

## Yönetici İyimserliğinin Kurumsal Yatırım Kararları Üzerindeki Etkileri: Turizm Sektörü Örneği

Esra BULUT\*  
Bünyamin ER\*\*

### ÖZET

Kurumsal yatırım kararları, firma değeri üzerinde önemli etkisi olan bir yönetim alanıdır. Bununla birlikte; insan faktörünün de içinde olduğu bu yönetim alanında bilişsel önyargıların ne tür etkilere sahip olduğunu ortaya koyan sınırlı sayıda çalışma bulunmaktadır. Bu boşluğu doldurmak amacıyla çalışmada yönetici iyimserliğinin kurumsal yatırım kararları üzerindeki etkileri yönetsel irrasyonelite bağlamında ele alınarak davranışsal ve psikolojik belirleyicilerin önemine dikkat çekilmesi amaçlanmıştır. Araştırmanın özgünlüğü Türkiye’de Turizm sektörü kurumsal yatırım kararlarını davranışsal kurumsal finans çerçevesinde değerlendiren ilk çalışma olmasına dayanmaktadır. Araştırmada Borsa İstanbul’da işlem gören sekiz adet Turizm işletmesinin 2011-2016 dönemi verileri iki aşamalı Sistem-Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi ile analiz edilmiştir. Çalışmada elde edilen bulgular, yönetici iyimserliğinin yatırım kararlarını etkileyen önemli bir faktör olduğunu göstermiştir. Bunun yanında, büyüme fırsatlarının yatırım kararlarını pozitif yönde, önceki dönem yatırımlarının mevcut yıldaki yatırım kararlarını ise negatif yönde etkilediği sonuçlarına ulaşılmıştır.

**Anahtar Kelimeler:** Davranışsal Kurumsal Finans, Kurumsal Yatırım Kararları, Yönetici İyimserliği.

**JEL Sınıflandırması:** G40, Z33.

### *The Effects of Managerial Optimism on Corporate Investment Decision: The Case of Tourism Sector*

#### ABSTRACT

Corporate investment decision making is one of the managers' corporate financial policies, which has an important effect on firm value. However, there is a very limited study about how managerial-behavioral biases affect this decision. In this study, in order to fulfill this gap, it is intended to draw attention to the importance of the behavioral and psychological biases by investigating the role of managerial optimism on corporate investment decisions in the context of managerial irrationality. This study is the first one which analyzes the corporate investment decisions in the context of behavioral corporate finance in tourism sector in Turkey and this makes the study very unique. The data used in the analysis obtained from the Borsa Istanbul for the eight firms in tourism sector in the period 2011-2016 and two stage System- Generalized Methods of Moments method is employed in the analysis. The findings indicate that managerial optimism is an important factor which affects corporate investment decision. Besides, it is found that growth opportunities has a positive role while prior corporate investments have a negative role on corporate investment decisions.

**Keywords:** Behavioral Corporate Finance, Corporate Investment Decisions, Manager Optimism.

**Jel Classification:** G40, Z33.

\* Öğr. Gör. Dr., Karadeniz Teknik Üniversitesi-Vakıfkebir MYO, ebulut@ktu.edu.tr

\*\* Doç. Dr., Karadeniz Teknik Üniversitesi, İşletme Bölümü, ber@ktu.edu.tr (Sorumlu Yazar)

## 1. GİRİŞ

Kurumsal yatırım kararları ekonomik büyümeye katkısı göz önünde bulundurulduğunda, yöneticilerin verecekleri en önemli finansal kararlardandır. Bunun yanında ekonomik büyüme büyük oranda yatırımlara bağlı olduğundan, kurumsal yatırım kararları ekonomiye ilişkin politikaların bir parçası olarak önemli bir ilgi alanı oluşturmaktadır. Bununla birlikte yatırım kararlarını etkileyen faktörler tam olarak anlaşılmış değildir. Yatırım fırsatları günümüze kadar firma karlılığı ve nakit akışları gibi firmaların karakteristik bir takım özellikleri ile ilişkilendirilmiştir. Ayrıca geleneksel yaklaşımlar çerçevesinde yatırım kararlarını belirleyen bir takım önermelerde de bulunduğu görülmüştür. Örneğin vekalet teorisi yöneticilerin ücret, güç ve saygınlık gibi özel birtakım faydalar sağlamak amacıyla aşırı yatırım yaptıklarını ileri sürmektedir. Diğer taraftan asimetrik bilgi teorisine göre, yöneticiler düşük değerlenmiş hisse senetleri ihraç etmekten kaçınmak için, kendilerini dış finansman konusunda kısıtlamaktadırlar. Bundan dolayı nakit akışlarını yatırımlara yönlendirmekte ve böylece yatırımları artırmaktadırlar. Fakat yatırımları etkileyen faktörler bunlarla sınırlı değildir (Glaser vd., 2008: 3).

Geleneksel finans kuramı, gerek kurumsal yatırım kararlarında ve gerekse diğer kurumsal finansal kararlarda bireylerin rasyonel davrandığını varsaymaktadır. Geleneksel finans bu yönüyle, bireylerin psikolojik eğilimlerinin kurumsal finansal kararlar üzerindeki olası etkilerini göz ardı ederek bireylerin akılcı davrandıklarını kabul etmektedir. Ancak günümüzde davranışsal finans ve davranışsal kurumsal finans alanında yapılan araştırmalar, finansal kararları bilişsel önyargılar çerçevesinde ele alarak, geleneksel yaklaşımların eksik bir değerlendirme içerisinde olduğunu göstermektedir (Shefrin, 2001; Heaton, 2002; Malmendier ve Tate, 2005a, 2005b; Lin vd., 2005; Glaser vd., 2008; Hackbarth, 2008, 2009; Campbell vd., 2011).

Davranışsal kurumsal finans çerçevesinde Baker vd. (2007) tarafından öne sürülen “ırrasyonel yatırımcı-rasyonel yönetici yaklaşımı” ve “rasyonel yatırımcı-ırrasyonel yönetici yaklaşımı” günümüzde önemli bir araştırma konusu haline gelmiştir. “İrrasyonel yatırımcı yaklaşımı”, arbitrajın sınırlı olduğunu ve yöneticilerin bunun bir sonucu olarak ortaya çıkan aşırı veya düşük fiyatları karşılayacak şekilde kararlar aldıklarını varsaymaktadır. “İrrasyonel yönetici yaklaşımı” ise yöneticilerin aşırı güven, iyimserlik, sürü davranışı, çıpalama, zihinsel muhasebe ve kayıptan kaçınma gibi birtakım davranışsal önyargılara sahip olduğunu ve bu önyargıların yöneticilerin kararlarını şekillendirdiğini varsaymaktadır (Baker vd., 2007: 147-148).

