştırmalı olarak ortaya koymasının, hem akademik çevreye hem de sektör yöneticilerine değerli bilgiler sağlayacağı düşünülmektedir.

Bu araştırma, sermaye yapısı kararları ve firma değerini etkileyen davranışsal faktörlere dair yeni bulgular sunmakla birlikte bazı sınırlamalar içermektedir. Gelişmiş, gelişmekte olan ülkeler ile özerk bölgelerdeki konaklama işletmelerine ait eksiksiz finansal verilere ulaşılamamış, yalnızca veri güvenilirliği ve bütünlüğü sağlanabilen işletmeler analize dâhil edilmiştir. Modele eklenmesi planlanan değişkenler üzerinde bazı kısıtlamalar yapılmış; ülke kapsamını genişletmek amacıyla 2004-2023 dönemine ait yıllık veriler kullanılmıştır. Araştırmanın yalnızca ikincil verilere dayanması, farklı muhasebe standartları ve raporlama dönemleri nedeniyle veri erişimi ve karşılaştırmalarında zorluklar yaratmıştır.

Öte yandan yönetsel aşırı güveni, konaklama işletmelerindeki sermaye harcamalarını sektör ortalamaları ile karşılaştırarak ölçmek bazı sınırlamalara sahiptir. İlk olarak, konaklama alt sektöründeki sermaye harcamaları, dönemsel dalgalanmalara, ekonomik koşullara ve sektöre özgü faktörlere bağlı olarak değişebilmektedir. Bu durum, sektör ortalamasından sapmaların yöneticinin aşırı güveni yanı sıra, dışsal faktörlerle ilişkili olma olasılığını doğurmaktadır. Ayrıca, işletmelerin stratejik hedefleri, büyüklükleri ve piyasa pozisyonları, sermaye harcamalarında sektör ortalamasından farklılaşmalarına neden olabilmektedir. Ancak konaklama işletmelerinin yapısal özellikleri nedeniyle, sermaye harcamalarının sektör ortalamasıyla kıyaslanması, yöneticilerin standartların ötesinde bir yaklaşım sergileyip sergilemediğini anlamak için etkili bir aşırı güven ölçüm yöntemidir. Bu yöntem, konaklama sektörüne özgü sermaye yatırımlarının içerdiği risklerin daha net bir şekilde değerlendirilmesine olanak tanıyabilmektedir. Bununla birlikte, elde edilen bulgular sektörel farklılıklar gösterebilmesi nedeniyle, diğer sektörlerde genellenememektedir. Bu kısıtlamalar, çalışmanın bulgularının analiz edilmesi ve yorumlanması sırasında önemli birer etken olarak göz önünde bulundurulmalıdır.

Gerek bu çalışma gerekse ilgili literatür, yönetsel aşırı güvenin çeşitli şekillerde ortaya çıkabileceğini ve farklı sonuçlara neden olabileceğini ortaya koymaktadır. Gerçekleştirilmesi planlanan çalışmalarda yönetsel aşırı güvenin alternatif ölçüm yöntemleriyle analiz edilerek finansman kararları

üzerindeki etkisinin karşılaştırılması, daha sağlam ve güvenilir sonuçlarla değerlendirilmesi açısından değerli bir katkı sunacaktır. Gelecekteki çalışmalarda, daha geniş kapsamlı veri ve farklı zaman aralıklarını kapsayacak şekilde aşırı güvenin farklı sektörlerde incelenmesi önemlidir. Ayrıca, kapsamlı aşırı güven ölçüm yöntemlerinin geliştirilmesi ve bu kavramın işletme performansı, finansal kararlar ve risk yönetimi üzerindeki etkilerinin daha detaylı analiz edilmesi literatüre değerli katkılar sağlayacaktır. Bu tür çalışmalar, yöneticilerin rasyonel karar almasını engelleyen eğilimlerin finansal karar alma süreçleri üzerindeki etkilerini daha derinlemesine anlamaya ve literatüre yeni katkılar sunmaya olanak tanıyacaktır.



KAYNAKLAR

- Abaan, E. D. (2002). Fayda Teorisi ve Rasyonel Seçimler 1. Research and Monetary Policy Department, Central Bank of the Republic of Turkey. 1-248.
- Abdeldayem, M., & Sedeek, D. S. (2018). Managerial behavior and capital structure decisions; do overconfidence, optimism and risk aversion matter?. *Asian Economic and Financial Review*, 8(7), 925-945. <https://doi.org/10.18488/journal.aefr.2018.87.925.945>
- Abor, J. (2007). *Capital structure and financing of Smes: Empirical evidence from Ghana and South Africa* [Doctoral dissertation]. Stellenbosch University.
- Adair, P., & Adaskou, M. (2015). Trade-off-theory vs. pecking order theory and the determinants of corporate leverage: Evidence from a panel data analysis upon French SMEs (2002–2010). *Cogent Economics & Finance*, 3(1), 1006477. doi.org/10.1080/23322039.2015.1006477
- Adam, T. R., Fernando, C. S., & Golubeva, E. (2015). Managerial overconfidence and corporate risk management. *Journal of Banking & Finance*, 60, 1-50. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.07.013>
- Agarwal, Y. (2013). *Capital Structure Decisions: Evaluating Risk and Uncertainty*. John Wiley & Sons.
- Aggarwal, D., & Padhan, P. C. (2017). Impact of capital structure on firm value: Evidence from Indian hospitality industry. *Theoretical Economics Letters*, 7(4), 982-1000. DOI: 10.4236/tel.2017.74067
- Aguila, N. (2009). *Behavioral Finance: Learning From Market Anomalies and Psychological Factors* (ss. 47-104). Revista de Instituciones, Ideas y Mercados 50. https://www.eseade.edu.ar/files/riim/RIIM_50/50_3_del_aguila.pdf
- Ahmed, A. S., & Duellman, S. (2012). Managerial overconfidence and accounting conservatism. *Journal of Accounting Research*, 51(1), 1-30. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2012.00467.x>
- Aksöyek, İ., & Yalçiner, K. (2019). *Çözümlü Problemleriyle Finansal Yönetim*. Bilgi İletişim Grubu.
- Ali, A. M., & Anis, J. (2016). Does managerial emotional biases affect debt maturity preference? Bayesian network method: Evidence from Tunisia. *Financial Risk and Management Reviews*, 2(1), 1-25. <https://doi.org/10.18488/journal.89/2016.2.1/89.1.1.25>
- Alidadi, H., Abdoli, M. R., & Dehdar, F. (2020). The Effect of CEO Overconfidence on Overinvestment: An Analysis of the Role of Inflation Uncertainty in the Capital Market. *Iranian Journal of Finance*, 4(2), 77-96. <https://doi.org/10.22034/ijf.2020.234474.1136>
- Al-Nasser Abdallah, A., Abdallah, W., & Saad, M. (2020). Institutional characteristics, investment sensitivity to cash flow and Tobin's Q: Evidence from the Middle East and North Africa region. *International Finance*, 23(2), 324-339. <https://doi.org/10.1111/infi.12366>
- Alpar, R. C. (2016). *Spor, Sağlık ve Eğitim Bilimlerinden Örneklerle Uygulamalı İstatistik ve Geçerlik-Güvenirlik*. Detay Yayıncılık.
- Andreou, P. C., Doukas, J. A., Koursaros, D., & Louca, C. (2019). Valuation effects of overconfident CEOs on corporate diversification and refocusing decisions. *Journal of Banking and Finance*, 100, 182-204. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2019.01.009>
- Antonczyk, R. C., & Salzmänn, A. J. (2014). Overconfidence and optimism: The effect of national culture on capital structure. *Research in International Business and Finance*, 31, 132-151. <http://dx.doi.org/10.1016/j.ribaf.2013.06.005>
- Ardahaey, F. T. (2011). Economic impacts of tourism industry in Iran (with emphasis on marketing), *International Journal of Business and Management*, 6(8), 206-215. <http://dx.doi.org/10.5539/ijbm.v6n8p206>
- Aronson, E. (1992). *The Social Animal*. Worth Publishers, Macmillan Learning.

- Ashenfelter, O., & Card, D. (Eds.). (1999). *Handbook of labor economics*. Elsevier.
- Ata, H. A., & Ağ, A. G. Y. (2010). Firma karakteristiğinin sermaye yapısı üzerindeki etkisinin analizi. *Ekonometri ve İstatistik e-Dergisi*, (11), 45-60.
- Ataullah, A., Vivian, A., & Xu, B. (2017). Time-varying managerial overconfidence and corporate debt maturity structure. *The European Journal of Finance*, 24(2), 157-181. <https://doi.org/10.1080/1351847X.2016.1274266>
- Akansu, A., Cicon, J., Ferris, S. P., & Sun, Y. (2017). Firm performance in the face of fear: How CEO moods affect firm performance. *Journal of Behavioral Finance*, 18(4), 1-17. <https://doi.org/10.1080/15427560.2017.1338704>
- Akgüç, Ö. (1994). *Finansal Yönetim*. Avcıol Basım Yayın.
- Andreß, H. J., Golsch, K., & Schmidt, A. W. (2013). *Applied Panel Data Analysis for Economic and Social Surveys*. Springer Science & Business Media.
- Aydın, N. (2010). *Finansal Yönetim (8. Bs)*. Anadolu Üniversitesi Yayınları.
- Aydın, N., Şen, M., & Berk, N. (2014). *Finansal Yönetim*. Anadolu Üniversitesi.
- Aytaç, B., Coqueret, G., & Mandou, C. (2018). Herding behavior among wine investors. *Economic Modelling*, 68, 318-328. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2017.07.022>
- Awaliyah, S., Negoro, D. A., Syah, T. Y. R., & Bertuah, E. (2021). Impact of empiris profitability, growth, size firm, tangibility on capital structure of the hotel industry. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3760927>
- Baddeley, M. (2019). Behavioural Macroeconomic Policy: New perspectives on time inconsistency. <https://doi.org/10.48550/arXiv.1907.07858>
- Badru, R. T. (2014). The possible demise of the Capital Asset Pricing Model (CAPM): A critical review. <https://www.academia.edu/8008654/CAPM>
- Baker, H. K., & Nofsinger, J. R. (Ed). (2010). *Behavioral Finance: Investors, Corporations, and Markets* (Vol. 6). John Wiley & Sons.
- Baloch, M. A., Danish, & Meng, F. (2019). Modeling the non-linear relationship between financial development and energy consumption: Statistical experience from OECD countries. *Environmental Science and Pollution Research*, 26, 1-9. <https://doi.org/10.1007/s11356-019-04317-9>
- Baltagi, B. H. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data (3. bs)*. John Wiley & Sons.
- Baltussen, G. (2009). *Behavioral Finance: An Introduction* (ss. 1-43). New York University. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1488110>
- Bank, S. (2016). Sermaye Yapısı Kararlarında Yönetmel İrrasyonelite Açılımı: Geleneksel Teorilerden Farklılaşan Davranışsal Bir Bakış Açısı. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 53(617), 55.
- Banz, R. W. (1981). The relationship between return and market value of common stocks. *Journal of Financial Economics*, 9(1), 3-18. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(81\)90018-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(81)90018-0)
- Barakat, M. (2021). The role of media coverage on influencing CEO overconfidence: A study of the existence and causality of this relationship. Master Thesis, Radboud University
- Barberis, N., & Huang, M. (2001). Mental accounting, loss aversion, and individual stock returns. *The Journal of Finance*, 56(4), 1-55. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00367>
- Barberis, N., & Xiong, W. (2009). What drives the disposition effect? An analysis of a long-standing preference-based explanation. *The Journal of Finance*, 64(2), 751-784. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01448.x>
- Barbieri, L. (2006). Quaderni del dipartimento di scienze economiche e sociali. *Serie Rossa: Economia-UCSC Piacenza*, 43, 1-53.

- Barbosa, T. E. M. (2019). *The impact of a managerial overconfident narrative on capital structure decisions* [Master thesis]. Universidade Catolica Portuguesa.
- Barros, L. A. B., & Silveira, A. D. M. (2007). Overconfidence, Managerial Optimism and the Determinants of Capital Structure (Working paper, SSRN 953273), *Brazilian Review of Finance*, 1-33. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.953273>
- Baum, C. F. (2001). Residual diagnostics for cross-section time series regression models. *The Stata Journal*, 1(1), 101-104. <https://doi.org/10.1177/1536867X0100100108>
- Bauman, W. S. (1967). Scientific investment analysis, science or fiction?. *Financial Analysts Journal*, 23(1), 93-97. <https://doi.org/10.2469/faj.v23.n1.93>
- Bas, T., Muradoglu, G., & Phylaktis, K. (2009). Determinants of capital structure in developing countries. Cass Business School, London EC1Y 8TZ, UK. (1-37)
- Basuki, G. T. (2020). Relationship between managerial overconfidence and firm value. *International Journal of Innovation, Creativity and Change*. 13(8), 126-152.
- Bayar, Y. (2011). Yatırımcı davranışlarının davranışçı yaklaşım çerçevesinde değerlendirilmesi. *Girişimcilik ve Kalkınma Dergisi*, 6(2), 133-160.
- Baykan, G. (2010). *Portföy yönetimi ve İMKB’de bir uygulama* [Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi] İstanbul Üniversitesi.
- Begg, D. (1982). The Rational Expectations Revolution. *Economic Outlook*, 6(9), 23-30. doi:10.1111/j.1468-0319.1982.tb00817.x
- Beikzadeh, H. R., Vatanparast, M., Azadi Hir, K., & Meshki Miyavoghi, M. (2022). Investigating the Impact of Management Characteristics on Final Value of Cash Considering the Components of Management Ability, Management Over confidence, and CEO's financial Expertise. *International Journal of Finance & Managerial Accounting*, 7(27), 1-18. 10.30495/ijfma.2022.19896
- Benayad, K., & Aasri, M. R. (2023). Behavioral biases and investment decisions of SMEs managers: Empirical analysis within the Moroccan context. *International Journal of Financial Studies*, 11(4), 1-18. <https://doi.org/10.3390/ijfs11040120>
- Ben-David, I., Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2007). *Managerial Overconfidence and Corporate Policies* (Working paper 13711, ss. 1-55). National Bureau of Economic Research. <http://www.nber.org/papers/w13711>
- Ben-David, I., Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2013). Managerial miscalibration. *The Quarterly Journal of Economics*, 128(4), 1547-1584. <https://doi.org/10.1093/qje/qjt023>
- Bertrand, M., & Schoar, A. (2004). Managing with style: The effect of managers on firm policies. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(4), 1169-1208. <https://doi.org/10.1162/003355303322552775>
- Benmelech, E., & Frydman, C. (2015). Military ceos. *Journal of financial Economics*, 117(1), 43-59. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.04.009>
- Bhandari, G., & Deaves, R. (2006). The demographics of overconfidence. *The Journal of Behavioral Finance*, 7(1), 5-11. http://dx.doi.org/10.1207/s15427579jpfm0701_2
- Bharati, R., Doellman, T., & Fu, X. (2016). CEO confidence and stock returns. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 12(1), 89-110. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcae.2016.02.006>
- Biddle, G., Hilary, G., & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency. *Journal of Accounting and Economics*, 48, 112-131. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jacceco.2009.09.001>
- Bikhchandani, S., & Sharma, S. (2000). Herd behavior in financial markets. IMF Staff papers, 47(3), 279-310. <https://doi.org/10.2307/3867650>

- Black, F., & Scholes, M. (1973). The pricing of options and corporate liabilities. *Journal of Political Economy*, 81(3), 637-654. <https://www.jstor.org/stable/1831029>
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2009). *Investments* (8 ed.). McGraww-Hill, Irwin.
- Boutzias, G. (2018). *Overconfident CEOs and Capital Structure-An empirical research on the US market* [Master Thesis]. Erasmus School of Economics.
- Brach, M. A. (2003). Real options in practice (Vol. 198). John Wiley & Sons.
- Breusch, T. S., & Pagan, A. R. (1979). A simple test for heteroscedasticity and random coefficient variation. *Econometrica*, 47(5), 1287-1294. <https://doi.org/10.2307/1911963>
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2015). *Fundamentals of Financial Management (Concise Edition)*. Cebgage Learning.
- Briys, E., Bellalah, M., Mai, .M, Varenne, F. (1998). Options, futures and exotic derivatives: theory, application and practice.
- Brunnermeier, M. K. (2001). Asset pricing under asymmetric information: Bubbles, crashes, technical analysis, and herding. OUP Oxford.
- Bruni, L., & Sugden, R. (2007). The road not taken: how psychology was removed from economics, and how it might be brought back. *The Economic Journal*, 117(516), 146-173. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0297.2007.02005.x>
- Brunzel, J. (2021). Overconfidence and narcissism among the upper echelons: A systematic literature review. *Management Review Quarterly*, 71(3), 585-623. <https://doi.org/10.1007/s11301-020-00194-6>
- Brusov, P., Filatova, T., & Orekhova, N. (2021). Generalized Modigliani-Miller Theory. Berlin: Springer International Publishing.
- Buferna, F. M., Bangassa, K., & Hodgkinson, L. (2005). Determinants of capital structure: evidence from Libya (Vol. 8). Liverpool: University of Liverpool.
- Buhalis, D., & Cooper, C. (1998). Competition or Co-Operation? Small and Medium-Size Tourism Enterprises at the Destination. İçinde E. Laws, B. Faulkner & G. Moscardo (Ed.), *Embracing and Managing Change in Tourism: International Case Studies* (ss. 324-346). Routledge.
- Bui, T. N., Nguyen, X. H., & Pham, K. T. (2023). The effect of capital structure on firm value: A study of companies listed on the Vietnamese stock market. *International Journal of Financial Studies*, 11(3), 1-20. <https://doi.org/10.3390/ijfs11030100>
- Bukalska, E. (2019). Testing trade-off theory and pecking order theory under managerial overconfidence. *International Journal of Management and Economics*, 55(2), 99-117.
- Bulut, E. (2017). *Davranışsal kurumsal finans ekseninde kâr payı dağıtım kararları: Borsa İstanbul örneği* [Yayımlanmamış Doktora Tezi]. Karadeniz Teknik Üniversitesi.
- Bulut, E., & Er, B. (2018). Yönetici iyimserliğinin kurumsal yatırım kararları üzerindeki etkileri: Turizm sektörü örneği. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (77), 177-192. <https://doi.org/10.25095/mufad.401493>
- Burrell, O. K. (1951). Possibility of an experimental approach to investment studies. *The Journal of Finance*, 6(2), 211-219. <https://doi.org/10.2307/2978985>
- Cain, M. D., & McKeon, S. B. (2016). CEO personal risk-taking and corporate policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 51(1), 139-164. <https://doi.org/10.1017/S0022109016000041>
- Cagan, P. (1956). The Monetary Dynamics of Hyperinflation”, İçinde: Studies In Quantity Theory Of Money, Chicago, University of Chicago Press.

