

Sermaye Yapısı Kararlarında Yönetmel İrrasyonallite Açılımı: Geleneksel Teorilerden Farklılaşan Davranışsal Bir Bakış Açısı

Öz

Semra BANK¹

"Firmaların sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörlerin neler olduğu" modern sermaye yapısı teorisinin başlangıcından itibaren finans literatürünün netleştiremediği bir konudur. Bununla birlikte, son yıllarda yapılmış olan bazı çalışmaların geleneksel bakış açısından farklılaşarak konuya davranışsal kurumsal finansman altında yeni bir yaklaşım getirmeye çalıştıkları görülmektedir. Sınırlı sayıda olan bu çalışmaların elde ettikleri bulgular bizleri sermaye yapısı kararları açısından yönetmel irrasyonallitenin varlığına ve yeni yönetmel-psikolojik ön yargıların araştırılması ihtiyacına götürmektedir. Bu amaçla mevcut çalışma, sermaye yapısı literatürüne ve en yeni yaklaşımlara ait sıralı ve toparlayıcı bir değerlendirme sunarak bir taraftan söz konusu yeni çalışmaların elde ettikleri sonuçlara ilişkin farkındalık sağlamayı; diğer taraftan, sermaye yapısı kararları alanında yapılacak gelecek araştırmalarda yönetmel irrasyonalliteye ilgiyi artırmayı amaçlamaktadır.

Anahtar Kelimeler: *Sermaye Yapısı Kararları, Davranışsal Kurumsal Finans, Yönetmel İrrasyonallite, Sermaye Yapısı Teorileri*

Insight on Managerial Irrationality in Capital Structure Decisions: A Behavioral Viewpoint Differentiating from Traditional Theories

Abstract

In finance literature, there is no consensus on the factors affecting the capital structure decisions of firms from modern capital structure theory on. However, we see that that some recent studies have endeavoured to bring a new approach differentiating from the traditional viewpoint, under the field of behavioural corporate finance. The findings of those studies, despite their limited number, lead us to the existence of managerial irrationality in terms of capital structure decisions and to the necessity of investigation for new managerial-psychological biases. Presenting a serial and collective evaluation related to the capital structure literature and the latest approaches, this study aims, on the one hand, to provide awareness in relation to the results of the mentioned latest studies, and on the other hand, to raise interest of researchers for future investigations on managerial irrationality in capital structure decisions.

Keywords: *Capital Structure Decisions, Behavioural Corporate Finance, Managerial Irrationality, Capital Structure Theories*

¹ Yrd. Doç. Dr., Karadeniz Teknik Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü, Kanuni Kampüsü,
sbank@ktu.edu.tr