İrrasyonel yönetici yaklaşımı çerçevesinde yatırım kararlarının ele alındığı bu çalışmada yönetici iyimserliğinin etkileri araştırılmıştır. İyimserlik ve aşırı güven önyargıları zaman zaman birbirlerinin yerine kullanılabilir. İyimserlik önyargısı aşırı güvenin bir dinamiği olarak kabul edildiğinden dolayı bu yanlış bir değerlendirme değildir (Ackerts ve Deaves, 2010: 106). Bununla birlikte Hackbarth (2002) iyimserlik ve aşırı güven önyargıları arasındaki nüansı “iyimserlik, gelecek olayların olduğundan daha olumlu olduğuna dair öznel bir inancı ifade etmektedir. Aşırı güven ise bireylerin gelecek olaylara ilişkin öznel olasılık dağılımlarının çok dar olduğunu ifade etmektedir” şeklinde vurgulamıştır. Weinstein (1980) iyimserlik önyargısının bireylerin kendileriyle ve diğer bireylerle ilgili koşulları iyi değerlendiremediklerinde veya diğerleriyle ilgili önemli bilgileri eksik değerlendirdiklerinde arttığını ileri sürmektedir.

Günümüzde iyimserlik önyargısının araştırıldığı çalışmalarda ise Heaton (2002)'in “yöneticiler firmanın iyi performans gösterme olasılığını sistematik olarak aşırı; kötü performans gösterme olasılığını ise sistematik olarak düşük tahmin ettiklerinde iyimser davranmış olmaktadır” şeklindeki tanımlamasının esas alındığı görülmektedir. Bu bilgiler doğrultusunda çalışmanın temel amacı, hisse senetleri Borsa İstanbul'da işlem gören ve Turizm sektöründe yer alan firmaların kurumsal yatırım kararları üzerinde yönetici iyimserliğinin etkilerini ortaya koymaktır.

Türkiye'de turizm sektörü sağladığı doğrudan ve dolaylı katkılar ile ekonomik aktivitede oldukça önemli bir etkiye sahiptir. Konaklama, ulaşım ve eğlence sektörlerinin nihai ürün ve hizmet satışları sektörün ekonomiye doğrudan katkısını oluştururken, bu sektörlerin yaptığı tedarikçi alımları ile yeni yatırımlar ve kamunun harcamaları ekonomiyi dolaylı olarak etkilemektedir. Kültür ve Turizm Bakanlığı verilerine göre, son 10 yıllık dönemde turizm işletme belgeli konaklama tesisi sayısı %33, oda ve yatak sayısı da %67 oranında artış kaydetmiştir. Mevcut tesislerin doluluk oranı 2016 yılında %17,8'lik düşüş ile %50,8 düzeyinde gerçekleşmiştir. Bu oran Avrupa'daki en düşük doluluk oranı olurken, aynı dönemde oda gelirlerinde de %39,5 kayıp yaşanmıştır. Sektörde yatırım teşvik belgeleri kapsamında yapılan yatırımlar ise 2011-2014 döneminde sürekli artış kaydederek 2014 yılında 6,9 milyar TL ile en yüksek düzeyine ulaşmıştır. Sektörde kapasitenin oldukça yüksek bir seviyeye ulaşmış olması ve talebe ilişkin baş göstermeye başlayan sıkıntılar teşvik belgeli komple yeni yatırımların 2015 yılında %15,3 oranında azalış ile 5,5 milyar TL'ye, 2016 yılında ise %13,7 oranında azalış ile 4,7 milyar TL'ye düşmesine neden olmuştur (www.kultur.gov.tr, www.isbank.com.tr).

Araştırmada turizm sektörünün dikkate alınmasının nedeni, az yatırımlarla yüksek istihdam ve döviz geliri sağlayan ve bununla birlikte ülkelerin ekonomik ve siyasi yapısına bağlı olarak zaman zaman risk altında olabilen bir alanda yönetici kararlarını etkileyen psikolojik belirleyicilerin etkilerinin önem taşımasıdır. Zira Türkiye turizm endüstrisindeki büyüme son yıllarda küresel ortalamanın üzerinde gerçekleşmiş, endüstrinin cari işlemler açığının kapatılmasına katkısı 2015 yılında % 80, GSYİH'ye katkısı ise % 4,37 olarak gerçekleşmiştir (www.kultur.gov.tr). Böylesine yüksek ekonomik katkısı olan bir sektörde yatırım davranışları üzerindeki etkenlerin farklı açılardan araştırılması son derece önem taşımaktadır.

## **2. LİTERATÜR DEĞERLENDİRMESİ**

Yönetimsel iyimserlik, finansal sıkıntı yaşayan firmalar başta olmak üzere firmaların kurumsal yatırım kararlarında, önemli etkiye sahiptir. Firmalar finansal olarak zor durumda olduklarında özellikle nakit akışlarına olan duyarlılıkları artmaktadır. İyimser yöneticiler yatırımları nakit akışlarına göre değerlendirdiklerinden dolayı, içkaynakları yeterli olduğunda yatırımları artırırken; nakit akışları yetersiz olduğunda gelecekteki nakit akışları pozitif olan projeleri reddederek yatırımları azaltabilmektedirler (Ben Mohamed vd., 2014: 16).

Kurumsal yatırım kararlarını davranışsal açıdan ilk kez Roll (1986) ele almış ve yöneticilerin kibirli olmasını firma birleşmelerinde firma değerinin azalmasının ve hedef firma için değerinin üzerinde ödemeler yapılmasının bir nedeni olarak göstermiştir. Yöneticiler yatırım kararlarını değerlendirirken nakit akışlarına büyük önem vermektedirler. Özellikle risk almak istemeyen yöneticiler için iç kaynakların yeterli olup olmaması yatırım

kararlarını önemli ölçüde etkilemektedir. Literatürde yönetsel iyimserlik önyargısının kurumsal finansal kararlar üzerindeki etkilerini inceleyen çalışmalarda genel olarak aşırı iyimser olan yöneticilerin nakit akışlarına fazla duyarlı oldukları belirtilmektedir. Bunun yanında nakit akışlarına duyarlı olan yöneticilerin iç kaynaklar yetersiz olduğunda pozitif net bugünkü değere sahip projelere yatırım yapmak istemedikleri araştırmalarda (Heaton, 2002; Malmendier ve Tate, 2005a, b; Lin vd. 2005; Glaser vd., 2008; Campbell vd., 2011) ortaya konulan önemli bir bulgu olarak dikkat çekmektedir.