- Calabrese, T. T. (2011). Testing Competing Capital Structure Theories of Nonprofit Organizations. *Public Budgeting & Finance*, 31 (3), pp. 119-143. <https://doi.org/10.1111/j.1540-5850.2011.00989.x>
- Camerer, C. F., & Loewenstein, G. (2004). Behavioral Economics: Past, Present, Future. İçinde C. F. Camerer, G. Loewenstein & M. Rabin (Ed.), *Advances in Behavioral Economics. Roundtable Series in Behavioral Economics* (1-51). Princeton University Press.
- Camerer, C. F., & Loewenstein, G. (2006). Behavioral economics. *Econometric Society Monographs*, 42, 181.
- Camerer, C., & Malmendier, U. (2012). Behavioral economics of organizations. İçinde D. Peter & V. Hannu (Ed.), *Behavioral Economics and Its Applications* (ss. 235-290). Princeton University. <https://doi.org/10.1515/9781400829149-009>
- Campbell, T. C., Gallmeyer, M., Johnson, S. A., Rutherford, J., & Stanley, B. W. (2011). CEO optimism and forced turnover. *Journal of Financial Economics*, 101, 695-712. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.03.004>
- Can, R. (2019). *Birleşme ve satın almalarda yönetici aşırı güveninin firma değeri üzerindeki etkisi* [Yayımlanmamış doktora tezi]. Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi.
- Can, R., & Dizdarlar, H. I. (2022). The effect of managers' overconfidence who have made mergers and acquisitions on the firm value. *Sosyoekonomi*, 30(54), 101-119. <https://doi.org/10.17233/sosyoekonomi.2022.04.05>
- Canbaş, S., Doğanlı, H., Düzakın, H., & İskenderoğlu, Ö. (2005). Performans ölçümünde Tobin's Q oranının kullanılması: Hisse senetleri İMKB'de işlem gören sanayi işletmeleri üzerinde bir deneme. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (28), 24-36.
- Carpenter, J. N., & Remmers, B. (2001). Executive Stock Option Exercises and Inside Information. *The Journal of Business*, 74(4), 513-534. <https://doi.org/10.1086/322894>
- Chambers, N. (2005). *Firma Değerlemesi* (1. bs). Avcıol Basım Yayın.
- Chapman, G. B., & Johnson, E. J. (2002). Incorporating the irrelevant: Anchors in judgments of belief and value. 120-138.
- Chen, I-Ju., & Lin, Shin-Hung (2012). Will managerial optimism affect the investment efficiency of a firm. *Procedia Economics and Finance*, 2, 73-80. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(12\)00066-4](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(12)00066-4)
- Chen, Y., & Hammes, K. (2004). Capital structure theories and empirical results-A panel data analysis. Available at SSRN 535782. 1-35. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.535782>
- Chen, Y. R., Ho, K. Y., & Yeh, C. W. (2020). CEO overconfidence and corporate cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 62, 101577, 1-26. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101577>
- Chen, S. S., Lai, S. M., Liu, C. L., & McVay, S. E. (2023). Overconfident managers and internal controls. Available at SSRN 2510137. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2510137>
- Cho, K., Kim, H. J., Mun, S., & Han, S. H. (2020). Do confident CEOs increase firm value under competitive pressure?. *Applied Economics Letters*, 28(17), 1-8. <https://doi.org/10.1080/13504851.2020.1827133>
- Choi, H. S., Ferris, S. P., Jayaraman, N., & Sabherwal, S. (2013). Overconfidence, corporate governance, and global CEO turnover. In *Advances in Financial Economics* (Vol. 16, pp. 101-138). Emerald Group Publishing Limited. [https://doi.org/10.1108/S1569-3732\(2013\)0000016004](https://doi.org/10.1108/S1569-3732(2013)0000016004)
- Chu, W., Im, M., & Jang, H. (2012). Overconfidence and emotion regulation failure: How overconfidence leads to the disposition effect in consumer investment behaviour. *Journal of Financial Services Marketing*, 17(1), 96-116. doi:10.1057/fsm.2012.7

- Coleman, L. (2014). Involuntary corporate finance: the dominance of history in decisions. *Applied Economics*, 46(33), 4104-4115. <https://doi.org/10.1080/00036846.2014.952889>
- Copeland, T. E., Weston, J. F., & Shastri, K. (2005). Financial theory and corporate policy (Vol. 4). Boston: Pearson Addison Wesley.
- Coşkun, R., Altunışık, Bayraktaroğlu, S., & Yıldırım, E. (2015). *Sosyal Bilimlerde Araştırma Yöntemleri: SPSS Uygulamalı*. Sakarya Yayıncılık.
- Creswell, J. W. (2002). *Research Design: Qualitative, Quantitative, and Mixed Methods Approaches* (2. bs). Sage Publications.
- Croissant, Y., & Millo, G. (2008). Panel data econometrics with R: The plm Package. *Journal of Statistical Software* 27(2) 1-43. <https://doi.org/ff10.18637/jss.v027.i02>
- Cronqvist, H., Makhija, A. K., & Yonker, S. E. (2012). Behavioral consistency in corporate finance: CEO personal and corporate leverage. *Journal of Financial Economics*, 103(1), 20-40. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.08.005>
- Croushore, D. (2005). Do consumer-confidence indexes help forecast consumer spending in real time?. *The North American Journal of Economics and Finance*, 16(3), 435-450. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2005.05.002>
- Çakmak, E. T. (2008). *Stokastik programlama yaklaşımı ile portföy optimizasyonu: İMKB'de bir uygulama* [Yayımlanmamış yüksek lisans tezi]. Anadolu Üniversitesi.
- Dalbor, M. C., & Upneja, A. (2004). The investment opportunity set and the long-term debt decision of US lodging firms. *Journal of Hospitality & Tourism Research*, 28(3), 346-355.
- Dameshika, W. R., Rajapaksha, R. M. C. S. B., Jayan, W. A. S., & Weerasinghe, W. M. S. K. B. (2022). Impact of Capital Structure on Profitability: Evidence from Star Category Hotels in Sri Lanka. In *Proceedings of International Conference on Real Estate Management and Valuation*. <https://doi.org/10.31357/icremv.v6.6240>
- Daniel, K., Hirshleifer, D., & Subrahmanyam, A. (1998). Investor psychology and and security market under and overreactions. *The Journal of Finance*, 53(6), 460-501 <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00077>
- Dao, T. T. N. (2019). *An investigation of cash holdings debt maturity and corporate performance considering managerial overconfidence: Evidence from listed Vietnamese firms* [Doctoral dissertation]. University of Hull.
- Damasio, A. R. (1994). Descartes' error and the future of human life. *Scientific American*, 271(4), 144-144.
- Damasio, A. R. (1998). Emotion in the perspective of an integrated nervous system. *Brain research reviews*.
- Das, P. (2019). *Econometrics in Theory and Practice: Analysis of Cross Section, Time Series and Panel Data with Stata 15.1* | SpringerLink. Springer International Publishing.
- Dashtbayaz, M. L., & Mohammadi, S. (2016). The effect of managerial overconfidence on firm value: Evidence from companies listed in Tehran stock exchange. *International Journal of Accounting and Economics Studies*, 4(1), 32-35. <https://doi.org/10.14419/ijaes.v4i1.5818>
- De Bondt, W. F., & Thaler, R. (1985). Does the stock market overreact?. *The Journal of Finance*, 40(3), 793-805. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb05004.x>
- De Bondt, W. F., & Thaler, R. H. (1995). Financial decision-making in markets and firms: A behavioral perspective. *Handbooks in Operations Research and Management Science*, 9, 385-410. [https://doi.org/10.1016/S0927-0507\(05\)80057-X](https://doi.org/10.1016/S0927-0507(05)80057-X)

- De Bondt, W. F., Muradoglu, Y. G., Shefrin, H., & Staikouras, S. K. (2008). Behavioral finance: Quo vadis?. *Journal of Applied Finance (Formerly Financial Practice and Education)*, 18(2), 1-15. <https://ssrn.com/abstract=2698614>
- Demirkan, S., Demirkan, I., & Toksoz, T. (2023). Managerial Ability, CEO Overconfidence, and Firm Value. 1-39
- De Silva, R., & Banda, Y. K. W. (2022). Impact of CEO characteristics on capital structure: Evidence from a frontier market. *Asian Journal of Business and Accounting*, 15(1), 71-101. <https://doi.org/10.22452/ajba.vol15no1.3>
- Deshmukh, S., Goel, A. M., & Howe, K. M. (2013). CEO overconfidence and dividend policy. *Journal of Financial Intermediation*, 22(3), 440-463. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2013.02.003>
- Devesa, M. J. S., & Esteban, L. P. (2011). Spanish hotel industry: indebtedness determinants. *Applied Economics*, 43(28), 4227-4238. <https://doi.org/10.1080/00036846.2010.491446>
- Devenow, A., & Welch, I. (1996). Rational herding in financial economics. *European Economic Review*, 40(3-5), 603-615.
- Dewi, N. L. E. S., & Wiagustini, N. L. P. (2018). Overconfidence and size of companies as a predictor of capital structure and company values in pharmaceutical companies in Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Sciences: Basic and Applied Research*, 42(3), 124-140. <https://www.gssrr.org/index.php/JournalOfBasicAndApplied/article/view/9364>
- Diba, W. B. (2012). *The effect of managerial overconfidence on capital structure of firms listed on the Nairobi securities exchange* [PHD thesis]. University of Nairobi.
- Dilmaç, M., & Korkmaz, Ö. (2018). Firma piyasa değerini etkileyen finansal faktörler: Banka ve sigorta işletmeleri üzerine bir uygulama. *Journal of Management and Economics Research*, 16(2), 179-201. <https://doi.org/10.11611/yead.410554>
- Dhir, S., & Mital, A. (2012). Decision-making for mergers and acquisitions: The role of agency issues and behavioral biases. *Strategic Change*, 21(1-2), 59-69. <https://doi.org/10.1002/jsc.1895>
- Dodge, Y. (2008). *The Concise Encyclopedia of Statistics*. Springer New York.
- Dornbusch, R., Fischer, S., & Startz, R. (2018). *Macroeconomia*. Ed. McGraw Hill
- Dominitz, J., & Manski, C. F. (2004). How should we measure consumer confidence?. *Journal of Economic Perspectives*, 18(2), 51-66. DOI: 10.1257/0895330041371303
- Dong, Z., Wang, C., & Xie, F. (2010). Do executive stock options induce excessive risk taking?. *Journal of Banking & Finance*, 34(10), 2518-2529. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.04.010>
- Doukas, J. A., & Petmezas, D. (2007). Acquisitions, overconfident managers and self-attribution bias. *European Financial Management*, 13(3), 531-577. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2007.00371.x>
- Drake, P. P., & Fabozzi, F. J. (2010). *The basics of finance: An introduction to financial markets, business finance, and portfolio management* (Vol. 192). John Wiley & Sons.
- Driscoll, J. C., & Kraay, A. C. (1998). Consistent covariance matrix estimation with spatially dependent panel data. *Review of Economics and Statistics*, 80(4), 549-560. <https://doi.org/10.1162/003465398557825>
- Duellman, S., Hurwitz, H., & Sun, Y. (2015). Managerial overconfidence and audit fees. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 11(2), 148-165. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcae.2015.05.001>
- Durbin, J., & Watson, G. S. (1950). Testing for serial correlation in least squares regression: I. *Biometrika*, 37(3/4), 409-428. https://doi.org/10.1007/978-1-4612-4380-9_20

- Durbin, J., & Watson, G. S. (1951). Testing for serial correlation in least squares regression. II. *Biometrika*, 38(1/2), 159-177. https://doi.org/10.1007/978-1-4612-4380-9_21
- Duxbury, D. (2015). Behavioral finance: Insights from experiments II: Biases, moods and emotions. *Review of Behavioral Finance*, 7(2), 151-175. <https://doi.org/10.1108/RBF-09-2015-0037>
- Düzer, M. (2008). *Finansal analizde kullanılan oranlar ve firma değeri ilişkisi: İMKB’de bir uygulama* [Yüksek lisans tezi]. Sakarya Üniversitesi.
- Döm, S. (2003). *Yatırımcı Psikolojisi*. Değişim Yayınları.
- Ebrahimi, T., Gupta, J., & Ozkan, A. (2020). Supply-side factors, CEO overconfidence, and zero-leverage policy. *International Journal of Finance & Economics*, 25(4), 1-18. <https://doi.org/10.1002/ijfe.1765>
- Ehrhardt, M. C., & Brigham, E. F. (2010). *Corporate finance: A focused approach*. South-Western Cengage Learning
- Eisner, R. (1972). Components of capital expenditures: Replacement and modernization versus expansion. *The Review of Economics and Statistics*, 297-305. <https://doi.org/10.2307/1937991>
- Elliott, A. C., & Woodward, W. A. (2007). *Statistical Analysis Quick Reference Guidebook: With SPSS Examples*. Sage Publications.
- El-Ansary, O., & Ahmed, A. M. (2023). Does overconfidence blur out the investment efficiency? The managerial overconfidence and internal financing effect on investment efficiency: evidence from MENA region. *International Journal of Emerging Markets*. 1-22. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-06-2021-0931>
- El-Sehity, T., Haumer, H., Helmenstein, C., Kirchler, E., & Maciejovsky, B. (2002). Hindsight bias and individual risk attitude within the context of experimental asset markets. *The Journal of Psychology and Financial Markets*, 3(4), 227-235. http://dx.doi.org/10.1207/S15327760JPFM0304_04
- Elton, E., J. Grubber, 1995, *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. John Wiley & Sons, New York
- Enslin, Z. (2022). Management accountants' susceptibility to overconfidence: The overplacement perspective. *Review of Behavioral Finance*, 15(6), 827-845. <http://dx.doi.org/10.1108/RBF-07-2021-0138>
- Ercan, M. K., Öztürk, M.B., & Demirgüneş, K. (2003). *Değere Dayalı Yönetim ve Entelektüel Sermaye*. Gazi Kitabevi.
- Ercan, M. K., & Ban, Ü. (2018). *Değere Dayalı İşletme Finansı, Finansal Yönetim*, Gazi Kitabevi.
- Erdoğan, M., & Yalçın, S. (2016). Aşırı güven ve borç düzeyi ilişkisi: BIST inşaat sektöründe ampirik bir inceleme. *International Congress On Afro-Eurasian Research I*, 166-177.
- Ergene, Ş. B., & Karadeniz, E. (2021). Corporate governance and firm value: Evidence from lodging companies. *Journal of Global Business Insights*. <https://www.doi.org/10.5038/2640-6489.6.1.1165>
- Eriotis N., Vasiliou D., & Neokosmidi, Z. (2007). How firm characteristics affect capital structure: An empirical study. *Managerial Finance*, 33(5), 321-331. <http://dx.doi.org/10.1108/03074350710739605>
- Ertek, T. (1996). *Ekonometriye Giriş*. Beta Yayıncılık.
- Essers, D. (2013). Developing country vulnerability in light of the global financial crisis: Shock therapy?. *Review of Development Finance*, 3(2), 61-83. <https://hdl.handle.net/10520/EJC139649>
- Esghaier, R. (2017). Capital structure choices and behavioral biases: An application to a panel of US industrial companies. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(4), 608-622. <https://www.econjournals.com.tr/index.php/ijefi/article/view/4991>