1. Giriş

Bir firmanın iş kollarını kurmak ve genişletmek için ihtiyaç duyduğu sermayeyi yükseltme şeklini tanımlayan sermaye yapısı, esasen, firmanın finansman kararlarının sonucu olarak sürdürmüş olduğu çeşitli özvarlık ve borç sermayesi türlerinin bir karışımıdır (Niu, 2008:133). Söz konusu karışımında etkili olan faktörler ise, finans literatürünün henüz netleştiremediği bir olgudur. Bu kapsamda, Modigliani ve Miller (1958)'in "İlişiksizlik Teoremi"nden itibaren Ödünleşme Teorisi ve Finansal Hiyerarşi Teorisi gibi sermaye yapısına yönelik teorilerin "firmaların sermaye yapılarını nasıl seçtikleri" sorusunu farklı açılardan cevapladıkları; bir sonraki adımda, Titman ve Wessels (1988), Rajan ve Zingales (1995) ve Fama ve French (2002) gibi "sermaye yapısının belirleyicilerine" yönelik ampirik çalışmaların farklı teorik yaklaşımların geçerliliğini gözden çıkarmaya ya da doğrulamaya ve ayrıca yeni teorilerin gelişimine yardımcı oldukları tespit edilmektedir (Barros ve Silveira, 2007:6). Diğer taraftan, belirtilen çalışmaların, literatürde gerek teorik gerekse ampirik tabanlı birçok araştırmaya öncü oldukları; ancak; söz konusu araştırmaların ulaştıkları sonuçlardan belirgin çıkarımlara varmakta yaşanan güçlüğü, daha farklı bir bakış açısıyla, takip edilen yaklaşımların revizyon ihtiyacını doğurduğu dikkat çekmektedir. Davranışsal finansın ise, bu noktada, yeni bir araştırma alanı niteliğinde, geleneksel paradigmaya bir meydan okuyuş olarak ortaya çıktığı gözükmektedir. Daha açık bir ifadeyle, geleneksel anlamda, finansal ekonomistler, çalışmalarını acentaların/araçların tamamen rasyonel, çıkarıcı, beklenen fayda maksimizierleri olduğu varsayımına dayandırırken, araştırmacılar, yatırımcı ve yöneticilerin psikolojik ön yargılarının karar vermeyi ve finansal piyasalar ve şirketler bünyesindeki çıktıları etkileyebileceğinin giderek daha fazla farkına varmaktadırlar (Fairchild, 2007:1). Bu kapsamda; literatürde, Baker, Ruback, ve Wurgler (2004)'ün irrasyonel yöneticiler yaklaşımının yöneticilerin davranışsal ön yargılara sahip olduklarını varsaymakta olduğu ve bu varsayım altında kısıtlı da olsa bir kısım çalışmanın aşırı özgüven, aşırı iyimserlik, sınırlı rasyonellik, kısıtlı yönetim, çıpalama ve kayıptan kaçınma gibi davranışları yönetsel ön yargılar arasında gösterecek çeşitli finansal kararlarla ve yakın zamanlarda da sermaye yapısı kararları ile ilgili araştırmalar yaptıkları gözükmektedir (Baker ve ark., 2004:1-

2; Fairchild, 2007:10; Barros ve Silveira, 2007:6). Söz konusu çalışmaların elde ettiği sonuçlar ise bizleri daha önce ihmal edilen ve revizyon ihtiyacı doğuran kara kutuya götürmektedir: yönetsel irrasyonelite vardır ve kurumsal finansman kararlarında etkilidir.

Bu çalışma, sermaye yapısı ile ilgili mevcut literatürün gelişim sürecini aşamalı bir bakış açısıyla sunarak, davranışsal kurumsal finansman alanında yapılmış olan çalışmalara ve bu çalışmaların elde ettikleri güncel çıkarımlara ulaşmayı hedeflemektedir. Söz konusu amaç altında çalışma, bir taraftan sermaye yapısı literatürüne ait genel bir değerlendirme fırsatı oluşturmayı, bir taraftan da konu ile ilgili yeni araştırma alanlarına işaret etmeyi planlamaktadır. Dolayısıyla, mevcut çalışmada, öncelikle geleneksel sermaye yapısı teorilerine, sonrasında, bu teoriler temelinde araştırılan belli başlı sermaye yapısı belirleyicilerine ve nihayetinde ise sermaye yapısı ile ilgili geliştirilen yeni yaklaşımlara ve ampirik çalışmalara ilişkin aşamalı bir araştırma süreci takip edilmektedir.

2. Sermaye Yapısı Teorilerine Genel Bir Bakış

Literatürde firmaların sermaye yapılarına yönelik bir kısım teoriler geliştirilmiştir. Söz konusu teorilerden başlıcaları Modigliani-Miller Teorisi, Ödünleşme Teorisi, Temsil Maliyeti ve Asimetrik Bilgiye Dayalı Modeller, Finansal Hiyerarşi Teorisi ve Piyasa Zamanlaması Teorisi olmuştur. Bu kapsamda, modern sermaye yapısı teorisi Modigliani ve Miller'in 1958 yılında yapmış oldukları çalışma ile başlamaktadır (Harris ve Raviv, 1991:297). Modigliani ve Miller (1958) ilişiksizlik teoremi, modern kurumsal finansman teorisindeki en önemli ve muammalı konulardan biridir (Mondher, 2011:193). Sermaye piyasalarının, içerdeki ve dışarıdakilerin simetrik bilgiye sahip olmasına; işlem maliyeti, iflas maliyeti ya da bozucu vergilemenin olmamasına; öz varlık ve borç seçeneklerinin ilişiksiz olmasına ve içsel ve dışsal fonların tamamen ikame edilebilmesine imkan verecek şekilde etkin olduğunu varsayan Modigliani-Miller (1958), ilk teoremini herhangi bir firmanın piyasa değerinin sermaye yapısından bağımsız olduğu şeklinde geliştirmiştir (Modigliani ve Miller, 1958: 268; Niu, 2008:133). Daha açık bir ifadeyle, bu teorem, belirli bir yatırım düzeyinde borç ve özvarlık finansmanı tercihinin firma değerini etkilemediği koşullar belirtmiş ve optimal kaldıraç ora-