Malmendier ve Tate (2005a) yönetici aşırı güvenini dikkate aldıkları modelde, ABD firmalarında yöneticilerin yatırım kararlarında, nakit akışlarına duyarlı olduklarını tespit etmişlerdir. Elde edilen bulgu aşırı güvenli yöneticilerin nakit akışlarının elde edilebilirliğine bağlı olarak yatırımlara duyarlılığının arttığını göstermektedir. Bu durum aynı zamanda iç kaynakların yetersiz olduğu durumlarda yatırımlarda düşüşün söz konusu olacağını da göstermektedir. Benzer şekilde Lin vd. (2005) yönetici iyimserliği ve nakit akışları arasında pozitif ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Malmendier ve Tate (2005a) ile Lin vd. (2005) bu bulgularla, Heaton (2002)'nin "yöneticilerin yatırım kararları iç kaynaklara duyarlıdır" şeklindeki bulgularını desteklemektedirler. Buna göre yöneticiler finansman hiyerarşisi teorisine göre hareket etmektedirler. Yani iyimser yöneticiler önce iç finansmanı, sonra borcu daha sonra ise hisse senedi ihraç seçeneğini kullanmaktadırlar. Dolayısıyla iç kaynaklar iyimser yöneticiler için büyük öneme sahiptir. Heaton (2002)'nin bulgularına göre iyimser yöneticiler sermaye piyasalarının firmalarının riskli varlıklarını düşük değerlediğine inanmaktadırlar. Bundan dolayı dış finansman ihtiyacını artıran pozitif net bugünkü değere sahip projeleri göz ardı edebilmektedirler. Bunun yanında iyimser yöneticiler kendi yatırım projelerini aşırı değerlemekte ve hissedarlarına sadık olduklarında bile, hissedarların çıkarlarına ters olacak şekilde negatif net bugünkü değere sahip projelere yatırım yapabilmektedirler. Bu durum nakit akışlarıyla ilgili aşırı değerlendirme- düşük değerlendirme ödünleşimini ifade etmektedir.

Yönetici iyimserliği ve kurumsal yatırım kararları arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalar ve bu çalışmalarda elde edilen bulgular Tablo 1'de özetlenmiştir.

**Tablo 1. Literatür Özeti**

Yazar(lar)	Araştırma Dönemi ve Yöntemi	İyimserlik Ölçütü	Sonuç
Malmendier ve Tate (2005a)	1980-1994 ABD -En küçük kareler yöntemi	-Yöneticiler eğer yüksek getiriye sahip hisse senedi opsiyonlarına ilişkin yatırımlarında başarısız olurlarsa veya çalıştıkları firmaların hisse senetlerine yatırım yapıyorlarsa aşırı güvenli kabul edilmişlerdir.	Yöneticilerin aşırı güvenli oldukları firmalarda yatırımlar nakit akışlarına duyarlı olmaktadır.
Malmendier ve Tate (2005b)	1980-1994 ABD -En küçük kareler yöntemi	-New York Times, Business Week, Financial Times, The Economist ve The Wall Street Journal dergilerinden derlenen atıflar kullanılarak iyimserlik ölçütü oluşturulmuştur.	Özellikle iç kaynakları yetersiz olan ve aşırı güvenli yöneticiler tarafından yönetilen firmalarda yatırımlar nakit akışlarına duyarlıdır.

Lin vd. (2005)	1985-2002 Tayvan -En küçük kareler yöntemi	-Yöneticiler eğer en az iki kere doğru kazanç tahmini yapmışlarsa iyimser kabul edilmişlerdir. -Eğer yönetici pozisyonunu CEO olarak en az beş yıl koruyabiliyorsa ve eğer görev süresince ortalama temettüye göre düzeltilmiş hisselerini ilk üç yıl içinde en az iki kere artırabiliyorsa iyimser kabul edilmiştir.	Özellikle finansal olarak sıkıntı yaşayan firmalarda, iyimser yöneticiler yatırımların nakit akışlarına iyimser olmayan yöneticilere nazaran daha fazla duyarlıdırlar.
Ben David vd. (2007)	2001 Mart-2007 Mart ABD -Anket yöntemi	-Yönetici aşırı güveni anketle ölçülmüştür.	Yönetici aşırı güveni yatırımları artırmaktadır.
Hsu ve Hsiao (2008)	1996-2005 Tayvan -Panel veri analizi yöntemi	-Yöneticiler eğer ilk ve son kazanç tahminlerini aşırı tahmin edmişlerse iyimser kabul edilmişlerdir.	Kazançlı yatırım fırsatlarına sahip olmayan firmalarda yatırımların değeri iyimser olan yöneticiler tarafından iyimser olmayanlara nazaran aşırı tahmin edilmiştir.
Glaser vd. (2008)	1999-2006 Almanya - Sabit etkiler panel regresyon analizi- Sabit etkiler panel lojistik regresyon analizi	-Firmanın alım satım sayısı ve hacmine ilişkin kukla değişken ve -CEO'ların aynı zamanda denetleme kurulunda olup olmamalarına dayalı oluşturulan kukla değişken iyimserlik ölçütü olarak kullanılmıştır.	İyimser yöneticilere sahip firmalar daha fazla yatırım yapmaktadırlar.
Chen ve Lin (2012)	1992-2009 ABD -Çoklu panel regresyon analizi yöntemi	-Yöneticilerin hisse senedi opsiyonunu elde tutma durumları ve - Yöneticilerin önceki döneme ilişkin nakit ve borçlanma türü tercihleri dikkate alınarak aşırı güven ölçütü oluşturulmuştur.	Düşük değerli yatırım yapmış olan firmalar, fazla iyimser yöneticilerle bu yatırımları azaltabilir ve yatırımlarda etkinliği sağlayarak firma değerini artırabilir.
Ben Mohamed vd. (2014)	1999-2010 ABD -Sabit etkiler panel veri ile en küçük kareler yöntemi	-İyimserlik ölçütü yöneticilerin görev süreleri dikkate alınarak oluşturulmuştur.	Yönetici iyimserliği yatırım kararlarını etkilemektedir.
Yan-xi ve Min (2012)	2005-2010 Çin -Regresyon analizi yöntemi	-Firmanın varlıkları artıp, buna rağmen hisse başına gelirleri azalmışsa yönetici aşırı güvenli kabul edilmiştir.	Yönetim kademelerindeki farklılık aşırı güven düzeyini etkilemektedir. İcra kurulu başkanlarının aşırı güveni yatırım kararlarını önemli ölçüde etkilerken, kısa süreli üst düzey yönetici konumunda bulunan yöneticilerin aşırı güveni yatırım kararları ile birlikte nakit akışlarını etkilemektedir.
Pahlavan ve Dehghan (2016)	2009-2013 Tahran -Panel veri ile çok	-Yöneticinin satış tahminleri gerçekleşen satışlardan fazla ise	Yönetici iyimserliği ve kurumsal yatırım

	değişkenli regresyon analizi yöntemi	yönetici iyimser kabul edilmiştir.	kararlarının nakit akışlarına duyarlılığı arasında önemli ilişki vardır.
--	--------------------------------------	------------------------------------	--