- Fairchild, R. (2007). *Managing Overconfidence, Agency Problems, Financing Decisions and Firm Performance* (Working paper, ss. 1-26). University of Bath.
- Fairchild, R. (2009). *The Effect of Managerial Overconfidence, Asymmetric Information and Moral Hazard on Capital Structure Decisions* (Working paper, ss. 1-26). University of Bath. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.711845>
- Fama, E. F. (1965a). The behavior of stock-market prices. *The journal of Business*, 38(1), 34-105. <https://www.jstor.org/stable/2350752>
- Fama, E. F. (1965b). Random walks in stock market prices. *Financial Analysts Journal*, 21(5), 55-59. <https://doi.org/10.2469/faj.v51.n1.1861>
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets. *Journal of Finance*, 25(2), 383-417. <https://doi.org/10.7208/9780226426983-007>
- Fama, E. F. (1991). Efficient capital markets: II. *The Journal of Finance*, 46(5), 1575-1617. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb04636.x>
- Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *Review of financial studies*, 1-33. <https://doi.org/10.1093/rfs/15.1.1>
- Fama, E. F., & French, K. R. (2004). The capital asset pricing model: Theory and evidence. *Journal of Economic Perspectives*, 18(3), 25-46. <https://doi.org/10.1257/0895330042162430>
- Farrelly, G. (1980). A behavioral science approach to financial research. *Financial Management*, 9(3), 15-22. <https://doi.org/10.2307/3664888>
- Farooq, U., Ahmed, J., & Khan, S. (2020). Do the macroeconomic factors influence the firm's investment decisions? A generalized method of moments (GMM) approach. *International Journal of Finance & Economics*, 26(1), 1-12. <https://doi.org/10.1002/ijfe.1820>
- Fast, N. J., Sivanathan, N., Mayer, N. D., & Galinsky, A. D. (2012). Power and overconfident decision-making. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 117(2), 249-260. <https://doi.org/10.1016/j.obhdp.2011.11.009>
- Fauver, L., Hung, M., Li, X., & Taboada, A. G. (2017). Board reforms and firm value: Worldwide evidence. *Journal of Financial Economics*, 125(1), 120-142. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.04.010>
- Fedyk, V. (2014). CEO overconfidence: An alternative explanation for corporate financing decisions. *Financial Management*, 38, 1-37.
- Feldman, J. S. (2005). *Principles of Private Firm Valuation*. John Wiley & Sons.
- Ferrell, W. R., & McGoey, P. J. (1980). A model of calibration for subjective probabilities. *Organizational Behavior and Human Performance*, 26(1), 32-53. [https://doi.org/10.1016/0030-5073\(80\)90045-8](https://doi.org/10.1016/0030-5073(80)90045-8)
- Fernández, B., T. Garcia-Merino, R. Mayoral, V. Santos and E. Vallelado, (2011). Herding, information uncertainty and investors' cognitive profile. *Qualitative Research in Financial Markets*, 3(1): 7-33. <https://doi.org/10.1108/17554171111124595>.
- Ferris, S. P., Jayaraman, N., & Sabherwal, S. (2013). CEO overconfidence and international merger and acquisition activity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(1), 137-164. <https://doi.org/10.1017/S0022109013000069>
- Finucane, M. L., Alhakami, A., Slovic, P., & Johnson, S. M. (2000). The affect heuristic in judgments of risks and benefits. *Journal of Behavioral Decision Making*, 13(1), 1-17.
- Fionita, I., & Pranyoto, E. (2022). Overconfident ceo and firm value: A critical review, bibliometric analysis, and research agenda. *International Conference on Information Technology and Business*, 19-26.

- Fischhoff, B. (1975). Hindsight $\neq$ Foresight: the effect of outcome knowledge on judgment under uncertainty. *Journal of Experimental Psychology: Human Perception and Performance*, 1(3), 288-299. <https://doi.org/10.1136/qhc.12.4.304>
- Fischhoff, B., Slovic, P., & Lichtenstein, S. (1977). Knowing with certainty: The appropriateness of extreme confidence. *Journal of Experimental Psychology: Human perception and performance*, 3(4), 552-564. <https://doi.org/10.1037/0096-1523.3.4.552>
- Francis, J. C., & Kim, D. (2013). *Modern Portfolio Theory: Foundations, Analysis, and New Developments*. John Wiley & Sons.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 6(2), 136-201. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00252-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00252-0)
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2008). Trade-off and pecking order theories of debt. *Handbook of empirical corporate finance*, 135-202. doi.org/10.1016/B978-0-444-53265-7.50004-4
- Frankfurter, G. M., & McGoun, E. G. (2000). Market efficiency or behavioral finance: The nature of the debate. *The Journal of Psychology and Financial Markets*, 1(3-4), 200-210. http://dx.doi.org/10.1207/S15327760JPFM0134_5
- Fortes, T., Moutinho, N., & Alves, J. (2023). The impact of hotel activity on its companies' capital expenditure. International Tourism Congress
- Fox, C. R., & Tversky, A. (1995). Ambiguity aversion and comparative ignorance. *The Quarterly Journal of Economics*, 110(3), 585-603.
- Galasso, A., & Simcoe, T. S. (2011). CEO overconfidence and innovation. *Management Science*, 57(8), 1469-1484. <https://doi.org/10.1287/mnsc.1110.1374>
- Gao, Y., & Han, K. S. (2020). Managerial overconfidence, CSR and firm value. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 29(6), 1-19. <https://doi.org/10.1080/16081625.2020.1830558>
- Gao, Y., Han, K. S., & Chung, K. H. (2021). Managerial overconfidence and firm value. *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, 12(3), 71-85. <https://doi.org/10.32599/apjb.12.3.202109.71>
- García-Sánchez, I. M., & García-Meca, E. (2020). Do able bank managers Exhibit specific attributes? An empirical analysis of their investment efficiency. *Administrative Sciences*, 10(3), 1-17. <https://doi.org/10.3390/admsci10030044>
- Garman, M. B., & Kohlhagen, S. W. (1983). Foreign currency option values. *Journal of International Money and Finance*, 2(3), 231-237. [https://doi.org/10.1016/S0261-5606\(83\)80001-1](https://doi.org/10.1016/S0261-5606(83)80001-1)
- Gertchev, N. (2007). A critique of adaptive and rational expectations. *Quarterly Journal of Austrian Economics*, 10(4), 313-329. DOI 10.1007/S12113-007-9023-1
- Gervais, S., Heaton, J. B., & Odean, T. (2002). The positive role of overconfidence and optimism in investment policy. 1-45.
- Gervais, S., Heaton, J. B., & Odean, T. (2011). Overconfidence, compensation contracts, and capital budgeting. *The Journal of Finance*, 66(5), 1735-1777. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2011.01686.x>
- Gjersoe, N. L., & Hood, B. M. (2009). On the adaptive advantage of always being right (even when one is not). *Behavioral and Brain Sciences*, 32(6), 521-522. <https://doi.org/10.1017/S0140525X09991221>
- Glaesser, D. (2006). *Crisis Management in the Tourism Industry*. The United Kingdom: Butterworth-Heinemann
- Glaser, M., Nöth, M., & Weber, M. (2004) Behavioral Finance. İçinde D. Koehler & N. Harvey, (Ed), *Blackwell Handbook of Judgment and Decision Making* (ss. 527-546). Cambridge.

- Glaser, M., Langer, T., & Weber, M. (2005). Overconfidence of professionals and lay men: Individual differences within and between tasks?.
- Glaser, M., Langer, T., & Weber, M. (2012). True overconfidence in interval estimates: Evidence based on a new measure of miscalibration. *Journal of Behavioral Decision Making*, 26(5), 405-417.
- Goel, A. M., & Thakor, A. V. (2008). Overconfidence, CEO selection, and corporate governance. *The Journal of Finance*, 63(6), 2737-2784. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01412.x>
- Goel, A. M., & Thakor, A. V. (2000). *Rationality, Overconfidence and Leadership* (Working paper no. 00-022, ss. 1-50). University of Michigan Business School Faculty.
- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Puri, M. (2013). Managerial attitudes and corporate actions. *Journal of Financial Economics*, 109(1), 103-121. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.01.010>
- Greene, W. W. (2002). *Econometric Analysis* (5. bs). Q Pearson Education LTD New York University.
- Grezo, M. (2021). Overconfidence and financial decision-making: A meta-analysis. *Review of Behavioral Finance*, 13(3), 276-296. <https://doi.org/10.1108/RBF-01-2020-0020>
- Griffin, D., & Tversky, A. (1992). The weighing of evidence and the determinants of confidence. *Cognitive Psychology*, 24(3), 411-435. [https://doi.org/10.1016/0010-0285\(92\)90013-R](https://doi.org/10.1016/0010-0285(92)90013-R)
- Grissemann, U., Plank, A., & Brunner-Sperdin, A. (2013). Enhancing business performance of hotels: The role of innovation and customer orientation. *International Journal of Hospitality Management*, 33, 347-356. <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2012.10.005>
- Gründl, J., & Aichholzer, J. (2020). Support for the Populist Radical Right: Between Uncertainty Avoidance and Risky Choice. *Political Psychology*. doi:10.1111/pops.12643
- Gujarati, D. (2008). *Basic Econometrics*. McGraw-Hill Companies.
- Guluma, T. F. (2021). The impact of corporate governance measures on firm performance: The influences of managerial overconfidence. *Future Business Journal*, 7(1), 1-50. <https://doi.org/10.1186/s43093-021-00093-6>
- Gülaç, H. (2014). *İşletmelerin yatırım kararları ile finansman kararları arasındaki ilişkinin değerlendirilmesi: Türkiye imalat sektörü işletmeleri üzerine bir dinamik panel veri analizi* [Yayımlanmamış doktora tezi]. Başkent Üniversitesi.
- Gürbüz A. O. & Ergincan, Y. (2004). *Şirket Değerlemesi Klasik ve Modern Yaklaşımlar, Literatür Yayıncılık*. İstanbul
- Gürünlü, M. (2018). Davranışsal finans teorisi perspektifinden kurumsal finansman kararları. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 10(3), 80-94. <https://doi.org/10.20491/isarder.2018.464>
- Haarmans, L. (2015). CEO Overconfidence, Power, and Innovation. Tilburg University
- Hackbarth, D. (2008). Managerial traits and capital structure decisions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(4), 843-881. <https://doi.org/10.1017/S002210900001437X>
- Hackbarth, D. (2009). Determinants of corporate borrowing: A behavioral perspective. *Journal of Corporate Finance*, 15(4), 389-411. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2009.02.001>
- Hall, B. J., & Murphy, K. J. (2002). Stock options for undiversified executives. *Journal of Accounting and Economics*, 33(1), 3-42. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00050-7](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00050-7)
- Hallerbach, W., & Spronk, J. (2002). A multidimensional framework for financial-economic decisions. *Journal of Multi-Criteria Decision Analysis*, 11(3), 111-124. <https://doi.org/10.1002/mcda.324>
- Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review*, 9(2), 193-206. <https://doi.org/10.5465/amr.1984.4277628>
- Hamidi, M., & Adrianto, F. (2018). Capital Expenditure and Natural Risk Incentives Analysis for the Hotel Industry In Padang. WMA-1 2018, January 20-21, DOI 10.4108/eai.20-1-2018.2284281

- Hammond, J. S., Keeney, R. L. ve Raiffa. H. (2007), “Karar Almanın Gizli Tuzakları, İstanbul: MESS Yayınları.
- Harvey, C. R., Lins, K. V., & Roper, A. H. (2004). The effect of capital structure when expected agency costs are extreme. *Journal of Financial Economics*, 74(1), 3-30. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.07.003>
- Hanson, J. D., & Kysar, A. (1999). Taking behavioralism seriously: Some evidence of market manipulation. *Harvard Law Review*, 112(7), 1422-1572. <https://doi.org/10.2307/1342413>
- Haugen, R. A., & Baker, N. L. (1996). Commonality in the determinants of expected stock returns. *Journal of Financial Economics*, 41(3), 401-439. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(95\)00868-](https://doi.org/10.1016/0304-405X(95)00868-)
- Hausman, J. A. (1978). Specification tests in econometrics. *Econometrica*, 46(6), 1251-1271. <https://doi.org/10.2307/1913827>
- Hayward, M. L., & Hambrick, D. C. (1997). Explaining the premiums paid for large acquisitions: Evidence of CEO hubris. *Administrative science quarterly*, 103-127. <https://doi.org/10.2307/2393810>
- Hayward, M. L., Rindova, V. P., & Pollock, T. G. (2004). Believing one's own press: The causes and consequences of CEO celebrity. *Strategic Management Journal*, 25(7), 637-653. <https://doi.org/10.1002/smj.405>
- Heath, C., & Tversky, A. (1991). Preference and belief: ambiguity and competence in choice under uncertainty. *Journal of Risk and Uncertainty*, 4(1), 5-28. <https://doi.org/10.1007/BF00057884>
- Heaton, J. B. (2002). Managerial optimism and corporate finance. *Financial Management*, 31(2), 33-45. <https://doi.org/10.1515/9781400829125-022>
- Hens, T., & Bachmann, K. (2008). *Behavioural Finance for Private Banking*. John Wiley & Sons.
- Hilary, G., & Hsu, C. (2011). Endogenous overconfidence in managerial forecasts. *Journal of Accounting and Economics*, 51(3), 300-313. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2011.01.002>
- Hill, R. C., Griffiths, W. E., & Lim, G. C. (2011). *Principles of Econometrics*. John Wiley & Sons.
- Hill, A. D., Kern, D. A., & White, M. A. (2014). Are we overconfident in executive overconfidence research? An examination of the convergent and content validity of extant unobtrusive measures. *Journal of Business Research*, 67(7), 1414-1420. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2013.08.011>
- Hirshleifer, D., & Luo, G.Y. (2001). On the survival of overconfident traders in a competitive securities market. *Journal of Financial Markets*, 4(1), 73-84. [https://doi.org/10.1016/S1386-4181\(00\)00014-8](https://doi.org/10.1016/S1386-4181(00)00014-8)
- Hirshleifer, D., Low, A., & Teoh, S. H. (2012). Are overconfident CEOs better innovators?. *The Journal of Finance*, 67(4), 1457-1498. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01753.x>
- Ho, J. L., Robin Keller, L., & Keltyka, P. (2002). Effects of outcome and probabilistic ambiguity on managerial choices. *Journal of Risk and Uncertainty*, 24, 47-74. <https://doi.org/10.1023/A:1013277310399>
- Ho, P. H., Huang, C. W., Lin, C. Y., & Yen, J. F. (2016). CEO overconfidence and financial crisis: Evidence from bank lending and leverage. *Journal of Financial Economics*, 120(1), 194-209. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.04.007>
- Huberman, G. (1982). A simple approach to arbitrage pricing theory. *Journal of Economic Theory*, 28(1), 183-191. [https://doi.org/10.1016/0022-0531\(82\)90098-9](https://doi.org/10.1016/0022-0531(82)90098-9)
- De Hoyos, R. E., & Sarafidis, V. (2006). Testing for cross-sectional dependence in panel-data models. *The Stata Journal*, 6(4), 482-496. <https://doi.org/10.1177/1536867X0600600403>
- Howell, W. C. (1971). Uncertainty from internal and external sources: A clear case of overconfidence. *Journal of Experimental Psychology*, 89(2), 240-243. <https://doi.org/10.1037/h0031206>