nının olmadığını ima etmiştir. İkinci Modigliani-Miller teoremi ise, benzer koşullar altında kar dağıtım politikasının da firma değerini etkilemediğini, bu nedenle optimal kar dağıtım oranının olmadığını göstermiştir (Pagano, 2005:7-8). İlerleyen yıllarda, Modigliani-Miller, söz konusu bu çalışmalarındaki bir hatayı düzeltmek için yayınladıkları bildirimde, modellerine faiz ödemelerinin vergiden indirilebilirliğini dahil ederek, borçlanmanın firma değerini yalnızca vergi muafiyetinin bugünkü değerinin büyüklüğüyle artırabileceğini göstermişlerdir (Modigliani ve Miller, 1963:433; Chen ve Hammes, 2004:3).

Modigliani ve Miller'in 1958 yılında yapmış oldukları çalışma, ilişkisizliği bir teori sorunu ya da ampirik bir sorun olarak çürütmeye çalışan önemli araştırmaları harekete geçirmiştir. Söz konusu araştırmalar Modigliani-Miller teoreminin değişik koşullar altında başarısız olduğunu göstermiş olup, bu konuda en yaygın olarak kullanılan elementler vergiler, işlem maliyetleri, iflas maliyetleri, temsil sorunları, ters seçim, finansman ve işlemler arasında ayrılabilirliğin olmaması, zamanla değişen finansal piyasa fırsatları ve yatırımcı müşterileri etkileri olmuştur (Luigi ve Sorin, 2009:316).

Ödünleşme teorisi, orijinal şekli Modigliani-Miller teoremi üzerindeki tartışmalardan ortaya çıkan bir teori olup (Luigi ve Sorin, 2009:316), bir firmanın optimal sermaye yapısının borcun vergi avantajları ve borçların iflas maliyetleri arasındaki ödünleşmenin sonucu olduğunu tartışmaktadır. Bu teori statik ve dinamik ödünleşme teorileri olmak üzere iki farklı şekilde incelenmektedir (Mefteh ve Oliver, 2007:4). Statik ödünleşme teorisine göre; bir firmanın optimal borç oranı, genelde, firmanın varlık ve yatırım planlarını sabit tutarak, borçlanmanın fayda ve maliyeti arasındaki ödünleşimle belirlenmektedir (Myers, 1984:577). Bu teoride firma, hedef bir borç-özvarlık oranı kurmakta ve aşamalı olarak ona doğru hareket etmektedir. Borç finansmanının özvarlık üzerinde önemli bir avantajı vardır: firmanın ödediği faizler özvarlık gelirinin kurumsal vergiye konu olması durumunda vergiden düşülebilmektedir. Fakat, borç, finansal riski de artırmaktadır ki bu risk, borçla finansman seçeneğini özvarlığa göre ucuzlaştırılmaktadır. Bundan dolayı, statik ödünleşme teorisinde, yöneticiler firmanın borç-özvarlık kararını borcun faiz vergi kalkını ve finansal sıkıntı maliyetleri arasındaki bir ödünleşim olarak dikkate

almaktadırlar (Niu, 2008:134). Dinamik ödünleşme teorisinde ise, doğru finansman kararı firmanın gelecek dönemden beklediği finansman marjine bağlıdır. Bazı firmalar fonlarını gelecek dönemde ödemeyi ümit ederken, diğerleri fonlarını yükseltmeyi ümit ederler. Fonlar yükseltilecekse, bu borç veya özvarlık şeklinde olabilir. Genel itibarıyla, firma bu eylemlerin bir kombinasyonunu üstlenmektedir (Luigi ve Sorin, 2009:317).