Tablo 1’de görüldüğü üzere literatürde davranışsal kurumsal finans çerçevesinde davranışsal bir önyargı olarak yönetici iyimserliğini temsilen farklı bakış açılarına dayalı ölçütler kullanılmıştır. Bununla birlikte yönetici iyimserliğini en uygun şekilde ölçmek adına kullanılabilecek değişkenleri tespit etmek kolay değildir. Yöneticilerin iyimserlik önyargısını temsilen Hall ve Murphy (2002) ve Malmendier ve Tate (2005a) yöneticilere verilen hisse senedi opsiyonlarına (executive stock option) ilişkin yöneticilerin alım satım davranışlarını dikkate alarak iyimserlik ölçütü oluşturmuş ve analizlerinde kullanmışlardır. Araştırmacılar, çalıştığı firmanın hisse senetlerine ilave yatırım yapan yöneticileri iyimser kabul etmişlerdir. Malmendier ve Tate (2005b) bir diğer araştırmalarında New York Times, Business Week, Financial Times, The Economist ve The Wall Street Journal dergilerinden derlenen ve iyimserliği temsil eden kelimeleri kullanarak iyimserlik ölçütü oluşturmuşlardır.

Farklı bir bakış açısıyla Barros ve Silveira (2008) ve Rihab ve Lotfi (2016) yönetici statüsüne göre yöneticileri girişimci ve girişimci olmayan şeklinde sınıflandırarak aşırı güven ölçütü oluşturmuşlardır. Buna göre yönetici aynı zamanda girişimci ise aşırı güvenli kabul edilmiştir. Lin vd. (2005) ise iyimserlik ölçütü olarak yöneticilerin kazanç tahminlerini kullanmışlardır. Buna göre yöneticinin geleceğe yönelik kazanç tahmini, ilgili dönemde firmanın gerçekleşen kazancından en az bir kere yüksek gerçekleşmişse yönetici aşırı güvenli kabul edilmiştir. Benzer şekilde Longjie ve Anfeng (2017) yöneticilerin kazanç tahminlerindeki sapmayı kullanarak yönetici iyimserliği önyargısına ilişkin değişken oluşturmuşlardır.

Literatürde bazı çalışmalar veri kısıtına bağlı olarak bilanço verileri üzerinden yöneticileri “iyimser” ya da “iyimser değil” şeklinde sınıflandırmışlardır. Buradaki temel varsayım bilanço verilerindeki rakamların yöneticilerin bilişsel önyargılar çerçevesinde aldıkları kararlara bağlı olarak değişmesidir. Örneğin Glaser vd. (2008) firmanın alım satım sayısı, satış hacmi ve CEO’ların aynı zamanda denetleme kurulunda olup olmamalarına dayalı oluşturdukları kukla değişkenleri iyimserlik ölçütü olarak kullanmışlardır. Benzer şekilde Ahmet ve Duellman (2013) yöneticilerin yatırım düzeylerini esas alarak aşırı güven ölçütü oluştururken; Bulut (2017) hem aşırı yatırım hem de aşırı borçlanma oranlarını aşırı güven ölçütü olarak kullanmıştır.

Ben-David vd. (2007) aşırı güven ölçütlerini oluştururken yöneticilere yönelik yapılan Duke/CFO Business Outlook anketini dikkate almışlardır. Araştırmacılar, yöneticilerin hisse senedi getirilerinin tahmini değerleri üzerindeki hatalı kalibrasyon düzeylerini iyimserlik ölçütü olarak kullanmışlardır. Diğer taraftan Oliver (2005), Michigan Üniversitesi tüketici duyarlılık anketini, Tomak (2013) CNBC-e Tüketici Güven Endeksi değerlerini, Mefteh ve Oliver (2007) Avrupa Komisyonu Ekonomi ve Mali İşler Müdürlüğü tarafından yürütülen sanayi temsilcileri duyarlılık anketini aşırı güven ölçütlerini belirlerken kullanmışlardır. Oliver (2005) tüketici duyarlılık anketinin bireylerin ekonomik koşullara yönelik mevcut ve gelecekteki beklentilerini yansıtması ve uzun bir döneme ilişkin durumu ortaya koyması açısından iyi bir iyimserlik ölçütü olduğunu belirtmiştir.

### 3. ARAŞTIRMANIN VERİ SETİ

Çalışmanın temel amacı hisse senetleri Borsa İstanbul'da işlem gören Turizm sektörü işletmelerinin yatırım kararlarını 2011-2016 dönemi için davranışsal bir perspektiften incelemektir. Davranışsal kurumsal finans alanında bilimsel araştırma yapabilmek noktasında Türkiye'de önemli bir veri sorunu bulunmaktadır. Yöneticilerin davranışsal önyargılarını temsil edebilecek ve onların yönetsel özelliklerini gösteren veri setleri bulunmamaktadır veya çok yetersiz kalmaktadır. Bu nedenle çalışma yapılırken davranışsal kurumsal finans literatürü değerlendirilmiş ve elde edilebilir bir değişken olarak hizmet sektörü güven endeksi kullanılmıştır. Bu değişken ile ilgili önemli bir kısıt değişkenin 2011 yılı itibarıyla hesaplanıyor olmasıdır. Önceki dönemlere ilişkin veri elde edilemediğinden dolayı 2008-2009 küresel finansal kriz dönemi araştırma kapsamına alınamamıştır. Bu yetersizliklere rağmen çalışmanın yapılmasındaki amaç davranışsal kurumsal finans alanına bir şekilde turizm sektörünün de eklenerek bu alandaki duruma dikkat çekmektir.

Çalışmanın veri setini 8 adet turizm firmasının yıllık bilanço, gelir tablosu ve piyasa değeri verileri oluşturmaktadır. Bununla birlikte yönetici iyimserliğini temsilen hizmet sektörü güven endeksi verileri analize dahil edilmiştir. Bilanço ve gelir tablosu verileri Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)'ndan elde edilmiştir. Hizmet sektörü güven endeksi verileri ise Türkiye İstatistik Kurumu resmi internet sitesinden elde edilmiştir. Araştırma kapsamında kullanılan değişkenler Tablo 2'de gösterilmiştir.