- Höçük, S. (2011). *Ankara Üniversitesi uzaktan eğitim programına katılan öğrencilerin akademik başarılarını etkileyen faktörler* [Yayımlanmamış yüksek lisans tezi]. Ankara Üniversitesi
- Hribar, P., & Yang, H. (2016). CEO overconfidence and management forecasting. *Contemporary Accounting Research*, 33(1), 204-227. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12144>
- Hsiao, C. (2003). *Analysis of Panel Data* (2. bs). Cambridge University Press.
- Hsiao, S. C., & Pi-Chuan, S. (2006). The influence of investor psychology on disposition effect. In 9th Joint International Conference on Information Sciences (JCIS-06). Atlantis Press.
- Hsiao, C. (2007). Panel data analysis—advantages and challenges. *Test*, 16(1), 1-22. <https://doi.org/10.1007/s11749-007-0046-x>
- Huang, J., & Kisgen, D. J. (2013). Gender and corporate finance: Are male executives overconfident relative to female executives?. *Journal of Financial Economics*, 108(3), 822-839. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.12.005>
- Huang, R., Tan, K. J. K., & Faff, R. W. (2016). CEO overconfidence and corporate debt maturity. *Journal of Corporate Finance*, 36, 93-110. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.10.009>
- Hur, K. S., Kim, D. H., & Cheung, J. H. (2019). Managerial overconfidence and cost behavior of R&D expenditures. *Sustainability*, 11(18), 1-13. <https://doi.org/10.3390/su11184878>
- Hurlin, C., & Mignon, V. (2007). *Second Generation Panel Unit Root Tests* (ss. 1-24). HAL Science. <https://shs.hal.science/halshs-00159842>
- Inoue, K., Kato, H. K., & Yamasaki, T. (2012). Managerial overconfidence: Evidence from Japanese CEOs. In Midwest Finance Association 2013 Annual Meeting Paper. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2043681>
- Invernizzi, A. (2017). *Overconfidence in SMEs: Conceptualisations, Domains and Applications*. Springer.
- Ishikawa, M., & Takahashi, H. (2010). Overconfident managers and external financing choice. *Review of Behavioural Finance*, 2(1), 37-58. <http://dx.doi.org/10.1108/19405979201000003>
- Itan, I., & Riana, W. (2021). The impact of cash flow statement on firm value in Indonesia. In *Forum Ekonomi*, Vol. 23, No. 3, pp. 442-453.
- Iyer, S. R., Sankaran, H., & Nejadmalayeri, A. (2017). CEO overconfidence and agency cost of debt: An empirical analysis of CEO turnover events. *The North American Journal of Economics and Finance*, 42, 300-313. <http://dx.doi.org/10.1016/j.najef.2017.07.014>
- İmamoğlu, Ö., & Çevik, O. (2020). A Conceptual view of behavioral finance. *European Journal of Managerial Research (EUJMR)*, 4(7), 246-263.
- İskenderoğlu, Ö., & Karadeniz, E. (2011). Optimum portföyün seçimi: İMKB 30 üzerinde bir uygulama. *Çukurova Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 12(2), 235-257.
- İsmail, A., & Mavis, C. P. (2021). A new method for measuring CEO overconfidence: Evidence from acquisitions. *International Review of Financial Analysis*, 1-51. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2021.101964>
- İslami, M. A. F., & Madyan, M. (2020). The Effect Of Managerial Overconfidence On Corporate Investment. *Manajemen Bisnis*, 10(1), 49-57
- Jagannathan, R., & McGrattan, E. R. (1995). The CAPM debate. Federal Reserve Bank of Minneapolis *Quarterly Review*, 19(4), 2-17.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. doi:10.1016/0304-405x(76)90026-x

- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economics Review*, 76(2), 1985-1986. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.99580>
- Jeon, K. (2019). CEO overconfidence and cash flow management. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 23(2), 1-13.
- Ji, X., & Miglo, A. (2019). Capital structure choice under asymmetric information and overconfident managers. 1-28. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3357809>
- Jia, L. (2024). Anchoring and Adjustment Bias and Its Applications. *Advances in Economics, Management and Political Sciences*, 60, 141-148. DOI: 10.54254/2754-1169/60/20231193
- Jnaneswar, K., Aishwarya, J. S., & Soorya, D. B. (2021). The Impact of Capital Structure on the Financial Performance of Hotel Industry and Automobile Industry. *Asian Journal of Economics, Finance and Management*, 329-339. <https://journaleconomics.org/index.php/AJEFM/article/view/81>
- Johnson, D. D., & Fowler, J. H. (2011). The evolution of overconfidence. *Nature*, 477(7364), 317-320. <http://doi.org/110.1038/nature10384>
- Jong, T. J. (2017). CEO overconfidence and capital structure decisions (Bachelor's thesis). University of Amsterdam, College of Economics and Business.
- Jonsson, A. C., & Allwood, C. M. (2003). Stability and variability in the realism of confidence judgments over time, content domain, and gender. *Personality and Individual Differences*, 34(4), 559-574. [https://doi.org/10.1016/S0191-8869\(02\)00028-4](https://doi.org/10.1016/S0191-8869(02)00028-4)
- Johnston, J., & Dinardo, J. (1997). *Econometric Methods*. McGraw-HiU.
- Jones, T. (2004). *Business Economics & Managerial Decision Making*. John Wiley & Sons Ltd, England.
- Jones, G. (Ed.). (2018). *The new palgrave dictionary of economics*. Palgrave Macmillan.
- Jordan, J., & Kaas, K. P. (2002). Advertising in the mutual fund business: The role of judgmental heuristics in private investors' evaluation of risk and return. *Journal of Financial Services Marketing*, 7(2), 129-140. doi:10.1057/palgrave.fsm.4770079
- Jović, O. (2016). Durbin-Watson partial least-squares regression applied to MIR data on adulteration with edible oils of different origins. *Food chemistry*, 213, 791-798. <https://doi.org/10.1016/j.foodchem.2016.07.016>
- Kahneman, D. (2015). *Hızlı ve Yavaş Düşünme* (O. Deniztekin & F. Deniztekin, Çev.). Varlık Yayınları.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47(2), 263-291. <https://doi.org/10.2307/1914185>
- Kahneman, D., & Riepe, M. W. (1998). Aspects of investor psychology. *Journal of Portfolio Management*, 24(4), 52-65. <https://doi.org/10.3905/jpm.1998.409643>
- Kahneman, D., & Thaler, R. (1991). Economic analysis and the psychology of utility: Applications to compensation policy. *The American Economic Review*, 81(2), 341-346.
- Kameda, T., & Hastie, R. (2015). Herd behavior. Emerging trends in the social and behavioral sciences: An interdisciplinary, searchable, and linkable resource, 1-14.
- Kamışlı, S., & Meriç, E. (2024). Güven Endeksleri ile Pay Senedi Piyasası İlişkisi: Sektörel Yaklaşım. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 24(2), 797-816. <https://doi.org/10.18037/ausbd.1486007>
- Kamoune, A., & Ibenrissoul, N. (2022). Traditional versus behavioral finance theory. *International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics*, 3(2-1), 282-294. <https://doi.org/10.5281/zenodo.6392167>

- Kang, J., Kang, J. K., Kang, M., & Kim, J. (2018). Investment and firm value under high economic uncertainty: The beneficial effect of overconfident CEOs. 1-58. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3140209>
- Kandır, S., Karadeniz, E., & Önal, Y. B. (2007). Türkiye’de büyük sanayi işletmelerinde sermaye yapısını etkileyen faktörlerin analizi. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 9(2), 145-165.
- Kaplan, S. N., Sørensen, M., & Zakolyukina, A. A. (2020). What is CEO overconfidence? Evidence from executive assessments. *Journal of Financial Economics*, 145(2), 1-36. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.09.023>
- Karadeniz, E. (2008). *Türk konaklama işletmelerinde sermaye yapısını etkileyen faktörlerin analizi* [Yayımlanmış Doktora Tezi]. Çukurova Üniversitesi.
- Karadeniz, E. (2017). Halka açık konaklama işletmelerinin nakit akış profillerinin analizi: Uluslararası bir karşılaştırma. *Seyahat ve Otel İşletmeciliği Dergisi*, 14(3), 167-185.
- Karadeniz, E., Dalak, S., Beyazgül, M., & Günay, F. (2017). Türk turizm sektöründe finansman kararlarının alt sektörler kapsamında karşılaştırmalı analizi. *Seyahat ve Otel İşletmeciliği Dergisi*, 14(2), 157-170. <https://doi.org/10.24010/soid.335106>
- Karadeniz, E., & Günay, F. (2018). Yönetmel aşırı güvenin borcun vade yapısına etkisinin analizi: BIST 100 işletmelerinde bir araştırma. *Uluslararası Katılımlı 22. Finans Sempozyumu*. 1365-1382.
- Karan, M. (2018). Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi (5.Baskı). Ankara. Gazi Kitabevi.
- Karmila, I., & Prayitno, Y. H. (2024). The Influence of Leverage, Liquidity and Company Size on Company Value in Hotel, Restaurant and Tourism Sub-Sector Companies Listed on the Indonesian Stock Exchange for the 2020-2022 Period. 8(3), 529-541. DOI:10.36555/jasa.v8i3.2556
- Kasiani, M., Namazian, A., Zeydabadi, F. A., & Taghinejad, Z. (2015). Managerial overconfidence and firm value. *Indian Journal of Fundamental and Applied Life Sciences*, 5, 2176-2182.
- Kaustia, M., Alho, E., & Puttonen, V. (2008). How much does expertise reduce behavioral biases? The case of anchoring effects in stock return estimates. *Financial Management*, 37(3), 391-412
- Kaustia, M. (2010). Prospect Theory and the Disposition Effect. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(03), 791-812. doi:10.1017/s0022109010000244
- Keltner, D., Gruenfeld, D. H., & Anderson, C. (2003). Power, approach, and inhibition. *Psychological Review*, 110(2), 265-284. <https://doi.org/10.1037/0033-295X.110.2.265>
- Kendirli, S. & Cihangir, A. E. (2023). Zihinsel Muhasebeye Kavramsal Bir Bakış. *Recep Tayyip Erdoğan Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 10(1), 234-243
- Kent, D., Hirshleifer, D., & Teoh, S. H. (2002). Investor psychology in capital markets: Evidence and policy implications. *Journal of Monetary Economics*, 49(1), 139-209. [https://doi.org/10.1016/S0304-3932\(01\)00091-5](https://doi.org/10.1016/S0304-3932(01)00091-5)
- Khajavi, S., & Dehghani, G. (2016). Board characteristics and managerial overconfidence in an emerging market. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6(2), 529-537.
- Khalifeh, H., Mowafi, O., & Melina, A. H. (2023). Corporate governance and capital structure behavior: A study of Jordanian non-financial firms. *Journal of Namibian Studies: History Politics Culture*, 33, 1290-1312. <https://doi.org/10.59670/jns.v33i.787>
- Khalishah, K., Sadalia, I., & Irawati, N. (2021) Overconfidence and firm value. *Turkish Journal of Computer and Mathematics Education*, 12(14), 2208-2216.
- Kizildag, M. (2015). Financial leverage phenomenon in hospitality industry sub-sector portfolios. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 27(8), 1949-1978. <https://doi.org/10.1108/IJCHM-07-2014-0347>

- Killins, R., Ngo, T., & Wang, H. (2021). Goodwill impairment and CEO overconfidence. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 29, 1-17. <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2021.100459>
- Kim, H. S., & Jang, S. (2020). CEO overconfidence and firm performance: The moderating effect of restaurant franchising. *Cornell Hospitality Quarterly*, 62(2), 1-17. <https://doi.org/10.1177/1938965519899926>
- Khoo, S. Y., Vu, H., & Klusak, P. (2020). The Credit Rating-Capital Structure Hypothesis–Does CEO Overconfidence Matter?. Bennet Institute Working Paper, University of Cambridge.
- Kleinberg, J., & Oren, S. (2014). Time-inconsistent planning: a computational problem in behavioral economics. In Proceedings of the fifteenth ACM conference on Economics and computation. 547-564. <https://doi.org/10.1145/2600057.2602890>
- Kliger, D., & Kudryavtsev, A. (2010). The availability heuristic and investors' reaction to company-specific events. *The Journal of Behavioral Finance*, 11(1), 50-65. <http://dx.doi.org/10.1080/15427561003591116>
- Kolari, J. W., Pynönen, S. (2023). Investment valuation and asset pricing: Models and methods. Springer Nature.
- Koo, J. H., & Yang, D. (2017). Managerial overconfidence, self-attribution bias, and downwardly sticky investment: evidence from Korea. *Emerging Markets Finance and Trade*, 54(1), 144-161. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2017.1398643>
- Kochhar, R. (1996). Explaining firm capital structure: The role of agency theory vs. transaction cost economics. *Strategic Management Journal*, 17(9), 713-728. doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199611)17:9<713::AID-SMJ844>3.0.CO;2-9
- Kontesa, M. (2015). Capital structure, profitability, and firm value. Whats new. *Research journal of Finance and Accounting*, 6(20), 185-192.
- Korkmaz, T., Nurhan, A., & Sayılğan, G. (2013). *Portföy Yönetimi*. Anadolu Üniversitesi Yayını.
- Kramer, M. M. (2016). Financial literacy, confidence and financial advice seeking. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 131, 198-217. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2016.08.016>
- Knaub, J. R. (2007). Heteroscedasticity and Homoscedasticity. İçinde N. J. Salkind & T. Oaks (Ed.), *Encyclopedia of Measurement and Statistics* (SS. 431-432). Sage Publications, Inc.
- Kunjal, D., Nyasha, J., Ghisyan, A., Govender, P. J., Murugasen, S., Naidoo, P., Patel, D.S., & Muzindutsi, P. F. (2021). The effect of managerial overconfidence on firm value: Evidence from the Johannesburg stock exchange. *Management and Economics Review*, 6(1), 1-14. <https://doi.org/10.24818/mer/2021.06-01>
- Laibson, D., & Zeckhauser, R. (1998). Amos Tversky and the ascent of behavioral economics. *Journal of Risk and Uncertainty*, 16, 7-47.
- Landier, A., & Thesmar, D. (2009). Financial contracting with optimistic entrepreneurs. *The Review of Financial Studies*, 22(1), 117-150. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn065>
- La Rocca, M., Neha, N., & La Rocca, T. (2019). Female management, overconfidence and debt maturity: European evidence. *Journal of Management and Governance*, 24, 713-747. <https://doi.org/10.1007/s10997-019-09479-9>
- Laskar, M. R., & King, M. L. (1997). Modified Wald test for regression disturbances. *Economics Letters*, 56(1), 5-11. [https://doi.org/10.1016/S0165-1765\(97\)00128-6](https://doi.org/10.1016/S0165-1765(97)00128-6)
- Lee, S., & Dalbor, M. C. (2013). Short-term debt and firm performance in the US restaurant industry: the moderating role of economic conditions. *Tourism Economics*, 19(3), 565-581. <https://doi.org/10.5367/te.2013.021>

- Leng, J., Ozkan, A., Ozkan, N., & Trzeciakiewicz, A. (2021). CEO overconfidence and the probability of corporate failure: Evidence from the United Kingdom. *The European Journal of Finance*, 27(12), 1210-1234. <https://doi.org/10.1080/1351847X.2021.1876131>
- Leontis, C. (2020). *The influence of CEO overconfidence on firm value and corporate policies* [Master thesis]. Rotterdam: Erasmus School of Economics.
- Levin, I. P., & Gaeth, G. J. (1988). How consumers are affected by the framing of attribute information before and after consuming the product. *Journal of Consumer Research*, 15(3), 374-378. <https://doi.org/10.1086/209174>
- Levin, I. P., Schneider, S. L., & Gaeth, G. J. (1998). All Frames Are Not Created Equal: A Typology and Critical Analysis of Framing Effects. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 76(2), 149–188. doi:10.1006/obhd.1998.2804
- Levy, H. (2012). *The capital asset pricing model in the 21st century: analytical, empirical, and behavioral perspectives*. Cambridge University Press.
- Lewellen, W. G., & Badrinath, S. G. (1997). On the measurement of Tobin's Q. *Journal of Financial Economics*, 44(1), 77-122. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(96\)00013-X](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(96)00013-X)
- Li L. & Islam S.Z. (2018). Firm and industry specific determinants of capital structure: Evidence from the Australian market, *International Review of Economics and Finance*. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2018.10.007>
- Li, Y. X., & Zhang, M. (2012). Empirical study on managerial overconfidence and corporate investment decisions—Based on the differences of manager's level. *International Conference on Management Science & Engineering 19th Annual Conference Proceedings*, 206-212.
- Li, M., Liu, C., & Scott, T. (2019). Share pledges and firm value. *Pacific-Basin Finance Journal*, 55, 192-205. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2019.04.001>
- Libby, R., & Rennekamp, K. (2012). Self-serving attribution bias, overconfidence, and the issuance of management forecasts. *Journal of Accounting Research*, 50(1), 197-231. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2011.00430.x>
- Lichtenstein, S., & Fischhoff, B. (1977). Do those who know more also know more about how much they know?. *Organizational Behavior and Human Performance*, 20(2), 159-183. [https://doi.org/10.1016/0030-5073\(77\)90001-0](https://doi.org/10.1016/0030-5073(77)90001-0)
- Lin, J. C., & Yu, M. T. (2023). Managerial overconfidence and dividend stickiness. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 1-39. <https://doi.org/10.1177/0148558X221150>
- Linge, R. (2025). Behavioral Finance. *The Journal of Finance and data science* (forthcoming).
- Lim, S. S. (2006). Do investors integrate losses and segregate gains? Mental accounting and investor trading decisions. *The Journal of Business*, 79(5), 2539-2573. <https://doi.org/10.1086/505243>
- Lim, D., Supratikno, H., Ugut, G., & Hulu, E. (2022). Causative dynamics of overconfidence, optimism, framing effects and demographic attributes as capital structure determinants for publicly listed firms in Indonesia. *Accounting*, 8(2), 123-138. <https://doi.org/10.5267/j.ac.2021.7.009>
- Lin, Y. H.- Hu, S. Y., & Chen, M. S. (2005). Managerial optimism and corporate investment: Some empirical evidence from Taiwan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13, 523–546. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2004.12.003>
- Lin, R., Li, F., & Olawoyin, A. (2020). CEO overconfidence and firm internationalization: The moderating role of experience and managerial discretion. *Nankai Business Review International*, 11(4), 1-20. <https://doi.org/10.1108/NBRI-08-2019-0037>
- Lintner, J. (1965). Security prices, risk, and maximal gains from diversification. *The Journal of Finance*, 20(4), 587-615. <https://doi.org/10.2307/2977249>