Myers ve Majluf (1984) ve Myers (1984)'ün Hiyerarşi Teorisi, varlıkları ve ilave özvarlık finansmanı gerektiren bir büyüme fırsatı olan bir firmayla başlamaktadır (Myers ve Majluf, 1984:187; Myers, 2003:239). Yönetimin potansiyel yatırımcılara göre firma değeri hakkında daha bilgili olduğunu varsayan Myers ve Majluf'a göre; yöneticiler sahip oldukları özel bilgiyi riskli menkul kıymetleri yüksek fiyatlandırıldıklarında ihraç etmek için kullanılmaktadırlar. Yatırımcılar ise bu asimetrik bilgi probleminin farkındadırlar ve yeni ihraçlar açıklandığında firmanın yeni ve mevcut riskli menkul kıymetlerine iskonto uygulamaktadırlar. Bununla birlikte, yöneticiler bu fiyat iskontolarını öngörmektedir ve yeni riskli menkul kıymetlerle finanse edilmesi gerekiyorsa karlı yatırımlardan vazgeçebilirler. Nihayetinde, yöneticiler, yatırım kararlarındaki bu bozulmayı önlemek için, asimetrik bilgi problemi içermeyen dağıtılmamış karlarla ve düşük riskli borçlarla projeleri finanse etmeyi tercih ederler (Fama ve French, 2002:3-4; Myers ve Majluf, 1984:187). Diğer taraftan, çalışmasında hiyerarşi teorisinin, doğru finansman tercihi ve bu tercihlerin hisse senedi fiyatları üzerindeki ortalama etkileri ile ilgili bilinenleri en az statik ödünleşme teorisi kadar açıklayabildiğini tartışan Myers (1984), riskli borç veya özvarlık ihraç etme maliyetlerinin ödünleşme modelindeki optimal kaldıraç belirleyen etkenlerden üstün geldiğini ileri sürmektedir. Sonuç ise hiyerarşidir. Buna göre; asimetrik bilgi maliyetlerini ve diğer finansman maliyetlerini minimize etmek için firmalar, yatırımlarını öncelikle dağıtılmamış karlarla, sonrasında risksiz borçlarla, sonrasında riskli borçlarla ve finalde (baskı altında) özvarlıkla finanse etmektedir (Fama ve French, 2002:4; Myers, 1984:576).

Temsil maliyetlerine dayalı teori bir firmanın sermaye yapısının borç ve özvarlık ihracı maliyetlerini kapsayan temsil maliyetleriyle belirlendiğini ileri sürmektedir. Jensen ve Meckling (1976)

temsil ilişkisini, bir veya daha fazla kişinin (temsil olunanlar) kendi adlarına bazı hizmetleri yürütmesi için diğler bir kişiyi (temsilci) çalıştırmasını mümkün kılan bir sözleşme olarak tanımlamakta ve ilişkinin her iki tarafının da fayda maksimizasyonu amacıyla olması durumunda, temsilcinin daima temsil olunanların çıkarlarına en uygun şekilde hareket etmeyeceğini ileri sürmektedir. Bu bağlamda, temsil maliyetleri, firmanın sahip ve yöneticileri arasındaki çıkar çatışmasından kaynaklanmaktadır. Jensen ve Meckling (1976) özvarlık ve borcun temsil maliyetlerinin analizleri altında iki tür çatışma tanımlamaktadır. İlk çatışma, yöneticilerin firmanın hisse senetlerinin %100'ünden daha azına sahip olması dolayısıyla ortaya çıkan hissedarlar ve yöneticiler arasındaki çatışmadır. Bu durumda, yöneticiler, kendilerinin kar artırıcı faaliyetlerinden sağlanan tüm kazancı elde edememekte, fakat bu faaliyetlerin tüm maliyetine katlanmaktadır. Örneğin; yöneticiler firma kaynaklarının yönetimine daha az çaba harçayabilir ve firma kaynaklarını kendi kişisel yararları için kullanabilirler. Yönetici bu faaliyetlerden sakınmanın tüm maliyetlerine katlanır fakat kazançların yalnızca bir kısmını elde eder. Sonuç itibarıyla, yöneticiler, firma değerinin maksimize edilmesinden çok bu uğraşılara ilgi gösterirler. Söz konusu etkisizlik ise, firmanın yöneticilerinin sahip olduğu özvarlık kısmının artırılmasıyla azaltılabilir. Diğler bir ifadeyle, yöneticinin firmadaki mutlak yatırımını sabit tutarak, firmanın borçla finanse edilen kısmını artırmak yöneticinin özvarlık payını artırır ve yönetici ve pay sahipleri arasındaki çatışmadan kaynaklanan kaybi azaltır.