**Tablo 2.** Araştırmada Kullanılan Değişkenler

Değişken	Simge	Tanım	Referans Çalışmalar
Yatırım Oranı (Sermaye Yatırımları)	CAPEX	(Maddi Duran Varlık <sub>t</sub> - Maddi Duran Varlık <sub>t-1</sub> +Amortisman)/Toplam Varlıklar	Glaser vd., 2008; Lin vd., 2012; Malmendier ve Tate, 2005 a; Chen ve Lin, 2012; Logjie ve Anfeng, 2017
Borçlanma Oranı	KVUVBA	(Kısa Vadeli Borç+Uzun Vadeli Borç)/Toplam Aktifler	Glaser vd., 2008; Lin vd. 2005; Chen ve Lin, 2012
Firma Değeri (Yatırım Fırsatları)	TOBINQ	(Piyasa Değeri+Toplam Varlıklar-Defter Değeri)/Toplam Varlıklar	Baker, Stein ve Wurgler, 2003; Chen ve Lin, 2012
Büyüme Fırsatları	PDDD	Piyasa Değeri/Defter Değeri	Malmendier ve Tate, 2005a; Chen ve Lin, 2012
Nakit Akışı	CASHO	Faiz, Vergi ve Amortisman Öncesi Kar/Özsermaye	Lin vd. 2005; Malmendier ve Tate, 2005b
Yönetici İyimserliği Ölçütü	HSGE	Hizmet Sektörü Aylık Eğilim Anketi	Ben-David vd., 2006; Oliver, 2005; Tomak, 2013; Mefteh ve Oliver, 2007

Tablo 2’de görüldüğü üzere araştırma kapsamında, hizmet sektörünün lokomotifi olan turizm sektörü firmalarının yöneticilerinin iyimserliklerini temsil etmek üzere, veri kısıtı göz önünde bulundurularak hizmet sektörü güven endeksi kullanılmıştır. İşyeri Eğilim İstatistikleri kapsamında hizmet sektörüne uygulanan aylık eğilim anketleri, 10’dan fazla çalışana sahip özel sektör girişim yöneticilerinin, girişimin mevcut duruma ilişkin değerlendirmelerini ve yakın gelecek için beklentilerini ölçmeyi hedeflemektedir. Hizmet sektörü eğilim anketi iş durumu, talep (iş hacmi), çalışan sayısı, satış fiyatları, mevcut kaynaklarda bir değişiklik yapılmadan faaliyeti arttırabilme durumu, faaliyeti kısıtlayan faktörler ve sabit sermaye yatırımı konularını kapsamaktadır. Endeksler, Avrupa Birliği (AB) tarafından yürütülen çalışmalarda kullanılan denge yöntemine göre hesaplanmaktadır. Bu yöntemde, sorulara pozitif cevap verenlerin yüzdesinden negatif cevap verenlerin yüzdesi çıkartılmakta ve elde edilen denge katsayısına 100 ilave edilerek her bir soru için yayılma endeksi hesaplanmaktadır. Sektöre ilişkin güven endeksi, endekse seçilen soruların yayılma endekslerinin aritmetik ortalamasıdır. Sektörel Güven Endeksleri 0-200 aralığında değer alabilmektedir. Endeksin 100’den büyük olması sektör yöneticilerinin mevcut ve gelecek döneme ilişkin iyimserliğini, 100’den küçük olması ise kötümserliğini göstermektedir (www.tüik.gov.tr).

#### 4. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ

Panel veri günümüzde dinamik ekonometrik modellerin tahmininde sıkça kullanılmaktadır. Dinamik panel veri modelleri tahminleri zaman içinde tek bir noktada bulunan gözlemleri tahmin etmediği, birimler arasındaki farklılıkları da dikkate aldığı için yatay kesit ve zaman serisi ile tahmin edilen statik panel veri modellerine göre daha avantajlıdır. Dinamik modeller hanehalkı tüketim harcamaları, firmaların faktör taleplerine göre düzeltilmiş maliyet modelleri ve ekonomik büyüme modelleri gibi modellerde olduğu üzere ekonomik ilişkilerin genellikle dinamik olmasından dolayı sıkça kullanılmaktadır. Bağımlı değişkenin gecikmeli değerinin bağımsız değişken olarak yer aldığı dinamik modellerde, her ne kadar bu değişkenin katsayısı doğrudan ilgi alanı olmasa da tutarlı katsayı parametreleri elde edebilmek için önemlidir (Bond, 2002: 1). Dinamik panel veri modellerindeki birim etki birim için dönem boyunca sabit olduğundan hem bağımlı değişken hem de bağımlı değişkenin gecikmesi olan bağımsız değişken, bu birim etkinin bir fonksiyonudur. Bu nedenle gecikmeli bağımlı değişken ile hata terimi korelasyonludur. Birim etkileri modelden dışlamak için Anderson ve Hsiao (1981) ilk fark dönüşümlerini kullanmayı önermiştir (Baltagi, 2005: 135-138).

Arellano ve Bond (1991), tutarlı fakat etkin olmayan Anderson ve Hsiao (1981) yöntemini birden çok araç değişken kullanarak geliştirmişlerdir. Araştırmacılar dinamik panel veri modellerinde geçerli tüm gecikmeli değerlerin araç değişken olarak kullanılabileceği yönündeki önerisiyle Genelleştirilmiş Momentler Yöntemini (GMM) geliştirmişlerdir. Daha sonra Arellano ve Bover (1995) ve Blundell ve Bond (1998) tarafından geliştirilen bu tahmin yöntemi günümüzde GMM ve Sistem GMM tahmincileri olarak kullanılmaktadırlar.

Araştırma kapsamında örneklem sayısının T’den fazla olması ve olası içsellik sorunu nedeniyle Arellano ve Bover (1995) ve Blundell ve Bond (1998) tarafından geliştirilen iki Aşamalı Sistem-GMM tahmin yöntemi ile analiz yapılmıştır. Bunun yanında küçük örneklem tahminlerindeki standart hatalar sapmalı olduğundan Windmeijer’in (2005) önerdiği dirençli



standart hatalar kullanılarak sapmasız tahminler elde edilmeye çalışılmıştır. Yatırım kararlarını etkileyen faktörlerin incelendiği model aşağıdaki gibidir:

$$CAPEX_{it} = \beta_0 + \beta_1 CAPEX_{t-1} + \beta_2 HSGE_{t-1} + \beta_3 X_{t-1} + \varepsilon_t$$

$$i=1,2,3,\dots,N \quad t=1,2,3,\dots,T$$

Burada  $i$  firmayı,  $t$  ise zamanı ifade etmektedir. Modeldeki  $t-1$  dönemlerini temsil eden değişkenler modele dinamik bir yapı kazandırmaktadır.  $CAPEX_{it}$  değişkeni  $i$  firmasının  $t$  dönemindeki yatırım oranını;  $CAPEX_{t-1}$  yatırım oranının  $t-1$  dönemi değerini göstermektedir. Bunun yanında  $HSGE_{t-1}$  değişkeni yönetici iyimserliğini temsilen hizmet sektörü güven endeksi değişkeninin  $t-1$  dönemi değerini ifade etmektedir.  $X_{t-1}$  ise modeldeki borçlanma oranı, pddd oranı, Tobin  $q$  oranı ve nakit akışının  $t-1$  değerlerini,  $\varepsilon_t$  hata terimini temsil etmektedir. Bu modelde ifade edilen ve firmaların yatırım oranlarını etkileyen faktörler ve bu faktörlerin yatırım modellerine dahil edildiği çalışmalar, değişkenlere ilişkin açıklamaların yer aldığı Tablo 2'de sunulmuştur. Dolayısıyla araştırma modelinin bu kısmı Tablo 2'de ki çalışmalar referans alınarak oluşturulmuştur.