- Listiani, N., Nugrahanti, Y. W., Damayanti, T. W., & Supramono, S. (2024). Managerial overconfidence, cash flow, tax aggressiveness and firm value. *Montenegrin Journal of Economics*, 20(1), 47-57. <https://doi.org/10.14254/1800-5845/2024.20-1.5>
- Lo, A. W. (2007). Efficient markets hypothesis. The New Palgrave: A Dictionary Of Economics, L. Blume, S. Durlauf, eds., 2nd Edition, Palgrave Macmillan Ltd., 2007, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=991509>
- Longjie, X., & Anfeng, Z. (2017). The impact of managers overconfidence on corporate investment. *International Journal of Social Science and Humanity*, 7(2), 109-114. <https://doi.org/10.18178/ijssh.2017.7.2.804>
- López-de-Foronda, Ó., López-de-Silanes, F., López-Iturriaga, F. J., & Santamaría-Mariscal, M. (2019). Overinvestment, leverage and financial system liquidity: A challenging approach. *BRQ Business Research Quarterly*, 22(2), 96-104. <https://doi.org/10.1016/j.brq.2018.08.001>
- Lu, C. S. (2016). Management ownership and dividend policy: The role of managerial overconfidence. 23(2), 1-40. <https://doi.org/10.6160/2015.06.03>
- Lucas, R. E. (1973). Some international evidence on output-inflation tradeoffs. *The American economic review*, 63(3), 326-334. <https://www.jstor.org/stable/1914364>
- Lucas, R. E. (1976). Econometric policy evaluation: A critique. In *Carnegie-Rochester conference series on public policy* (Vol. 1, pp. 19-46). North-Holland.
- Machina, M. J., & Siniscalchi, M. (2014). Ambiguity and ambiguity aversion. In *Handbook of the Economics of Risk and Uncertainty* (Vol. 1, pp. 729-807). North-Holland.
- Nunes, P. M., & Serrasqueiro, Z. (2015). Short-term debt and long-term debt determinants in small and medium-sized hospitality firms. *Tourism Economics*, 23(3), 1-18. <https://doi.org/10.5367/te.2015.0529>
- Maças Nunes, P. J., & Serrasqueiro, Z. M. (2007). Capital structure of Portuguese service industries: A panel data analysis. *The Service Industries Journal*, 27(5), 549-562. doi.org/10.1080/23322039.2015.1006477
- Malkiel, B. G. (2003). The efficient market hypothesis and its critics. *The Journal of Economic Perspectives*, 17(1), 59-82. <https://doi.org/10.1257/089533003321164958>
- Malmendier, U. & Tate, G. (2004). *Who Makes Acquisitions? A Test of the Overconfidence Hypothesis* (Working paper, ss. 1-73). NBER
- Malmendier, U., & Tate, G. (2005). CEO overconfidence and corporate investment. *Journal of Finance*, 60(6), 2661-2700. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00813.x>
- Malmendier, U., Tate, G., & Yan, J. (2007). *Corporate Financial Policies with Overconfident Managers* (Working paper 13570, ss. 1-44). NBER. <https://doi.org/10.3386/w13570>
- Malmendier, U., & Tate, G. (2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of financial Economics*, 89(1), 20-43. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.07.002>
- Malmendier, U., Tate, G., & Yan, J. (2011). Overconfidence and early-life experiences: The effect of managerial traits on corporate financial policies. *The Journal of Finance*, 66(5), 1687-1733. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2011.01685.x>
- Malmendier, U., & Tate, G. (2015). Behavioral CEOs: The role of managerial overconfidence. *Journal of Economic Perspectives*, 29(4), 37-60. DOI: 10.1257/jep.29.4.37
- Manzan, S., & Westerhoff, F. (2005). Representativeness of news and exchange rate dynamics. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 29(4), 677-689. <https://doi.org/10.1016/j.jedc.2003.08.008>

- Mao, Z., & Gu, Z. (2008). The relationship between financial factors and firm performance: empirical evidence from US restaurant firms. *Journal of Foodservice Business Research*, 11(2), 138-159. <https://doi.org/10.1080/15378020801995564>
- March, J. G., & Shapira, Z. (1987). Managerial perspectives on risk and risk taking. *Management Science*, 33(11), 1404-1418. <http://dx.doi.org/10.1287/mnsc.33.11.1404>
- Margolin, M. (2013). *Managerial Overconfidence and Education—Insights from Dual Process Theory* [Master Thesis]. GRIN Verlag.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *Journal of Finance*, 7(1), 77-91. <https://doi.org/10.2307/2975974>
- Markowitz, H. (1959). *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*. Wiley.
- Markowitz, H. (1999). Institute the early history of portfolio theory: 1600-1960. *Financial Analysts Journal*, 55(4), 5-16. <https://www.jstor.org/stable/4480178>
- Marwan, M., & Sedeek, D. S. (2018). Managerial behavior and capital structure decisions; Do overconfidence, optimism and risk aversion matter? *Asian Economic and Financial Review*, 8(7), 925-945. <https://doi.org/10.18488/JOURNAL.AEFR.2018.87.925.945>
- McFadden, D. (1988). *Rationality for Economists*. <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?>
- Mefteh, S., & Oliver, B. R. (2007). Capital structure choice: The influence of confidence in France, *French Finance Association*, 1(4), 294-311. <https://doi.org/10.1504/IJBAF.2010.032844>
- Meikle, N. L., Tenney, E. R., & Moore, D. A. (2016). Overconfidence at work: Does overconfidence survive the checks and balances of organizational life?. *Research in Organizational Behavior*, 36, 1-14. <https://doi.org/10.1016/j.riob.2016.11.005>
- Merton, R. C. (1973). Theory of rational option pricing. *The Bell Journal of Economics and Management Science*, 141-183. <https://doi.org/10.2307/3003143>
- Miglo, A. (2016). *Capital Structure in the Modern World*. Springer.
- Miller, D. T., & Ross, M. (1975). Self-serving biases in the attribution of causality: Fact or fiction?. *Psychological Bulletin*, 82(2), 213-225. <https://doi.org/10.1037/h0076486>
- Miller, M. H. (2000). The history of finance: an eyewitness account. *Journal of Applied Corporate Finance*, 13(2), 8-14. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2000.tb00050.x>
- Mirhaji, M. (2020). *İşletmelerde finansal politikaların firma değerine etkisi: Borsa İstanbul'da bir uygulama* [Yayımlanmamış Doktora Tezi]. Atatürk Üniversitesi.
- Mishra, P., Pandey, C. M., Singh, U., Gupta, A., Sahu, C., & Keshri, A. (2019). Descriptive statistics and normality tests for statistical data. *Annals of Cardiac Anaesthesia*, 22(1), 67-72. https://doi.org/10.4103/aca.ACA_157_18
- Mitra, S., Jaggi, B., & Al-Hayale, T. (2018). Managerial overconfidence, ability, firm-governance and audit fees. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 52, 841-870. <https://doi.org/10.1007/s11156-018-0728-3>
- Mlambo, L. (2012). Adaptive and rational expectations hypotheses: Reviewing the critiques. *International Journal of Economic Behavior (IJEb)*, 2(1), 3-15. <https://doi.org/10.14276/2285-0430.1862>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443.

- Moghadam, A. G., Mirrajael, S. S., Dorchei, T. S., Tahmasebi, A., & Keshavarzū, M. (2016). Effect of managerial overconfidence on the information asymmetry of companies listed in Tehran stock exchange. *Journal of Interdisciplinary Research*. 96-101.
- Moore, J. (2011). Behaviorism. *The Psychological Record*, 61(3), 449-463. <https://doi.org/10.1007/BF03395771>
- Moore, D. A., & Healy, P. J. (2008). The trouble with overconfidence. *Psychological Review*, 115(2), 502-517. <https://doi.org/10.1037/0033-295X.115.2.502>
- Moore, D. A., Dev, A. S., & Goncharova, E. Y. (2018). Overconfidence across cultures. *Collabra: Psychology*, 4(1), 36. <https://doi.org/10.1525/collabra.153>
- Mongin, P. (1997). Expected Utility Theory. İçinde W. H. J. Davis & U. Maki (Ed.), *Handbook of Economic Methodology* (ss. 1-11). Edward Elgar.
- Morris, R. D. (1987). Signalling, agency theory and accounting policy choice. *Accounting and business Research*, 18(69), 47-56. <https://doi.org/10.1080/00014788.1987.9729347>
- Morrison, B. (2013). *The effects of cognitive biases on managerial decision making* [Doctoral dissertation]. Emporia State University.
- Mossin, J. (1966). Equilibrium in a capital asset market. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 768-783. <https://doi.org/10.2307/1910098>
- Moyer, R. C., McGuigan, J. R., Rao, R. P., & Kretlow, W. J. (2012). *Contemporary Financial Management*. Nelson Education.
- Mueller, A., & Brettel, M. (2012). Impact of biased pecking order preferences on firm success in real business cycles. *Journal of Behavioral Finance*, 13(3), 199-213. <https://doi.org/10.1080/15427560.2012.708372>
- Muiruri, S. M. (2012). The relationship between leverage and market to book value ratio: evidence from firms listed at the Nairobi securities Exchange.
- Mullainathan, S., & Thaler, R. H. (2001). Behavioral Economics. *International Encyclopedia of the Social & Behavioral Sciences*, 1094-1100. doi:10.1016/b0-08-043076-7/02247-6
- Mundi, H. S., & Kaur, P. (2022). CEO overconfidence and capital structure decisions: Evidence from India. *Vikalpa*, 47(1), 19-37. <https://doi.org/10.1177/02560909221079270>
- Muth, J. F. (1961). Rational Expectations and the Theory of Price Movements. *Econometrica*, 29(3), 315. doi:10.2307/1909635
- Müldür, G. T. (2018). Geleneksel ve davranışsal finans: Tarihsel ve kavramsal çerçeve. *Adana Alparslan Türkeş Bilim ve Teknoloji Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*. 2(1), 37-45. <https://dergipark.org.tr/tr/pub/artibilimadanasosyal/issue/46676/584390>
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of financial economics*, 5(2), 147-175. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)
- Myers, S. C. (1984). Capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575-592. doi:10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x
- Myers, S. C. (2001). Capital structure. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81-102. <https://doi.org/10.1257/jep.15.2.81>
- Myers, S. C. (2003). Financing of corporations. In *Handbook of the Economics of Finance* (Vol. 1, pp. 215-253). Elsevier. doi:10.1016/S1574-0102(03)01008-2
- Myers, S.C. and Majluf, N.S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, Vol. 13 No. 2, 187-221. doi:10.1016/0304-405x(84)90023-0

- Nabawanuka, C. M., & Lee, S. (2009). Impacts of timeshare operation on publicly traded US hotels' firm value, risk and accounting performance. *International Journal of Hospitality Management*, 28(2), 221-227. <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2008.07.004>
- Ni, Y., Huang, P., Chiang, P., & Liao, Y. (2019). Cash flow statements and firm value: Evidence from Taiwan. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 71, 280-290. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2018.09.004>
- Nicolau, J. L., & Santa-Maria, M. J. (2013). The effect of innovation on hotel market value. *International Journal of Hospitality Management*, 32, 71-79. <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2012.04.005>
- Nigam, R. M., Srivastava, S., & Banwet, D. K. (2018). Behavioral mediators of financial decision making—a state-of-art literature review. *Review of Behavioral Finance*, 10(1), 2-41. <https://doi.org/10.1108/RBF-07-2016-0047>
- Nofsinger, J. R. 2001. *Investment Madness: How Psychology Affects Your Investing and What to Do About It*. Financial Times Prentice Hall.
- Nur, T., Ege, İ., & Topaloğlu, E. E. (2023). The moderator role of managerial overconfidence in the relationship between R&D volatility and firm value: An application in Borsa Istanbul. *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi (AKAD)*, 15(28), 1-11. <https://doi.org/10.20990/kilisibfakademik.1232263>
- Oak, S., & Dalbor, M. C. (2008). Institutional investor preferences for lodging stocks. *International Journal of Hospitality Management*, 27(1), 3-11. <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2007.06.003>
- Oak, S., & Dalbor, M. C. (2010). Do institutional investors favor firms with greater brand equity? An empirical investigation of investments in US lodging firms. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 22(1), 24-40. <https://doi.org/10.1108/09596111011013453>
- Odean, T. (1999). Do investors trade too much?. *American Economic Review*, 89(5), 1279-1298.
- Ogundipe, A. A., Daugaard, D., Khan, F., & Jia, J. (2024). *Capital Structure Decisions and Managerial Overconfidence During 21st-Century Pandemics* (ss. 1-69). <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4765618>
- Oh, H. M., & Jeon, H. J. (2022). The Effect of Board Characteristics on the Relationship between Managerial Overconfidence and Audit Report Lag: Evidence from Korea. *International Journal of Applied Economics, Finance and Accounting*, 13(2), 50-60. DOI: 10.33094/ijaefa.v13i2.616
- Olagunju, A. O., Nwaobia, A. N., & Ogundajo, G. O. (2020). Working capital and profitability of listed hotel companies in Nigeria. *African Journal of Hospitality, Tourism and Leisure*, 9(4), 669-684. <https://doi.org/10.46222/ajhtl.19770720-44>
- Oliver, B. R. (2005). *The Impact of Management Confidence on Capital Structure* (ss. 1-23). Australian National University. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.791924>
- Olsen, R. A. (1998). Behavioral finance and its implications for stock-price volatility. *Financial Analyst Journal*, 54(2), 10-18. <https://doi.org/10.2469/faj.v54.n2.2161>
- Olsson, H. (2014). Measuring overconfidence: Methodological problems and statistical artifacts. *Journal of Business Research*, 67(8), 1-5. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2014.03.002>
- Ok, A. (2020). *Davranışsal önyargılar ve finansın işletmelerin finansal kararlarına etkisi* [Yayımlanmamış yüksek lisans tezi]. Beykent Üniversitesi.
- Oktaryani, G. S., & Mannan, S. S. A. (2024). The Role of Culture in Shaping Managerial Overconfidence and Its Impact on Financing Decisions. *Jurnal Riset Akuntansi Aksioma*, 23(2), 242-251. <https://doi.org/10.29303/aksioma.v23i2.435>
- Oshins, M. (2014). Self-Confidence in the Hospitality Industry. *Boston Hospitality Review*.30-34.