İkinci çatışma, borç sözleşmesinin hissedarları standart altı yatırım yapmaya itmesinden ortaya çıkan, *borç verenler ve hissedarlar arasındaki çatışmadır*. Daha açık bir ifadeyle, borç sözleşmesi; bir yatırım büyük getiriler sağlıyorsa hissedarların kazancın çoğunu elde etmesini mümkün kılmaktadır; bununla birlikte, yatırım başarısız olursa, sınırlı sorumluluktan dolayı borç verenler sonuçlarına katlanmaktadır. Dolayısıyla, hissedarlar değerleri düşse bile çok riskli projelere yatırım yapmaktan fayda sağlayabilmektedirler. Ancak, bu tür yatırımlar borcun değerinde bir azalışa yol açmaktadır. Diğler taraftan, karsız yatırımların özvarlık değerinde meydana getirdiği kayıp, borç verenler sayesinde elde edilen öz varlık değerindeki kazançla daha iyi telafi edilebilmektedir. Hissedarlar söz konusu bu maliyeti borç verenlere yüklemekte-

dir ancak bunun için borcun, borç verenlerin hissedarların gelecekteki davranışlarını doğru bir şekilde tahmin ettiği durumda ihraç edilmesi gerekmektedir. Bu durumda, hissedarlar aksi durumlarda alacaklarından daha az borç almakta ve böylelikle, borcun ortaya çıkardığı değer düşürücü projelere yatırım yapma güdüsünün maliyeti borcu ihraç eden hissedarlar tarafından taşınmış olmaktadır. Genelde varlık ikame etkisi olarak adlandırılmakta olan bu etki, borç finansmanının bir temsil maliyeti olarak kabul edilmektedir (Harris ve Raviv, 1991:300-301; Jensen ve Meckling, 1976:5-10; Niu, 2008:134-135).

Sermaye yapısının *Piyasa zamanlaması teorisi* firmaların, özvarlık ihraçlarını, hisse senedi fiyatlarının aşırı değereleceği algılandığında yeni hisse senedi ihraç edilmesi; düşük değerlendirme olduğunda ise hisselerin geri satın alınması şeklinde zamanladıklarını tartışmaktadır. Dolayısıyla, hisse senedi fiyatlarındaki dalgalanmalar firmaların sermaye yapılarını etkilemektedir. Bu bağlamda, benzer sermaye yapısı dinamiklerine götüren iki tür özvarlık piyasa zamanlaması mevcuttur. Bunlardan ilki, ekonomik birimlerin rasyonel olduğunu varsaymaktadır. Bu teoride şirketlerin, firma yönetimi ve hissedarlar arasındaki asimetric problemi azaltan pozitif bir bilgi ibrasından sonra özvarlığı doğrudan ihraç ettiği varsayılmaktadır. Bilgi asimetricindeki azalış ise, hisse senedi fiyatındaki bir artışa denk düşmektedir. Bunun üzerine, firmalar, kendi zamanlama fırsatlarını oluşturmaktadırlar. İkinci teori ise, ekonomik birimlerin irrasyonel olduğunu varsaymakta ve irrasyonel yatırımcıları (ya da yöneticileri) ve zamanla değişen yanlış fiyatlandırmayı (ya da yanlış fiyatlandırma algılarını) kapsamaktadır. Bu teoriye göre; yöneticiler, özvarlığı, maliyetinin irrasyonel olarak düşük olduğuna inandıklarında ihraç ederler; yüksek olduğuna inandıklarında ise geri satın alırlar. Diğler taraftan, piyasa zamanlamasının bu ikinci türü, piyasanın fiilen etkin olmamasını ya da yöneticilerin hisse senedi getirilerini başarılı bir şekilde tahmin etmelerini gerektirmemektedir. Varsayım basitçe yöneticilerin piyasayı zamanlayabildiklerine inandıkları şeklindedir (Baker and Wurgler, 2002:27; Luigi ve Sorin, 2009:318-319). Dikkat edildiği üzere, açıklanan bu son teori, psikolojik ön yargıların kurumsal finansman kararları üzerinde etkili olabileceği yönünde yeni bir araştırma alanına işaret etmektedir. Bu paralelde, geleneksel sermaye yapısı teorilerinden farklı olarak, yöneltil irrasyonel-