## 5.BULGULAR

Araştırmanın bulguları turizm sektörü yatırım kararlarını belirleyen faktörlerin tanımlayıcı özellikleri ve model tahmin sonuçları olmak üzere iki başlıkta sunulmuştur.

### 5.1. Tanımlayıcı İstatistikler

Tablo 3'de değişkenlerin araştırma dönemindeki ortalama, standart sapma, minimum ve maksimum değerleri görülmektedir.

**Tablo 3.** Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Ortalama	Standart Sapma	Minimum	Maximum
CAPEX	0.036236	0.230770	-0.725733	0.717932
KVUVBA	0.417225	0.404999	0.0215141	1.665698
PDDD	0.479166	3.672726	-20	5
TOBİNQ	1.215834	0.704256	0.317243	3.596083
CASHO	0.175422	0.592263	-1.128283	2.793707
HSGE	101.8121	4.789124	94.01742	109.0949

Tablo 3'deki değerler incelendiğinde araştırma döneminde en yüksek yatırım oranına 2011 yılında Avrasya Petrol ve Turistik Tesisler AŞ'nin sahip olduğu görülmüştür. Bunun yanında Marmaris Altinyunus Turistik Tesisler A.Ş 2016 yılında hem en yüksek borçlanma düzeyine hem de en yüksek firma değerine sahiptir. Bu durum yatırımlar ve kaldıraç oranları arasındaki pozitif yönlü ilişkiye işaret etmektedir denilebilir. Yine Tablo 3'de aktarılan

tanımlayıcı istatistiklere göre, nakit akışları açısından en iyi durumda olan firmanın ise Metemtur Otelcilik ve Turizm İşletmeleri A.Ş olduğu görülmüştür.

Tablo 3'deki istatistiklere göre, yönetici iyimserliğini temsilen hizmet sektörü güven endeksinin 2011 yılında 100'ün üzerinde olduğu; 2016 yılında ise 100'ün altına düştüğü görülmektedir. Bu düşüşün nedeninin aynı dönemde yaşanan Rusya-Türkiye siyasi krizinin olabileceği değerlendirilmektedir. Çünkü Rusya, yaşanan siyasi krizle birlikte ekonomik yaptırımlar uygulamış ve Türkiye turizmi bundan ciddi anlamda olumsuz etkilenmiştir. Bunun yanında Türkiye'de yaşanan terör olayları ve AB Bölgesi'nde 2008 yılından itibaren yaşanan ekonomik durgunluk yönetici beklentilerini etkileyen olumsuz havanın önemli nedenleri olabilir. Tablo 4'de ise değişkenlerin korelasyon matrisi yer almaktadır.

**Tablo 4.** Korelasyon Matrisi

	CAPEX	KVUVBA	PDDD	TOBINQ	CASHO	HSGE
CAPEX	1.00000					
KVUVBA	-0.10882	1.00000				
PDDD	0.274744*	-0.25200*	1.00000			
TOBINQ	-0.06981	0.56114***	0.10610	1.00000		
CASHO	-0.12631	0.40050***	-0.46935***	0.15510	1.00000	
HSGE	0.02433	-0.17062	-0.19668	-0.02026	0.10430	1.00000

\*, \*\* ve \*\*\* sırasıyla 0.10, 0.05 ve 0.01 düzeyinde istatistiksel anlamlılıkları göstermektedir.

Tablo 4'de değişkenler arasındaki ilişkiler incelendiğinde, firmaların büyüme fırsatları ve yatırım oranları arasında pozitif ilişki olduğu görülmektedir. Bununla birlikte büyüme fırsatları ve borçlanma oranları arasında ise negatif ilişki görülmektedir. Bulgular, büyüme fırsatları söz konusu olan firmaların yatırım yaptıklarını, bununla birlikte firmaların büyüme fırsatlarının artması durumunda ise beklenenin aksine borçlanma oranlarının azaldığını göstermektedir. Değişkenler arası ilişkilerde firmaların yatırım fırsatları (firma değeri) ve borçlanma oranları arasında pozitif ilişki görülmektedir. Benzer şekilde nakit akışları ile borçlanma oranları arasında da pozitif ilişki vardır. Yani firmaların değeri arttıkça yatırım fırsatlarını değerlendirebilmek için borçlanmaktadırlar. Nakit akışları ile büyüme fırsatları arasındaki negatif ilişki ise firmaların nakit akışlarının artması durumunda büyüme fırsatlarının azaldığını göstermektedir. Diğer değişkenler arasında ise istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır.

## 5.2. Model Tahmin Sonuçları

İki aşamalı sistem GMM tahmin yöntemi ile elde edilen bulgular Tablo 5'de gösterilmiştir. İki Aşamalı Sistem-GMM tahmin sonuçlarından elde edilen bulgularda modelin anlamlılığını ifade eden Wald istatistiği sonucu modelin anlamlı olduğunu göstermektedir. Modelde Arellano ve Bond'un otokorelasyon testi sonuçları anlamsızdır ve bu bulgu modelde hem birinci mertebeden hem de ikinci mertebeden otokorelasyon sorunu olmadığını ifade etmektedir. Bununla birlikte araç değişkenlerin geçerliliğini test etmek için yapılan dirençsiz Sargan Testi anlamlı tespit edilirken; dirençli Hansen Testi ve dirençli Fark Hansen Testi

anlamsızdır. Bulgular modelin anlamlı olduğunu ve araç değişkenlerin geçerli olduğunu ifade etmektedir.