- Otluoğlu, E. (2009). *Davranışsal finans çerçevesinde aşırı güven hipotezinin test edilmesi: İMKB’de bir uygulama* [Yayımlanmamış yüksek lisans tezi]. İstanbul Üniversitesi.
- Oxelheim, L., Wihlborg, C., & Zhang, J. (2008). Executive compensation and macroeconomic fluctuations. *Markets and compensation for executives in Europe*, 233-261.
- Önal, Y. B., & Karadeniz, E. (2004). Firma değerinin ekonomik katma değer (EVA™) yöntemiyle tespit edilmesi: İMKB’ye kote bir turizm işletmesi üzerine uygulama. *Anatolia: Turizm Araştırmaları Dergisi*, 15(2), 139-157.
- Önal, Y. B., Karadeniz, A. G. E., & Kandır, A. G. S. Y. (2005). Devam eden değer hesaplanması: İMKB’ye kote bir turizm işletmesi üzerinde uygulama. *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 14(2), 369-389.
- Özkan, M., & Özkan, O. (2020). Financial evaluation of mental accounting. *Journal of Accounting, Finance and Auditing Studies*, 6/1, 86-118 DOI: 10.32602/jafas.2020.006
- Özsağır, Y. D. D. A. (2007). Ekonomide güven faktörü. *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, 6(20), 46-62.
- Pacheco, L., & Tavares, F. (2016). Capital structure determinants of hospitality sector SMEs. *Tourism Economics*, 23(1), 113-132. <https://doi.org/10.5367/te.2015.0501>
- Padmavathy, M. (2024). Behavioral finance and stock market anomalies: Exploring psychological factors influencing investment decisions. *Shanlax International Journal of Management*, 11(S1), 191-197. <https://doi.org/10.34293/management.v11iS1-Jan.7164>
- Pan, Z. (2019). A review of prospect theory. *Journal of Human Resource and Sustainability Studies*, 7(1), 98-107. 10.4236/jhrss.2019.71007
- Parrino, R., Bates, T. W., Gillan, S. L., & Kidwell, D. S. (2011). *Fundamentals of corporate finance*. John Wiley & Sons.
- Park, C., & Kim, H. (2009). The effect of managerial overconfidence on leverage. *International Business & Economics Research Journal*, 8(12), 115-126.
- Park, H., & Sohn, W. (2013). Behavioral finance: A survey of the literature and recent development. *Seoul Journal of Business*, 19(1), 3-42. <https://hdl.handle.net/10371/83787>
- Park, K., & Jang, S. S. (2013). Capital structure, free cash flow, diversification and firm performance: A holistic analysis. *International Journal of Hospitality Management*, 33, 51-63. <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2013.01.007>
- Parker, A. M., & Fischhoff, B. (2005). Decision-making competence: External validation through an individual-differences approach. *Journal of Behavioral Decision Making*, 18(1), 1-27. <https://doi.org/10.1002/bdm.481>
- Perold, A. F. (2004). The capital asset pricing model. *Journal of Economic Perspectives*, 18(3), 3-24. DOI: 10.1257/0895330042162340
- Pesaran, M. H. (2004). General diagnostic tests for cross section dependence in panels. *Empirical Economics*, 60(1), 13-50. <https://doi.org/10.1007/s00181-020-01875-7>
- Pesaran, M. H. (2007). A simple panel unit root test in the presence of cross-section dependence. *Journal of Applied Econometrics*, 22(2), 265-312. <https://doi.org/10.1002/jae.951>
- Pesaran, M. H. (2015). Testing weak cross-sectional dependence in large panels. *Econometric Reviews*, 34(6-10), 1089-1117. <http://dx.doi.org/10.1080/07474938.2014.956623>
- Pesaran, M. H. (2015). *Time Series and Panel Data Econometrics*. Oxford University Press.
- Pesaran, M. H., Ullah, A., & Yamagata, T. (2008). A bias-adjusted LM test of error cross-section independence. *The Econometrics Journal*, 11(1), 105-127. <https://doi.org/10.1111/j.1368-423X.2007.00227.x>

- Pesaran, M. H., & Yamagata, T. (2008). Testing slope homogeneity in large panels. *Journal of Econometrics*, 142(1), 50-93. <https://doi.org/10.1016/j.jeconom.2007.05.010>
- Pereira, V., Silva, G. M., & Dias, Á. (2021). Sustainability practices in hospitality: Case study of a luxury hotel in Arrábida Natural Park. *Sustainability*, 13(6), 3164, 1-21. <https://doi.org/10.3390/su13063164>
- Pham, V. Q., & Nguyen, D. T. (2019). The impact of managerial overconfidence on capital structure: Empirical evidences in Vietnam. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 9(6), 216-224. <https://doi.org/10.32479/ijefi.8862>
- Phillips, P. A., & Sipahioglu, M. A. (2004). Performance implications of capital structure: evidence from quoted UK organisations with hotel interests. *The Service Industries Journal*, 24(5), 31-51. <https://doi.org/10.1080/0264206042000276829>
- Pompian, M. M. (2006). *Behavioral Finance and Wealth Management: How to Build Investment Strategies That Account for Investor Biases*. John Wiley & Sons.
- Poyraz, E. (2008). *Açıklamalı Örneklerle Finansal Yönetim*. Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Prelec, D., & Loewenstein, G. (1998). The red and the black: Mental accounting of savings and debt. *Marketing science*, 17(1), 4-28. <https://doi.org/10.1287/mksc.17.1.4>
- Pulford, B. D. (1996). Overconfidence in human judgement (Doctoral dissertation, University of Leicester).1-129.
- Purhanudin, N., & Zakaria, Z. (2015). Managerial overconfidence and debt maturity structure of Malaysian construction and material companies. *Review of Contemporary Business Research*, 4(1), 32-39. <http://dx.doi.org/10.15640/rcbr.v4n1a4>
- Puri, M., & Robinson, D. T. (2007). Optimism and economic choice. *Journal of Financial Economics*, 86(1), 71-99. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.09.003>
- Qiao, X., & Xu, S. (2019). Manager overconfidence and corporate performance. *16th International Conference on Service Systems and Service Management (ICSSSM)*, 1-5. <https://doi.org/10.1109/ICSSSM.2019.8887679>
- Rabin, M. (1998). Psychology and economics. *Journal of Economic Literature*, 36(1), 11-46. <https://www.jstor.org/stable/2564950>
- Rajabalizadeh, J. (2023). CEO overconfidence and financial reporting complexity: Evidence from textual analysis. *Management Decision*, 61(13), 356-385. <http://dx.doi.org/10.1108/MD-06-2023-1033>
- Raphiel, A. N. (2023). Behavioral finance as an emerging trend in shaping financial decision-making. *Journal of Emerging Technologies and innovative research*, 10(7), 776-781. <http://www.jetir.org/papers/JETIR2307484.pdf>
- Redish, A. D. (2013). *The mind within the brain: How we make decisions and how those decisions go wrong*. Oxford University Press.
- Reilly, F. K., Brown, K. C. (2002). *Investment analysis and portfolio management*.
- Reyes, T., Vassolo, R. S., Kausel, E. E., Torres, D. P., & Zhang, S. (2020). Does overconfidence pay off when things go well? CEO overconfidence, firm performance, and the business cycle. *Strategic Organization*, 20(3), 1-31. <https://doi.org/10.1177/1476127020930659>
- Ricciardi, V., & Simon, H. K. (2000). What is behavioral finance?. *Business, Education & Technology Journal*, 2(2), 1-9. <https://ssrn.com/abstract=256754>
- Rihab, B. A., & Lotfi, B. J. (2016). Managerial overconfidence and debt decisions. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 12(4), 225-241. <http://dx.doi.org/10.17265/1548-6583/2016.04.004>
- Ritter, J. R. (2003). Behavioral finance. *Pacific-Basin Finance Journal*, 11(4), 429-437. [https://doi.org/10.1016/S0927-538X\(03\)00048-9](https://doi.org/10.1016/S0927-538X(03)00048-9)

- Rockenbach, B. (2004). The behavioral relevance of mental accounting for the pricing of financial options. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 53(4), 513-527. [https://doi.org/10.1016/S0167-2681\(03\)00097-0](https://doi.org/10.1016/S0167-2681(03)00097-0)
- Roll, R. (1977). A critique of the asset pricing theory's tests Part I: On past and potential testability of the theory. *Journal of Financial Economics*, 4(2), 129-176. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90009-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90009-5)
- Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of Business*, 59(2), 197-216. <https://www.jstor.org/stable/2353017>
- Roll, R., Ross, S. A. (1980). An empirical investigation of the arbitrage pricing theory. *The Journal of Finance*, 35(5), 1073-1103. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1980.tb02197.x>
- Rosario, S., & Chavali, K. (2019). Capital structure and its impact on profitability-A Study of Indian Hotel Industry. *International Journal of Business and Administration Research Review*, 6(1), 67-72.
- Ross, S. A. (1976). The arbitrage theory of capital asset pricing. In *Handbook of the Fundamentals of Financial Decision Making: Part I*. 11-30. https://doi.org/10.1142/9789814417358_0001
- Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. *The Bell Journal of Economics*, 23-40. <https://doi.org/10.2307/3003485>
- Ross, S. A., & Westerfield, R. W., Jordan, B. D. (2002). Fundamentals of corporate finance. McGraw-Hill_Irwin Series in Finance, Insurance, and Real Estate.
- Ruspini, E. (2003). *An Introduction to Longitudinal Research*. Routledge.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425-442. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x>
- Shalit, S. S., & Sankar, U. (1977). The measurement of firm size. *The Review of Economics and Statistics*, 290-298. <https://doi.org/10.2307/1925047>
- Saini, D., & Singh, B. (2024). Trends and Financial Variations in Executive Confidence: A Decade-Long Analysis. *Eurasian Journal of Business and Economics*, 17(34), 93-117.
- Sayılğan, G. (2019). *İşletme Finansmanı: Soru ve Yanıtlarıyla*. Siyasal Kitabevi.
- Seyidoğlu, H. (2003). Uluslararası finans (4. Baskı). Güzem Can Yayınları
- Schaefer, P. S., Williams, C. C., Goodie, A. S., & Campbell, W. K. (2004). Overconfidence and the big five. *Journal of research in Personality*, 38(5), 473-480. <https://doi.org/10.1016/j.jrp.2003.09.010>
- Scheufele, B. (2004). Framing-effects approach: A theoretical and methodological critique. *Communications*, 29(4), 401-428. doi:10.1515/comm.2004.29.4.401
- Schindler, M. (2007). *Rumors in Financial Markets: Insights Into Behavioral Finance*. John Wiley & Sons.
- Schmidgall, R. S., Damitio, J. W., & Singh, A. J. (1997). What is a capital expenditure? How lodging-industry financial executives decide. *Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly*, 38(4), 28-33. <https://doi.org/10.1177/001088049703800431>
- Schrand, C. M., & Zechman, S. L. (2012). Executive overconfidence and the slippery slope to financial misreporting. *Journal of Accounting and Economics*, 53(1-2), 311-329. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jacceco.2011.09.001>
- Scharfstein, D. S., & Stein, J. C. (1988). Herd behavior and investment. *The American Economic Review*, 465-479.
- Schurer, S., & Yong, J. (2012). *Personality, Well-Being and The Marginal Utility Of Income: What Can We Learn From Random Coefficient Models?* (ss. 1-42). Health, Econometrics and Data Group (HEDG) Working Papers. <https://ir.wgtn.ac.nz/handle/123456789/18617>

- Schwartz, H. (2010). Behavioral Finance, Investors, Corporations, and Markets. İçinde B. H. K. & Nofsinger, J. R. (Ed), *Heuristics or Rules of Thumb* (ss. 57-72). JohnWiley & Sons, Inc.
- Sefil, S., & Çilingiroğlu, H.K. (2011). Davranışsal finansın temelleri: Karar vermenin bilişsel ve duygusal eğilimleri. *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 19(10), 247-268. <https://hdl.handle.net/11467/601>
- Seo, K., Kim, E. E. K., & Sharma, A. (2017). Examining the determinants of long-term debt in the US restaurant industry. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 29(5), 1-33. <http://dx.doi.org/10.1108/IJCHM-06-2015-0274>
- Seo, K., & Sharma, A. (2014). CEO overconfidence and the effects of equity-based compensation on strategic risk-taking in the U.S. restaurant industry. *Journal of Hospitality & Tourism Research*, 20(10), 1-36. <http://doi.org/10.1177/1096348014561026>
- Serrasqueiro, Z., & Caetano, A. (2015). Trade-Off Theory versus Pecking Order Theory: capital structure decisions in a peripheral region of Portugal. *Journal of Business Economics and Management*, 16(2), s. 445-466. <https://doi.org/10.3846/16111699.2012.744344>
- Setiadharmas, S., & Machali, M. (2017). The effect of asset structure and firm size on firm value with capital structure as intervening variable. *Journal of Business & Financial Affairs*, 6(4), 1-5. DOI: 10.4172/2167-0234.1000298
- Shah, S. S. H., Xinping, X., Khan, M. A., & Harjan, S. A. (2018). Investor and manager overconfidence bias and firm value: Micro-level evidence from the Pakistan equity market. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 8(5), 190-199. <https://EconPapers.repec.org/RePEc:eco:journl:2018-05-26>
- Shafir, E. (1993). Reason-based choice. *Cognition*, 49(1-2), 11–36. doi:10.1016/0010-0277(93)90034-s
- Shang, C. (2021). Dare to play with fire? Managerial ability and the use of short-term debt. *Journal of Corporate Finance*, 70, 102065, 1-18. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.102065>
- Sharot, T. (2011). The optimism bias. *Current Biology*, 21(23), 1-5. <https://doi.org/10.1016/j.cub.2011.10.030>
- Sheikh, S. (2018). CEO power, product market competition and firm value. *Research in International Business and Finance*, 46, 373-386. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2018.04.009>
- Shefrin, H., & Statman, M. (1985). The disposition to sell winners too early and ride losers too long: Theory and evidence. *The Journal of Finance*, 40(3), 777-790. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb05002.x>
- Shefrin, H. (2002). *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*. Oxford University Press on Demand.
- Sheskin, D. J. (2011). *Handbook of Parametric and Nonparametric Statistical Procedures*. Chapman and hall/CRC.
- Shiller, R. J. (1995). Conversation, information, and herd behavior. *The American Economic Review*, 85(2), 1-11.
- Shiller, R. J. (2003). From efficient markets theory to behavioral finance. *Journal of Economic Perspectives*, 17(1), 83-104. <https://doi.org/10.1257/089533003321164967>
- Sikveland, M., Xie, J., & Zhang, D. (2022). Determinants of capital structure in the hospitality industry: Impact of clustering and seasonality on debt and liquidity. *International Journal of Hospitality Management*, 1-60. <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2022.103172>
- Simon, H. A. (1955). A behavioral model of rational choice. *The Quarterly Journal of Economics*, 69(1), 99-118. <https://doi.org/10.2307/1884852>

- Siswoyo, E., Mahadwartha, P. A., & Sutejo, B. S. (2015). The effect of managerial overconfidence on corporate financing decision. *Manajemen & Bisnis*, 14.2(7), 196-210. <https://doi.org/10.24123/jmb.v14i2.324>
- Skala, D. (2008). Overconfidence in psychology and finance-an interdisciplinary literature review. *Bank I Kredyt*, (4), 33-50. <https://mpira.ub.uni-muenchen.de/26386/>
- Slothouber, E. I. J. S. (2010). *The influence of CEO overconfidence on firm value* [Master Thesis]. Tilburg University.
- Slovic, P. (2000). Perception of Risk. Earthscan from Routledge.
- Slovic, P., & Peters, E. (2006). Risk perception and affect. *Current Directions in Psychological Science*, 15(6), 322-325. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8721.2006.00461.x>
- Slovic, P., Finucane, M. L., Peters, E., & MacGregor, D. G. (2007). The affect heuristic. *European Journal of Operational Research*, 177(3), 1333-1352. <https://doi.org/10.1016/j.ejor.2005.04.006>
- Stankov, L., & Lee, J. (2014). Overconfidence across world regions. *Journal of Cross-Cultural Psychology*, 45(5), 821-837. <https://doi.org/10.1177/0022022114527345>
- Stark, E., Baldwin, A. S., Hertel, A. W., & Rothman, A. J. (2016). Understanding the framing effect: do affective responses to decision options mediate the influence of frame on choice? *Journal of Risk Research*, 20(12), 1585–1597. doi:10.1080/13669877.2016.1200654
- Statman, M. (2017). *Finance for Normal People: How Investors and Markets Behave*. Oxford University.
- Stewart, N. (2009). The Cost of Anchoring on Credit-Card Minimum Repayments. *Psychological Science*, 20(1), 39–41. doi:10.1111/j.1467-9280.2008.02255.x
- Stock, J. H., & Watson, M. W. (2015). *Introduction to Econometrics* (3. bs). Pearson.
- Subash, R. (2012). *Role of behavioral finance in portfolio investment decisions: Evidence from India* [Master Thesis]. Charles University.
- Sumiyana, S., Na'im, A., Nugroho, A. H., & Kurniawan, F. (2023). Multiple measurements of CEOs' overconfidence and future earnings management: Evidence from Asia-Pacific developing countries. *Humanities and Social Sciences Communications*, 10(1), 1-11. <https://doi.org/10.1057/s41599-023-02279-5>
- Sund, K. J. (2016). A test of Perceptual Accuracy and Overconfidence in a Strategic Issue Context. In K. J. Sund, R. J. Galavan & A. S. Huff (Ed.), *Uncertainty and Strategic Decision Making* (ss. 101-126). Emerald Group Publishing Limited.
- Suryani, E., Nurhayati, E., & Januarsari, Y. (2023). How overconfidence effect value creation of a firm? Evidence from moderating role of dividend policy in Indonesia. *Proceedings of the International Conference on Sustainability in Technological, Environmental*, 3-14. <https://doi.org/10.4108/eai.4-11-2022.2328196>
- Swamy, P. A. V. B. (1970). Efficient inference in a random coefficient regression model. *Econometrica*, 38(2), 311-323. <https://doi.org/10.2307/1913012>
- Swinnen, S., Voordeckers, W., & Vandemaele, S. (2005). Capital structure in SMEs: pecking order versus static trade-off, bounded rationality and the behavioural principle. *European Financial Management Association*, 7(1), 1-40.
- Şamiloğlu, F., & Akgün, A. İ. (2010). Finansal Tablolar Analizi. Ekin Basım Yayın.
- Şeker, K., Çemberlitaş, İ., & Altundağ, S. (2018). Opsiyon sözleşmeleri ve opsiyon sözleşmelerinden doğan kar/zararın hesaplanması. *Sosyal Bilimler Akademik Dergisi*, 1(2), 120-140.
- Taner, B., & Akkaya, G. C. (2003). İşletme değerini belirleme yöntemleri ve farklı sektörlerdeki işletmeler üzerine bir uygulama. *Ege Academic Review*, 3(1), 1-7.