naliteyi de dikkate alan yeni bir bakış açısına ihtiyaç duyulmaktadır. Ancak, bunun öncesinde, geleneksel sermaye yapısı teorilerine dayanarak sermaye yapısı kararlarında etkisi araştırılmış belli başlı faktörlere ve bu faktörleri araştırma konusu edinen öncü çalışmalara yer verilmesi, söz konusu bakış açısının gerekliliğinin ortaya koyulması açısından önem arz etmektedir.

3. Sermaye Yapısının Belirleyicileri

Literatürde sermaye yapısı belirleyicilerine yönelik bir çok ampirik çalışmanın yer aldığı, bu kapsamda, Titman ve Wessel (1988), Rajan ve Zingales (1995) ve Fama ve French (2002) gibi çalışmaların farklı teorik yaklaşımların ilişkisini doğrulamaya ya da geçersiz kılmaya yardım ettikleri ve yeni teorilerin gelişimine öncü oldukları gözükmektedir (Barros ve Silveira, 2007:6). Diğer taraftan, bazı çalışmaların ise, sermaye yapısı ile ilgili belli başlı geleneksel teorileri ve ampirik çalışmaları değerlendirdikleri dikkat çekmektedir. Söz konusu bu çalışmalardan biri olan Harris ve Raviv (1991)'e göre; mevcut çalışmalar genel olarak kaldıraçın sabit varlıklarla, borç dışı vergi kalkanı ile, büyüme fırsatları ile ve firma büyüklüğü ile arttığını; volatilité, reklam giderleri, araştırma ve geliştirme giderleri, iflas olasılığı, karlılık ve ürün benzersizliği/teklifi ile azaldığını kabul etmektedir (Barros ve Silveira, 2007:6; Frank ve Goyal, 2009:3; Harris ve Raviv, 1991:334;). Ancak, vurgulanması gereken bir husus mevcuttur ki; kriterler ve sermaye yapısı arasındaki ilişki tutarlı değildir; ampirik sonuçlar değişmektedir ve bir çok çalışmada da çelişmektedir (Niu, 2008:136). Bu paralelde, aşağıda, sermaye yapısının belirleyicileri olarak literatürde araştırma konusu olmuş ve çoğunlukla Titman ve Wessel(1988)'in ihtiva ettiği şekilde karlılık, firma büyüklüğü, gelecekteki büyüme fırsatları, varlık yapısı, borç dışı vergi kalkanı, varlıkların emsalsizliği, kazançlardaki volatilité ve endüstri sınıflandırması kriterleri sırasıyla açıklanmakta ve bu kriterler ile sermaye yapısı teorileri ilişkilendirilmeye çalışılmaktadır.