**Tablo 5.** Model Tahmin Sonuçları

Bağımsız Değişkenler	Bağımlı Değişken: Yatırım Oranı (CAPEX)	
CAPEX <sub>t-1</sub>	-0.4880896**	[0.207805]
KVUVBA <sub>t-1</sub>	0.0627377	[0.060268]
PDDD <sub>t-1</sub>	0.0109841*	[0.005628]
TOBINQ <sub>t-1</sub>	-0.0142602	[0.028035]
CASHO <sub>t-1</sub>	-0.0283928	[0.022917]
HSGE <sub>t-1</sub>	0.0004934***	[0.000149]
<b>Wald İstatistiği</b>		
	661.06***	
<b>AR1 Testi</b>		
	-0.68	
<b>AR2 Testi</b>		
	-1.18	
<b>Sargan Testi</b>		
	24.62**	
<b>Hansen Testi</b>		
	1.09	
<b>Fark Hansen Testi</b>		
	-0.32	
*, ** ve *** sırasıyla 0.10, 0.05 ve 0.01 düzeyinde istatistiksel anlamlılıkları göstermektedir. Parantez içindeki değerler düzeltilmiş standart hatalardır.		

Tablo 5’de yatırım modelinde firmanın yatırım oranının bir gecikmesinin firmanın t dönemindeki yatırımı üzerindeki negatif yönlü etkisi, beklenildiği şekilde yatırımların büyük sermaye gereksinimi dolayısıyla üstüste yatırıma izin vermediğini göstermektedir. Dolayısıyla turizm firmalarının yatırımları gerçekleştirirken beklenen nakit akışları gerçekleşmeden yeniden yatırım yapmalarının zor olduğunu söylemek mümkündür. Piyasa değeri defter değeri oranının bir gecikmesinin t dönemi yatırımları üzerinde pozitif yönde etkisi olması ise ancak büyüme fırsatlarına sahip firmaların yatırım yapabileceğini doğrulamaktadır. Elde edilen bulgu Ben Mohamed vd. (2014) ve Chen ve Lin (2012)’in bulgularını desteklemektedir. Bunun yanında hizmet sektörü güven endeksinin yatırımlar üzerinde pozitif yönlü etkisinin tespiti, iyimser yöneticilerin yatırımlarını artırdığını göstermektedir. Elde edilen bulgu Glaser vd. (2008), Chen ve Lin (2012), Hsu ve Hsiao (2008) ve Ben Mohamed vd. (2014) tarafından elde edilen bulguları desteklemektedir. Bununla birlikte firma değeri, borçlanma durumu ve nakit akışları gibi değişkenlerin yatırımlar üzerinde etkisinin tespit edilememesi, iyimser yöneticilere sahip firmalarda kararların bu tür rasyonel belirleyicilerle ilişkisinin olmadığını göstermektedir.

## 6. SONUÇ VE ÖNERİLER

Kurumsal finansal kararlara ilişkin geleneksel yaklaşımlar ve davranışsal yaklaşımlar arasındaki ayırım, davranışsal kurumsal finansın finansal kararları yönetici irrasyonelitesi

bağlamında ele almasıdır. Bu bilgi doğrultusunda kurumsal yatırım kararlarını davranışsal bir bakış açısı ile değerlendirmek çalışmanın temel amacıdır. Bu amaç doğrultusunda iyimserlik önyargısı ele alınmıştır. Çünkü iyimserlik önyargısının firmaların kurumsal yatırım kararlarını etkileyebilecek önemli davranışsal önyargılardan biri olduğu düşünülmektedir.

İyimserlik önyargısını temsil edebilecek değişken seçimi için davranışsal kurumsal finansa ilişkin çalışmalar genel olarak değerlendirildiğinde, hangi verinin yöneticilerin iyimserliğini en iyi şekilde temsil ettiğine dair kesin bir bilgi yoktur. Bunun yanında Malmendier ve Tate (2005a, 2005b)'nin kullandığı iyimserlik ölçütleri literatürde daha fazla test edilmiş olmakla birlikte; yöneticilere ait özellikler, firmaların bilanço verileri, yöneticilerin piyasa beklentilerine ilişkin değişkenler ve tüketici güven endeksinin de test edildiği görülmektedir. Türkiye’de veri elde etme gücüne bağlı olarak bu çalışmada yönetici iyimserliğini temsilen hizmet sektörü güven endeksi kullanılmıştır. Turizm sektörünün hizmet sektörünün önemli bir lokomotif olduğu göz önünde bulundurulduğunda en uygun değişkenin bu olduğuna karar verilmiştir.

Turizm sektörü kurumsal yatırım kararları üzerinde yönetici iyimserliğinin etkilerinin Sistem GMM yöntemiyle araştırıldığı bu araştırmanın sonuçları, yönetici iyimserliğinin yatırım kararlarını etkileyen önemli bir faktör olduğunu göstermiştir. Elde edilen bulgu yönetici iyimserliğinin artması durumunda yatırımların arttığını göstermektedir. Bunun yanında bulgular bilişsel önyargıların firmalar üzerinde etkili olduğuna dair literatüre katkı sağlamasının yanında, Türkiye’de konunun önemine dikkat çekebilir. Yönetici iyimserliğini temsilen yöneticilere yapılan hizmet sektörü eğilim anketleri, sektörü etkileyen siyasi, sosyal ve ekonomik koşullar çerçevesinde yöneticilerin verdiği cevapları içermektedir. Bu anlamda yöneticilerin beklentilerinin yatırım kararlarını pozitif yönde etkilemesi dikkat çekicidir. Çünkü özellikle son yıllarda yaşanan Suriye olayları, terör eylemleri, göçmen krizi, Rusya ile yaşanan gerilim ve Türkiye’nin jeopolitik konumuyla birlikte artan riskler araştırma dönemi içinde turizm sektörünü olumsuz etkilemiştir. Bu anlamda elde edilen bulgular yöneticilerin bu olumsuz durumların geçici olduğunu veya kontrol edilebilir olduğunu düşündüklerini göstermektedir. Bunun yanında büyüme fırsatlarının yatırım kararlarını pozitif yönde etkilemesi beklenen bir bulgudur. Çünkü büyüme fırsatları söz konusu olmayan firmaların yatırım yapması beklenemez. Ayrıca geçmiş dönem yatırım kararlarının mevcut yıldaki yatırım kararlarını negatif yönde etkilemesi ise yine beklenen bir sonuçtur. Çünkü yatırımlar önemli ölçüde nakit akışı gerektirdiğinden firmaların çok sık yatırım yapmaları beklenemez. Bundan sonra yapılacak araştırmalarda farklı davranışsal önyargıların kurumsal yatırım kararları üzerindeki etkileri incelenebilir. Böylelikle geleneksel yaklaşımların eksik yanları tamamlanarak daha sağlıklı değerlendirmeler yapılması mümkün olabilir.

## **KAYNAKLAR**

- Ahmed, A.S.- S. Duellman (2013), “Managerial Overconfidence and Accounting Conservatism”, *Journal of Accounting Research*, 51, pp.1-30.
- Anderson, T. W.- Hsiao, C. (1981), “Estimation of Dynamic Models with Error Components”, *Journal of the American Statistical Association*, 76, 375, pp.598-606.