- Tang, C. H. H., & Jang, S. S. (2007). Revisit to the determinants of capital structure: A comparison between lodging firms and software firms. *International Journal of Hospitality Management*, 26(1), 175-187. <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2005.08.002>
- Tang, C. H., Lee, Y. H., Lee, M. C., & Huang, Y. L. (2020). CEO characteristics enhancing the impact of CEO overconfidence on firm value after mergers and acquisitions—a case study in China. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 23(01), 1-19. <https://doi.org/10.1142/S0219091520500034>
- Ting, I. W. K., Lean, H. H., Kweh, Q. L., & Azizan, N. A. (2016). Managerial overconfidence, government intervention and corporate financing decision. *International Journal of Managerial Finance*, 12(1), 4-24. <https://doi.org/10.1108/IJMF-04-2014-0041>
- Taşdemir, A. G. D. M. (2007). Belirsizlik altında tercihler ve beklenen fayda modelinin yetersizlikleri. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(1), 307-318.
- TDK-Türk Dil Kurumu. (2020). Güncel Türkçe Sözlük. <https://sozluk.gov.tr/>
- Tekin, B. (2014). Psychological biases and the capital structure decisions: A literature review. *Theoretical & Applied Economics*, 21(12), 123-142. <http://www.ectap.ro/articol.php?id=1049&rid=117>
- Tan, K. J. K. (2017). Why do overconfident REIT CEOs issue more debt? Mechanisms and value implications. *Abacus*, 53(3), 319-348. <https://doi.org/10.1111/abac.12111>
- Teixeira, M. A. (2021). *Behavioral biases and choices of capital structure: A sample from Portugal* [Master's thesis]. Universidade Catolica Portuguesa.
- Tekin, B. (2015). *Firmaların finansal kararları üzerinde davranışsal önyargıların etkisi* [Yayımlanmamış doktora tezi]. Sakarya Üniversitesi.
- Tekin, B. (2016a). Firmaların finansman kararları: Davranışsal perspektif. *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi (AKAD)*, 8(15), 169-198. <https://doi.org/10.20990/kilisiibfakademik.266032>
- Tekin, B. (2016b). Beklenen fayda ve beklenti teorileri bağlamında geleneksel finans davranışsal finans ayrımı. *Journal of Accounting, Finance and Auditing Studies*, 2(4), 75-107.
- Tekin, B. (2018). Overconfidence and Effect on Firm Financial Decisions in the Context of Behavioral Corporate Finance. *ELK's International Journal of Finance*, 9(4), 1-32.
- Tekin, B. (2019a). Kendine aşırı güven ve ölçme yöntemleri: davranışsal finans kapsamında bir literatür incelemesi. *Anemon Muş Alparslan Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(2), 293-308. <https://doi.org/10.18506/anemon.458306>
- Tekin, B. (2019b). Sermaye yapısı üzerinde etkili faktörler: Davranışsal kurumsal finans bağlamında bir panel veri analizi. *Sosyoekonomi*, 27(42), 145-162. <https://doi.org/10.17233/sosyoekonomi.2019.04.08>
- Thaler, R. (1980). Toward a positive theory of consumer choice. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 1(1), 39-60. [https://doi.org/10.1016/0167-2681\(80\)90051-7](https://doi.org/10.1016/0167-2681(80)90051-7)
- Thaler, R. (1985). Mental accounting and consumer choice. *Marketing science*, 4(3), 199-214. <https://doi.org/10.1287/mksc.4.3.199>
- Thaler, R. H. (1990). Anomalies: Saving, fungibility, and mental accounts. *Journal of Economic Perspectives*, 4(1), 193-205. DOI: 10.1257/jep.4.1.193
- Thaler, R. H. (1999). Mental accounting matters. *Journal of Behavioral decision making*, 12(3), 183-206. [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1099-0771\(199909\)12:3<183::AID-BDM318>3.0.CO;2-F](https://doi.org/10.1002/(SICI)1099-0771(199909)12:3<183::AID-BDM318>3.0.CO;2-F)
- Thaler, Richard H. and Sunstein, Cass R. (2008) *Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness* (New Haven, CT: Yale University Press).
- Theofanidis, D., & Fountouki, A. (2018). Limitations and delimitations in the research process. *Perioperative Nursing (GORNA)*, 7(3), 155-163. <https://doi.org/10.5281/zenodo.2552022>

- Ting, I. W. K., Lean, H. H., Kweh, Q. L., & Azizan, N. A. (2016). Managerial overconfidence, government intervention and corporate financing decision. *International Journal of Managerial Finance*, 12(1), 4-24. <http://dx.doi.org/10.1108/IJMF-04-2014-0041>
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1-19. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x>
- Tjandrasa, B. B., & Tjandraningtyas, J. M. (2018). The Effects of personality types and demographic factors on overconfidence bias and decision making of investment types. *Petra International Journal of Business Studies*, 1(2), 57-62. <https://doi.org/10.9744/ijbs.1.2.57-62>
- Tomak, S. (2009). Girişimci hevristikleri: Bir kavramsal çözümleme. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 10(2). 145-166.
- Tomak, S. (2013). The impact of overconfidence on capital structure in Turkey. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 3(2), 512-518. <https://www.econjournals.com/index.php/ijefi/article/view/456>
- Tong, G., & Green, C. J. (2005). Pecking order or trade-off hypothesis? Evidence on the capital structure of Chinese companies. *Applied Economics*, 37(19), 2179-2189. <https://doi.org/10.1080/00036840500319873>
- Treynor, J. L. (1962). Toward a theory of market value of risky assets. Unpublished manuscript. 1-19. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.628187>
- Turegun, N. (2019). Performance analysis of the restaurant and hotel industry: Evidence from Borsa Istanbul. *Journal of Economics Finance and Accounting*, 6(3), 115-123. <https://doi.org/10.17261/Pressacademia.2019.1110>
- Turner, M. J., & Hesford, J. W. (2018). The impact of renovation capital expenditure on hotel property performance. *Cornell Hospitality Quarterly*, 60(1), 1-15. <https://doi.org/10.1177/1938965518779538>
- Tsai, H., & Gu, Z. (2007). Institutional ownership and firm performance: empirical evidence from US-based publicly traded restaurant firms. *Journal of Hospitality & Tourism Research*, 31(1), 19-38. <https://doi.org/10.1177/1096348006296056>
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1973). Availability: A heuristic for judging frequency and probability. *Cognitive Psychology*, 5(2), 207-232. [https://doi.org/10.1016/0010-0285\(73\)90033-9](https://doi.org/10.1016/0010-0285(73)90033-9)
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1974). Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases: Biases in judgments reveal some heuristics of thinking under uncertainty. *Science*, 185(4157), 1124-1131. <https://doi.org/10.1126/science.185.4157.1124>
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1981). The framing of decisions and the psychology of choice. *Science*, 211(4481), 453-458. DOI: 10.1126/science.7455683
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1992). Advances in prospect theory: Cumulative representation of uncertainty. *Journal of Risk and Uncertainty*, 5(4), 297-323. doi:10.1007/bf00122574
- Vaske, J. J. (2011). Advantages and disadvantages of internet surveys: Introduction to the special issue. *Human Dimensions of Wildlife*, 16(3), 149-153. <https://doi.org/10.1080/10871209.2011.572143>
- Velde, P. (2017). *What is the effect of CEO overconfidence on firm value?* [Master's thesis]. Erasmus School of Economics.
- Verbeek, M. (2004). *A Guide to Modern Econometrics* (2. bs). John Wiley & Sons, Ltd.
- Vieru, M. J. (2015). Do tourism firms with female CEOs hold higher levels of cash?. *Finnish Journal of Tourism Research*, 11(2), 24-44. <https://ssrn.com/abstract=2643520>
- Vitanova, I. (2021). Nurturing overconfidence: The relationship between leader power, overconfidence and firm performance. *The Leadership Quarterly*, 32(4), 1-14. <https://doi.org/10.1016/j.leaqua.2019.101342>

- Vivian, A., & Xu, B. (2018). Time-varying managerial overconfidence and pecking order preference. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 50, 799-835. <https://doi.org/10.1007/s11156-017-0647-8>
- Vu, T. M. T., Tran, C. Q., Doan, D. T., & Le, T. N. (2020). Determinants of capital structure: The Case in Vietnam. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(9), 159-168. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no9.159>
- Yao, L. (2019). The Impact of General Manager's Overconfidence on Corporate Debt Financing. *Scientific Journal of Economics and Management Research Volume*, 1(06).
- Yalincak, O. H. (2005). Criticism of the Black-Scholes Model: But Why Is It Still Used?(The Answer Is Simpler than the Formula). New York University
- Yarritu, I., Matute, H., & Vadillo, M. A. (2014). Illusion of control. *Experimental Psychology*, 61(28), 38-47. <https://doi.org/10.1027/1618-3169/a000225>
- Yates, J. F., Lee, J. W., & Bush, J. G. (1997). General knowledge overconfidence: cross-national variations, response style, and "reality". *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 70(2), 87-94. <https://doi.org/10.1006/obhd.1997.2696>
- Yazar, B. (2019). *Finansal karar alma tercihlerinin belirlenmesinde yöneticilerin aşırı özgüven eğilimlerinin davranışsal finans çerçevesinde incelenmesi* [Yayımlanmamış yüksek lisans tezi]. İstanbul Ticaret Üniversitesi.
- Yazdipour, R. (2011). *Advances in entrepreneurial finance*. Springer.
- Ye, B., & Yuan, J. (2008). Firm value, managerial confidence, and investments: The case of China. *Journal of Leadership Studies*, 2(3), 26-36. <https://doi.org/10.1002/jls.20072>
- Yerdelen Tatoğlu, F. (2018). *İleri Panel Veri Analizi*. Beta Basım Yayım Dağıtım.
- Yerdelen Tatoğlu, F. (2021). *Panel Veri Ekonometrisi: Stata Uygulamalı* (6. bs). Beta Basım Yayım Dağıtım.
- Yerli, B. G. (2008). *Ekonomik beklentilerin enflasyon üzerine etkisi: Türkiye örneği* [Yayımlanmamış yüksek lisans tezi]. Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Yener, E., & Karakuş, R. (2012). Sermaye yapısı ve firma değeri ilişkisinin farklı aktif büyüklüklerde karşılaştırmalı incelenmesi: İMKB 100 firmaları üzerine bir uygulama. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 14(2), 75-98.
- Yıkılmaz, A. (2022). Yönetici aşırı güveninin firma değeri ve borçlanma kararları üzerindeki etkisi: BIST gıda sektörü üzerine ampirik bir araştırma. *Dicle Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 12(23), 199-211. <https://doi.org/10.53092/duibfd.1034914>
- Yılmaz, N. (2015). The Effect of CEO Overconfidence on Product Market Performance. *International Journal of Applied Behavioral Economics*, 4(1), 1-19. <https://doi.org/10.4018/ijabe.2015010101>
- Yong-Hai, Y. (2010). Enterprise life cycle managerial overconfidence and capital structure. *International Conference on E-Product E-Service and E-Entertainment*, 1-6.
- Zaher, A. M. (2019). The impact of managerial overconfidence on debt financing decisions of Egyptian listed companies: an empirical study. *Faculty of commerce*. 41(3), 121.
- Zajonc, R. B. (1980). Feeling and thinking: Preferences need no inferences. *American Psychologist*, 35(2), 151-175. doi:10.1037/0003-066x.35.2.151
- Zarnowitz, V. (1992). What is a business cycle?. In *The Business Cycle: Theories and Evidence: Proceedings of the Sixteenth Annual Economic Policy Conference of the Federal Reserve Bank of St. Louis* (pp. 3-83). Dordrecht: Springer Netherlands. https://doi.org/10.1007/978-94-011-2956-5_1

- Zavertiaeva, M. A., López-Iturriaga, F. J., & Kuminova, E. V. (2018). Better innovators or more innovators? Managerial overconfidence and corporate R&D. *Managerial and Decision Economics*, 39(4), 1-15. <https://doi.org/10.1002/mde.2917>
- Zouaoui, M., Nouyrigat, G., & Beer, F. (2011). How Does Investor Sentiment Affect Stock Market Crises? Evidence from Panel Data. *Financial Review*, 46(4), 723–747. doi:10.1111/j.1540-6288.2011.00318.x
- Zulfikar, R. (2018). Estimation model and selection method of panel data regression: An overview of common effect, fixed effect, and random effect model. *JEMA: Jurnal Ilmiah Bidang Akuntansi*, 9(2), 1-10. <https://doi.org/10.31219/osf.io/9qe2b>
- Xia, W. A. N. G., Min, Z. H. A. N. G., & Fusheng, Y. U. (2010). Managerial overconfidence and over-investment: Empirical evidence from China. *Frontiers of Business Research in China*, 4(1), 453-469. <https://doi.org/10.1007/s11782-009-0022-2>
- Xing, A. (2021). Foreign language effect on risk preference: The framing effect, loss aversion, and risk aversion. *Journal of Behavioral and Experimental Economics*, 93, 101723. doi:10.1016/j.socec.2021.101723
- Xu, B. (2014). *Corporate financing decisions: The role of managerial overconfidence* [Doctoral dissertation]. Loughborough University.
- Xu, Y. (2023). Behavioral finance: An introduction of herd effect-Take the dotcom bubble in 2000s as an example. In 8th International Conference on Financial Innovation and Economic Development (ICFIED 2023) (pp. 216-224). Atlantis Press.
- Wachilonga, L.W. (2013), “Firm Size and Capital Structure Decisions: Evidence from Hotel and Lodging SMEs in Eldoret Municipality, Kenya”, *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 3 (8), ss. 561.
- Wakker, P. P. (2010). Prospect theory: For risk and ambiguity. Cambridge university press.
- Wald, J. K. (1999). How firm characteristics affect capital structure: an international comparison. *Journal of Financial research*, 22(2), 161-187. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.1999.tb00721.x>
- Wang, Y., Chen, C. R., Chen, L., & Huang, Y. S. (2016). Overinvestment, inflation uncertainty, and managerial overconfidence: Firm level analysis of Chinese corporations. *The North American Journal of Economics and Finance*, 38, 54-69. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2016.07.001>
- Wang, G., R. M. Holmes Jr., I. S. Oh, and W. Zhu. 2016. “Do CEOs Matter to Firm Strategic Actions and Firm Performance? A Meta-Analytic Investigation Based on Upper Echelons Theory.” *Personnel Psychology*, no. 4: 775–862 <https://doi.org/10.1111/peps.12140>
- Wang, C., & Rokhshi, M. (2024). Does managerial ability affect debt maturity?. *Accounting and Auditing with Applications*, 1(1), 27-35. <https://doi.org/10.22105/aaa.v1i1.29>
- Weber, M., & Camerer, C. F. (1998). The disposition effect in securities trading: An experimental analysis. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 33(2), 167-184. [https://doi.org/10.1016/S0167-2681\(97\)00089-9](https://doi.org/10.1016/S0167-2681(97)00089-9)
- Wei, J., Min, X., & Jiaying, Y. (2011). Managerial overconfidence and debt maturity structure of firms: Analysis based on China's listed companies. *China Finance Review International*, 1(3), 262-279. <https://doi.org/10.1108/20441391111144112>
- Wen, N., Usman, M., & Akbar, A. (2023). The nexus between managerial overconfidence, corporate innovation, and institutional effectiveness. *Sustainability*, 15(8), 6524.1-21.
- Weinstein, N. D. (1980). Unrealistic optimism about future life events. *Journal of Personality and Social Psychology*, 39(5), 806-820. <https://doi.org/10.1037/0022-3514.39.5.806>
- Willim, A. P. (2015). Price Book Value & Tobin's Q: Which One is Better For Measure Corporate Governance?. *European Journal of Business and Management*, 7(27), 74-79.

- Wilson, Timothy D., Cristhopher E. Houston, Kathryn M. Etling, Brekke, N. (1996). A New Look at Anchoring Effects: Basic Anchoring and Its Antecedents. *Journal of Experimental Psychology*. vol. 125. no. 4: 387-396
- Wooldridge, J. M. (2002). *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*. The MIT Press.