3.1. Karlılık

Teorik varsayımlar karlılık ve kaldıraç arasındaki korelasyon için tutarlı olmayan sonuçlar vermektedir. Bu bağlamda, hiyerarşi teorisine göre; karlılık ve borç düzeyi arasında ters yönlü bir ilişki vardır ve firmalar iç finansmanı dış finansmana

tercih etmektedir. Bu tercih, firmaları, yatırım fonları olarak öncelikle dağıtılmayan kazançları kullanmaya; dağıtılmayan kazançlar yetersiz olduğunda ise dış finansmana sevk etmektedir. Firmalar tahvil ve özvarlık arasında bir tercihle karşılaştıklarında ise, borç ihracını özvarlık ihracına tercih edeceklerdir. Dolayısıyla, karlı firmaların daha az borca sahip olmalarının beklenmekte olduğu (Niu, 2008:137) bu teoriye göre; yatırımlar ve kar payları sabit tutulduğunda, daha karlı firmalar her zaman daha az kaldıraçlı olacaktır (Fama ve French, 2002:4; Frank ve Goyal, 2009:14). Diğer taraftan, ödünleşme modellerinde bu ilişki tersinedir. Tüm diğer unsurlar sabitken, daha karlı firmalar iflas riskiyle daha az karşı karşıya kalmaktadır. Bu nedenle, bu firmaların beklenen iflas maliyetleri azalmakta ve bu firmalar daha kaldıraçlı bir yapıyı tercih ederek borcun sağlamış olduğu vergi kalkanından daha fazla istifade edebilmektedirler (Barros ve Silveira, 2007:7). Temsil maliyetleri bakış açısı ise, borcun sağlamış olduğu disiplinin karlı firmalar için daha değerli olduğunu çünkü bu firmaların muhtemelen ciddi serbest nakit akım problemlerine sahip olduklarını öngörmektedir. Diğer bir ifadeyle, borç, yöneticilerin inisiyatifile harcanacak nakit akımlarını azaltarak serbest nakit akımlarının temsil maliyetlerini azaltmaktadır (Frank ve Goyal, 2009:14; Jensen, 1986:324).

Karlılık ve sermaye yapısı arasındaki teorik ilişkinin kurulmasına yardımcı olan yukarıdaki açıklamalar paralelinde, ilgili değişkenleri dahil eden ampirik çalışmaların (Titman ve Wessels (1988), Rajan ve Zingales (1995) ve Frank ve Goyal (2009) gibi) araştırmalarında karlılık temsilcisi olarak Faaliyet Karı/Satışlar oranının, Faaliyet Karı/Toplam Varlıklar oranını ya da Varlık Getirisini kullandıkları ve karlılık ve kaldıraç arasında negatif bir ilişki tespit ettikleri dikkat çekmektedir.

3.2. Büyüklük

Firma büyüklüğünün, genel olarak, kaldıraçla pozitif ilişkili olduğu kabul edilmektedir. Buna göre; büyük firmalar genelde daha fazla çeşitlendirilmiştir ve daha durağan nakit akımlarına sahiptirler. Dolayısıyla, küçük firmalara kıyasla büyük firmalarda iflas olasılığı daha düşüktür (Niu, 2008:136). Bu nedenle, büyük firmaların küçük firmalardan daha kaldıraçlı olmaları beklenmektedir. Diğer taraftan, borca ve özvarlığa dayalı menkul kıymetleri ihraç etme maliyeti de firma büyük-

lülü ile ilişkilidir. Özellikle, küçük firmalar yeni hisse senedi ihraç etmek için büyük firmalara göre daha fazla; uzun vadeli borçlanma aracı ihraç etmek için ise kısmen daha fazla ödeme yapmaktadırlar. Bu durum, küçük firmaların büyük firmalardan daha kaldıraçlı olabileceğini ve uzun vadeli borçlanma aracı ihraç etmektense daha düşük sabit maliyetleri dolayısıyla kısa vadeli borç almayı tercih edebileceklerini öngörmektedir (Titman ve Wessels, 1988:6).