- Arellano M.- Bond, S. (1991), “Some Tests of Specification for Panel: Monte Carlo Evidence and An Application to Employment Equations”, *Review of Economic Studies*, 58, pp.277-297.
- Arellano M.- Bover, O. (1995), “Another Look at the Instrumental Variable Estimation of Error-Components Models”, *Journal of Econometrics*, 68, pp.29-51.
- Baker, Malcolm, Stein, Jeremy- Wurgler C. Jeffrey (2003), “When Does The Market Matter? Stock Prices And The Investment Of Equity-Dependent Firms”, *Quarterly Journal Of Economics*, August, pp.969-1005.
- Baker, M.- Ruback, Richard S.- Wurgler, Jeffrey (2007), *Behavioral Corporate Finance: A survey*. Espen Eckbo (Ed.), In *The Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, New York: Elsevier/North Holland.
- Barros, L.- Silveira, A. (2007), “Overconfidence, Managerial Optimism and The Determinants of Capital Structure”, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=953273>.
- Ben-David, I.- Graham, John- Harvey, Campbell (2007), “Managerial Overconfidence and Corporate Policies”, NBER Working Paper, No.13711.
- Ben Mohamed, Ezzeddine- Fairchild, Richard- Bouri, Abdelfettah (2014), “Investment Cash Flow Sensitivity Under Managerial Optimism: New Evidence from NYSE Panel Data Firms”, *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*. 19, pp.11–18.
- Bulut, Esra (2017), *Davranışsal Kurumsal Finans Ekseninde Kar Payı Dağıtım Kararları: Borsa İstanbul Örneği*. Yayınlanmamış Doktora tezi. Trabzon: KTÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü
- Campbell, T. C.- Gallmeyer, M.- Johnson, S. A.- Rutherford, J.- Stanley, B. W. (2011), “CEO Optimism And Forced Turnover”, *Journal of Financial Economics*. 101, pp.695-712.
- Chen, I-Ju - Lin, Shin-Hung (2012), “Will Managerial Optimism Affect The Investment Efficiency of A Firm?”, *Procedia Economics and Finance*, 2, pp.73 – 80.
- Glaser, M., Schafers - P., Weber, M., (2008), “Managerial Optimism and Corporate Investment: Is the CEO Alone Responsible for the Relation?”, AFA 2008 New Orleans Meetings Paper. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=967649>.
- Goel, A. M. - Thakor, A. V. (2008), “Overconfidence, CEO Selection, and Corporate Governance”, *Journal of Finance*, 63, pp.2737–2784.
- Hackbarth, D. (2002), “Managerial Optimism, Overconfidence, and Capital Structure Decisions”, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=362740](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=362740) (15.12.2015).
- Hackbarth, D. (2008), “Managerial Traits and Capital Structure Decisions”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43, pp.843-882.

- Hackbarth, D. (2009), “Determinants of Corporate Borrowing: A Behavioral Perspective”, *Journal of Corporate Finance*, 15, 4, pp.389-411.
- Hall, Brian J. - Murphy, Kevin J. (2002), “Stock Options for Undiversified Executives”, *Journal of Accounting and Economics*, 33, pp.3–42.
- Heaton, J. B. (2002), “Managerial Optimism and Corporate Finance”, *Financial Management*, 31, pp.33-45.
- Hsu, Ai-Chi- Hsiao, Hsiao-Fen (2008), “Does Optimism Affect Corporate Investment? New Evidence From Taiwanese Panel Data”, *Corporate Ownership & Control*, 5, 2, pp.459-465.
- [https://ekonomi.isbank.com.tr/UserFiles/pdf/sr201704\\_turizm.pdf](https://ekonomi.isbank.com.tr/UserFiles/pdf/sr201704_turizm.pdf) (24.08.2017)
- <http://www.kultur.gov.tr/TR,96695/istatistikler.html> (24.08.2017)
- [http://www.tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt\\_id=1103](http://www.tuik.gov.tr/PreTablo.do?alt_id=1103) (15.07.2017).
- 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, pp.523–546.
- Lin, Y. H.- Hu, S. Y.- Chen, M. S. (2008), “Testing Pecking Order Prediction from the Viewpoint of Managerial Optimism: Some Empirical Evidence From Taiwan”, *Pacific-Basin Finance Journal*, 16, pp.160–181.
- Longjie, Xiao- Anfeng, Zhou (2017), “The Impact of Managers Overconfidence on Corporate Investment”, *International Journal of Social Science and Humanity*, 7, 2, pp.109-114.
- Malmendier, U.- Tate, G. (2005a), “CEO Overconfidence and Corporate Investment”, *Journal of Finance*, 60, pp.2661–2700.
- Malmendier, U.- Tate, G. (2005b), “Does Overconfidence affect Corporate Investment? CEO Measures Revisited”, *European Financial Management*, 11, pp.649-659.
- Mefteh, S.- Oliver B.R. (2007), “Capital Structure Choice: The Influence of Confidence in France”, Working Paper, pp.1-28.
- Oliver, B. R. (2005), “The Impact of Management Confidence on Capital Structure”. <http://ssrn.com/abstract=791924> (02.01.2016).
- Pahlavan, Mostafa- Dehghan, Mehdi (2016), “ Examine the effect of CEO optimism on Investment Sensitivity to Cash Flows: Evidence from Tehran Stock Exchange”, *International Journal of Economics and Management Studies*, 3, 3, pp.32-46.
- Rihab, Ben Atitallah- Lotfi, Ben Jedidia (2016), “Managerial Overconfidence and Debt Decisions”, *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 12, 4, pp.225-241.

- Roll, Richard (1986), “The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers”, *Journal of Business*, 59, 2, pp.197-216.
- Shefrin, H. (2001), “Behavioral Corporate Finance. *Journal of Applied Corporate Finance*”, 14, pp.113-124.
- Tatođlu, Ferda Y. (2013), *İleri Panel Veri Analizi: Stata Uygulamalı*. İstanbul: Beta Yayınları, 2. Baskı.
- Tomak, Serpil (2013), “The Impact of Overconfidence on Capital Structure in Turkey”, *International Journal of Economics and Financial Issues*, 3, 2, pp.512-518.
- Weinstein, N. D. (1980), “Unrealistic Optimism About Future Life Events”, *Journal of Personality and Social Psychology*, 39, 5, pp.806-820.
- Windmeijer, F. (2005), “A Finite Sample Correction Fort The Variance of Linear Efficient Two-Step GMM Estimators”, *Journal of Econometrics*, 126, 1, pp.25-51.
- Yan-Xi, Li- Min, Zhang (2012), “Empirical Study on Managerial Overconfidence and Corporate Investment Decisions-Based on The Differences of Manager’s Level”, *International Conference On Management Science& Engineering*, September 20-22.