EKLER

EK 1. Durbin ve Watson Tablosu

Table A-2
Models with an intercept (from Savin and White)

Durbin-Watson Statistic: 5 Per Cent Significance Points of dL and dU																				
	k*=1		k*=2		k*=3		k*=4		k*=5		k*=6		k*=7		k*=8		k*=9		k*=10	
n	dL	dU	dL	dU	dL	dU	dL	dU	dL	dU	dL	dU	dL	dU	dL	dU	dL	dU	dL	dU
6	0.610	1.400	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----
7	0.700	1.356	0.467	1.896	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----
8	0.763	1.332	0.559	1.777	0.367	2.287	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----
9	0.824	1.320	0.629	1.699	0.455	2.128	0.296	2.588	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----
10	0.879	1.320	0.697	1.641	0.525	2.016	0.376	2.414	0.243	2.822	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----
11	0.927	1.324	0.758	1.604	0.595	1.928	0.444	2.283	0.315	2.645	0.203	3.004	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----
12	0.971	1.331	0.812	1.579	0.658	1.864	0.512	2.177	0.380	2.506	0.268	2.832	0.171	3.149	-----	-----	-----	-----	-----	-----
13	1.010	1.340	0.861	1.562	0.715	1.816	0.574	2.094	0.444	2.390	0.328	2.692	0.230	2.985	0.147	3.266	-----	-----	-----	-----
14	1.045	1.350	0.905	1.551	0.767	1.779	0.632	2.030	0.505	2.296	0.389	2.572	0.286	2.848	0.200	3.111	0.127	3.360	-----	-----
15	1.077	1.361	0.946	1.543	0.814	1.750	0.685	1.977	0.562	2.220	0.447	2.471	0.343	2.727	0.251	2.979	0.175	3.216	0.111	3.438
16	1.106	1.371	0.982	1.539	0.857	1.728	0.734	1.935	0.615	2.157	0.502	2.388	0.398	2.624	0.304	2.860	0.222	3.090	0.155	3.304
17	1.133	1.381	1.015	1.536	0.897	1.710	0.779	1.900	0.664	2.104	0.554	2.318	0.451	2.537	0.356	2.757	0.272	2.975	0.198	3.184
18	1.158	1.391	1.046	1.535	0.933	1.696	0.820	1.872	0.710	2.060	0.603	2.258	0.502	2.461	0.407	2.668	0.321	2.873	0.244	3.073
19	1.180	1.401	1.074	1.536	0.967	1.685	0.859	1.848	0.752	2.023	0.649	2.206	0.549	2.396	0.456	2.589	0.369	2.783	0.290	2.974
20	1.201	1.411	1.100	1.537	0.998	1.676	0.894	1.828	0.792	1.991	0.691	2.162	0.595	2.339	0.502	2.521	0.416	2.704	0.336	2.885
21	1.221	1.420	1.125	1.538	1.026	1.669	0.927	1.812	0.829	1.964	0.731	2.124	0.637	2.290	0.546	2.461	0.461	2.633	0.380	2.806
22	1.239	1.429	1.147	1.541	1.053	1.664	0.958	1.797	0.863	1.940	0.769	2.090	0.677	2.246	0.588	2.407	0.504	2.571	0.424	2.735
23	1.257	1.437	1.168	1.543	1.078	1.660	0.986	1.785	0.895	1.920	0.804	2.061	0.715	2.208	0.628	2.360	0.545	2.514	0.465	2.670
24	1.273	1.446	1.188	1.546	1.101	1.656	1.013	1.775	0.925	1.902	0.837	2.035	0.750	2.174	0.666	2.318	0.584	2.464	0.506	2.613
25	1.288	1.454	1.206	1.550	1.123	1.654	1.038	1.767	0.953	1.886	0.868	2.013	0.784	2.144	0.702	2.280	0.621	2.419	0.544	2.560
26	1.302	1.461	1.224	1.553	1.143	1.652	1.062	1.759	0.979	1.873	0.897	1.992	0.816	2.117	0.735	2.246	0.657	2.379	0.581	2.513
27	1.316	1.469	1.240	1.556	1.162	1.651	1.084	1.753	1.004	1.861	0.925	1.974	0.845	2.093	0.767	2.216	0.691	2.342	0.616	2.470
28	1.328	1.476	1.255	1.560	1.181	1.650	1.104	1.747	1.028	1.850	0.951	1.959	0.874	2.071	0.798	2.188	0.723	2.309	0.649	2.431
29	1.341	1.483	1.270	1.563	1.198	1.650	1.124	1.743	1.050	1.841	0.975	1.944	0.900	2.052	0.826	2.164	0.753	2.278	0.681	2.396
30	1.352	1.489	1.284	1.567	1.214	1.650	1.143	1.739	1.071	1.833	0.998	1.931	0.926	2.034	0.854	2.141	0.782	2.251	0.712	2.363
31	1.363	1.496	1.297	1.570	1.229	1.650	1.160	1.735	1.090	1.825	1.020	1.920	0.950	2.018	0.879	2.120	0.810	2.226	0.741	2.333
32	1.373	1.502	1.309	1.574	1.244	1.650	1.177	1.732	1.109	1.819	1.041	1.909	0.972	2.004	0.904	2.102	0.836	2.203	0.769	2.306
33	1.383	1.508	1.321	1.577	1.258	1.651	1.193	1.730	1.127	1.813	1.061	1.900	0.994	1.991	0.927	2.085	0.861	2.181	0.796	2.281
34	1.393	1.514	1.333	1.580	1.271	1.652	1.208	1.728	1.144	1.808	1.079	1.891	1.015	1.978	0.950	2.069	0.885	2.162	0.821	2.257
35	1.402	1.519	1.343	1.584	1.283	1.653	1.222	1.726	1.160	1.803	1.097	1.884	1.034	1.967	0.971	2.054	0.908	2.144	0.845	2.236
36	1.411	1.525	1.354	1.587	1.295	1.654	1.236	1.724	1.175	1.799	1.114	1.876	1.053	1.957	0.991	2.041	0.930	2.127	0.868	2.216
37	1.419	1.530	1.364	1.590	1.307	1.655	1.249	1.723	1.190	1.795	1.131	1.870	1.071	1.948	1.011	2.029	0.951	2.112	0.891	2.197
38	1.427	1.535	1.373	1.594	1.318	1.656	1.261	1.722	1.204	1.792	1.146	1.864	1.088	1.939	1.029	2.017	0.970	2.098	0.912	2.180
39	1.435	1.540	1.382	1.597	1.328	1.658	1.273	1.722	1.218	1.789	1.161	1.859	1.104	1.932	1.047	2.007	0.990	2.085	0.932	2.164
40	1.442	1.544	1.391	1.600	1.338	1.659	1.285	1.721	1.230	1.786	1.175	1.854	1.120	1.924	1.064	1.997	1.008	2.072	0.952	2.149
45	1.475	1.566	1.430	1.615	1.383	1.666	1.336	1.720	1.287	1.776	1.238	1.835	1.189	1.895	1.139	1.958	1.089	2.022	1.038	2.088
50	1.503	1.585	1.462	1.628	1.421	1.674	1.378	1.721	1.335	1.771	1.291	1.822	1.246	1.875	1.201	1.930	1.156	1.986	1.110	2.044
55	1.528	1.601	1.490	1.641	1.452	1.681	1.414	1.724	1.374	1.768	1.334	1.814	1.294	1.861	1.253	1.909	1.212	1.959	1.170	2.010
60	1.549	1.616	1.514	1.652	1.480	1.689	1.444	1.727	1.408	1.767	1.372	1.808	1.335	1.850	1.298	1.894	1.260	1.939	1.222	1.984
65	1.567	1.629	1.536	1.662	1.503	1.696	1.471	1.731	1.438	1.767	1.404	1.805	1.370	1.843	1.336	1.882	1.301	1.923	1.266	1.964
70	1.583	1.641	1.554	1.672	1.525	1.703	1.494	1.735	1.464	1.768	1.433	1.802	1.401	1.838	1.369	1.874	1.337	1.910	1.305	1.948
75	1.598	1.652	1.571	1.680	1.543	1.709	1.515	1.739	1.487	1.770	1.458	1.801	1.428	1.834	1.399	1.867	1.369	1.901	1.339	1.935
80	1.611	1.662	1.586	1.688	1.560	1.715	1.534	1.743	1.507	1.772	1.480	1.801	1.453	1.831	1.425	1.861	1.397	1.893	1.369	1.925
85	1.624	1.671	1.600	1.696	1.575	1.721	1.550	1.747	1.525	1.774	1.500	1.801	1.474	1.829	1.448	1.857	1.422	1.886	1.396	1.916
90	1.635	1.679	1.612	1.703	1.589	1.726	1.566	1.751	1.542	1.776	1.518	1.801	1.494	1.827	1.469	1.854	1.445	1.881	1.420	1.909
95	1.645	1.687	1.623	1.709	1.602	1.732	1.579	1.755	1.557	1.778	1.535	1.802	1.512	1.827	1.489	1.852	1.465	1.877	1.442	1.903
100	1.654	1.694	1.634	1.715	1.613	1.736	1.592	1.758	1.571	1.780	1.550	1.803	1.528	1.826	1.506	1.850	1.484	1.874	1.462	1.898
150	1.720	1.747	1.706	1.760	1.693	1.774	1.679	1.788	1.665	1.802	1.651	1.817	1.637	1.832	1.622	1.846	1.608	1.862	1.593	1.877
200	1.758	1.779	1.748	1.789	1.738	1.799	1.728	1.809	1.718	1.820	1.707	1.831	1.697	1.841	1.686	1.852	1.675	1.863	1.665	1.874

k is the number of regressors excluding the intercept

n	k'=11		k'=12		k'=13		k'=14		k'=15		k'=16		k'=17		k'=18		k'=19		k'=20	
	dL	dU	dL	dU	dL	dU	dL	dU	dL	dU	dL	dU	dL	dU	dL	dU	dL	dU	dL	dU
16	0.098	3.503	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----
17	0.138	3.378	0.087	3.557	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----
18	0.177	3.265	0.123	3.441	0.078	3.603	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----
19	0.220	3.159	0.160	3.335	0.111	3.496	0.070	3.642	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----
20	0.263	3.063	0.200	3.234	0.145	3.395	0.100	3.542	0.063	3.676	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----
21	0.307	2.976	0.240	3.141	0.182	3.300	0.132	3.448	0.091	3.583	0.058	3.705	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----
22	0.349	2.897	0.281	3.057	0.220	3.211	0.166	3.358	0.120	3.495	0.083	3.619	0.052	3.731	-----	-----	-----	-----	-----	-----
23	0.391	2.826	0.322	2.979	0.259	3.128	0.202	3.272	0.153	3.409	0.110	3.535	0.076	3.650	0.048	3.753	-----	-----	-----	-----
24	0.431	2.761	0.362	2.908	0.297	3.053	0.239	3.193	0.186	3.327	0.141	3.454	0.101	3.572	0.070	3.678	0.044	3.773	-----	-----
25	0.470	2.702	0.400	2.844	0.335	2.983	0.275	3.119	0.221	3.251	0.172	3.376	0.130	3.494	0.094	3.604	0.065	3.702	0.041	3.790
26	0.508	2.649	0.438	2.784	0.373	2.919	0.312	3.051	0.256	3.179	0.205	3.303	0.160	3.420	0.120	3.531	0.087	3.632	0.060	3.724
27	0.544	2.600	0.475	2.730	0.409	2.859	0.348	2.987	0.291	3.112	0.238	3.233	0.191	3.349	0.149	3.460	0.112	3.563	0.081	3.658
28	0.578	2.555	0.510	2.680	0.445	2.805	0.383	2.928	0.325	3.050	0.271	3.168	0.222	3.283	0.178	3.392	0.138	3.495	0.104	3.592
29	0.612	2.515	0.544	2.634	0.479	2.755	0.418	2.874	0.359	2.992	0.305	3.107	0.254	3.219	0.208	3.327	0.166	3.431	0.129	3.528
30	0.643	2.477	0.577	2.592	0.512	2.708	0.451	2.823	0.392	2.937	0.337	3.050	0.286	3.160	0.238	3.266	0.195	3.368	0.156	3.465
31	0.674	2.443	0.608	2.553	0.545	2.665	0.484	2.776	0.425	2.887	0.370	2.996	0.317	3.103	0.269	3.208	0.224	3.309	0.183	3.406
32	0.703	2.411	0.638	2.517	0.576	2.625	0.515	2.733	0.457	2.840	0.401	2.946	0.349	3.050	0.299	3.153	0.253	3.252	0.211	3.348
33	0.731	2.382	0.668	2.484	0.606	2.588	0.546	2.692	0.488	2.796	0.432	2.899	0.379	3.000	0.329	3.100	0.283	3.198	0.239	3.293
34	0.758	2.355	0.695	2.454	0.634	2.554	0.575	2.654	0.518	2.754	0.462	2.854	0.409	2.954	0.359	3.051	0.312	3.147	0.267	3.240
35	0.783	2.330	0.722	2.425	0.662	2.521	0.604	2.619	0.547	2.716	0.492	2.813	0.439	2.910	0.388	3.005	0.340	3.099	0.295	3.190
36	0.808	2.306	0.748	2.398	0.689	2.492	0.631	2.586	0.575	2.680	0.520	2.774	0.467	2.868	0.417	2.961	0.369	3.053	0.323	3.142
37	0.831	2.285	0.772	2.374	0.714	2.464	0.657	2.555	0.602	2.646	0.548	2.738	0.495	2.829	0.445	2.920	0.397	3.009	0.351	3.097
38	0.854	2.265	0.796	2.351	0.739	2.438	0.683	2.526	0.628	2.614	0.575	2.703	0.522	2.792	0.472	2.880	0.424	2.968	0.378	3.054
39	0.875	2.246	0.819	2.329	0.763	2.413	0.707	2.499	0.653	2.585	0.600	2.671	0.549	2.757	0.499	2.843	0.451	2.929	0.404	3.013
40	0.896	2.228	0.840	2.309	0.785	2.391	0.731	2.473	0.678	2.557	0.626	2.641	0.575	2.724	0.525	2.808	0.477	2.829	0.430	2.974
45	0.988	2.156	0.938	2.225	0.887	2.296	0.838	2.367	0.788	2.439	0.740	2.512	0.692	2.586	0.644	2.659	0.598	2.733	0.553	2.807
50	1.064	2.103	1.019	2.163	0.973	2.225	0.927	2.287	0.882	2.350	0.836	2.414	0.792	2.479	0.747	2.544	0.703	2.610	0.660	2.675
55	1.129	2.062	1.087	2.116	1.045	2.170	1.003	2.225	0.961	2.281	0.919	2.338	0.877	2.396	0.836	2.454	0.795	2.512	0.754	2.571
60	1.184	2.031	1.145	2.079	1.106	2.127	1.068	2.177	1.029	2.227	0.990	2.278	0.951	2.330	0.913	2.382	0.874	2.434	0.836	2.487
65	1.231	2.006	1.195	2.049	1.160	2.093	1.124	2.138	1.088	2.183	1.052	2.229	1.016	2.276	0.980	2.323	0.944	2.371	0.908	2.419
70	1.272	1.987	1.239	2.026	1.206	2.066	1.172	2.106	1.139	2.148	1.105	2.189	1.072	2.232	1.038	2.275	1.005	2.318	0.971	2.362
75	1.308	1.970	1.277	2.006	1.247	2.043	1.215	2.080	1.184	2.118	1.153	2.156	1.121	2.195	1.090	2.235	1.058	2.275	1.027	2.315
80	1.340	1.957	1.311	1.991	1.283	2.024	1.253	2.059	1.224	2.093	1.195	2.129	1.165	2.165	1.136	2.201	1.106	2.238	1.076	2.275
85	1.369	1.946	1.342	1.977	1.315	2.009	1.287	2.040	1.260	2.073	1.232	2.105	1.205	2.139	1.177	2.172	1.149	2.206	1.121	2.241
90	1.395	1.937	1.369	1.966	1.344	1.995	1.318	2.025	1.292	2.055	1.266	2.085	1.240	2.116	1.213	2.148	1.187	2.179	1.160	2.211
95	1.418	1.930	1.394	1.956	1.370	1.984	1.345	2.012	1.321	2.040	1.296	2.068	1.271	2.097	1.247	2.126	1.222	2.156	1.197	2.186
100	1.439	1.923	1.416	1.948	1.393	1.974	1.371	2.000	1.347	2.026	1.324	2.053	1.301	2.080	1.277	2.108	1.253	2.135	1.229	2.164
150	1.579	1.892	1.564	1.908	1.550	1.924	1.535	1.940	1.519	1.956	1.504	1.972	1.489	1.989	1.474	2.006	1.458	2.023	1.443	2.040
200	1.654	1.885	1.643	1.896	1.632	1.908	1.621	1.919	1.610	1.931	1.599	1.943	1.588	1.955	1.576	1.967	1.565	1.979	1.554	1.991

*K' is the number of regressors excluding the intercept

BENZERLİK RAPORU ÖZET SAYFASI

KONAKLAMA İŞLETMELERİNDE YÖNETİMSEL AŞIRI GÜVENİN SERMAYE YAPISI KARARLARI VE FİRMA DEĞERİNE ETKİSİ: ULUSLARARASI BİR ANALİZ

ORJİNALLİK RAPORU

% 4	% 3	% 3	% 1
BENZERLİK ENDEKSİ	İNTERNET KAYNAKLARI	YAYINLAR	ÖĞRENCİ ÖDEVLERİ

BİRİNCİL KAYNAKLAR

1	acikbilim.yok.gov.tr İnternet Kaynağı	<% 1
2	dergipark.org.tr İnternet Kaynağı	<% 1
3	Submitted to Mersin Üniversitesi Öğrenci Ödevi	<% 1
4	acikerisim.pau.edu.tr:8080 İnternet Kaynağı	<% 1
5	docplayer.biz.tr İnternet Kaynağı	<% 1
6	ets.anadolu.edu.tr İnternet Kaynağı	<% 1
7	Ozkan, Nesrin. "Karlilik, Aktif Buyume Anomalileri ve Alternatif Varlik Fiyatlama Modelleri: Borsa istanbul Uygulamasi", Bursa Uludag University (Turkey), 2021 Yayın	<% 1