Yukarıdaki açıklamalar altında, büyük, daha fazla çeşitlendirilmiş firmaların daha düşük geri ödeme riski ile karşılaşmaları ve ayrıca, borç piyasalarında daha iyi itibara sahip olan eski firmaların borçlanma ile ilgili temsil maliyetlerinin daha düşük olması dolayısıyla, ödünleşme teorisi, daha büyük daha olgun firmaların nispeten daha fazla borca sahip olduklarını varsaymaktadır. Diğer taraftan, hiyerarşi teorisinin ise, genel olarak, kaldıraç ile firma büyüklüğü arasında ve kaldıraç ile firma yaşı arasında ters bir ilişki varsaydığı şeklinde yorumlanmaktadır (Frank ve Goyal, 2009:15).

Literatürde, büyüklük ve firma kaldıraç arasındaki pozitif ilişkinin birkaç istisna ile çoğunlukla doğrulandığı (Niu, 2008:136); firma büyüklüğü temsilcileri olarak ise, çoğunlukla satışların doğal logaritması, toplam varlıkların doğal logaritması ya da toplam iş hacminin doğal logaritmasının kullanıldığı dikkat çekmektedir.

3.3. Büyüme Fırsatları

Teorik çalışmalar genelde büyüme fırsatları ve kaldıraç arasında negatif bir ilişki olduğunu öngörmektedir. Buna göre; ilk olarak, yetersiz yatırım durumunda, büyüme fırsatları fazla olan firmalar mevcut borç bakiyelerinden dolayı net bugünkü değeri pozitif olan projelerden mahrum kalabilmektedir; çünkü, bu şekildeki yatırımlardan elde edilen getiriler pay sahiplerinden ziyade borç verenlere transfer edilecektir. Yönetimin büyüme amaçlarını takip etmesi durumunda ise, yönetim ve pay sahiplerinin çıkarları güçlü yatırım fırsatları olan firmalarda uyuma yönlü olmaktadır. İkinci olarak, firmaların yatırım fırsatlarının yetersiz olduğu aşırı yatırım durumunda, borcun yönetsel insiyatifin temsil maliyetlerini sınırladığı dikkat çekmektedir. Dolayısıyla, büyüme fırsatları fazla olan firmalar ilk etapta borç ihraç etmeyebilir ve büyüme fırsatları ve kaldıraç arasında ters bir iliş-

kinin olması beklenmektedir (Niu, 2008:137). Diğer taraftan, büyüme finansal sıkıntı maliyetlerini artırmakta, serbest nakit akım problemlerini azaltmakta ve borçla ilgili temsil maliyetlerini artırmaktadır. Ayrıca, büyüyen firmalar çıkar sahiplerinin ortak yatırımına daha büyük bir değer yatırmaktadır. Bu nedenle, ödünleşme teorisi büyümenin kaldıraç azalttığını varsaymaktadır. Hiyerarşi teorisi ise, daha fazla yatırımları olan firmaların (karlılığı sabit tutarak) her zaman daha fazla borçlanması gerektiğini vurgulamaktadır. Dolayısıyla, büyüme fırsatları ve kaldıraç hiyerarşi teorisine göre pozitif ilişkilidir (Frank ve Goyal, 2009:15).

Rajan ve Zingales (1995) gibi literatürdeki birçok araştırma büyüme fırsatları ve kaldıraç arasındaki negatif ilişkiyi doğrulamıştır. Büyüme fırsatlarının temsilcisi olarak ise, daha çok Varlıkların PD/ Varlıkların DD oranı kullanılmakla birlikte, Sermaye Giderleri / Toplam Varlıklar, Toplam Varlıklardaki Yüzdesele Değişim oranları da tercih edilen oranlar arasında yer almaktadır.

3.4. Maddi Duran Varlık Oranı

Stoklar, makine ve donanımlar gibi maddi duran varlıklar kredilerde teminat olarak kullanılabilir ve bu işlemleri kredi verenler açısından daha az riskli hale getirebilmektedirler (Barros ve Silveira, 2007:7). Bu bağlamda, firmadaki maddi duran varlık büyüklüğü daha düşük faizle banka kredileri alınmasına ve borç verenin borcun temsil maliyetinden zarar görme riskinin düşürülmesine yardımcı olmaktadır. Borçlar maddi duran varlıkların teminatıyla güvence altına alınabildiğinden, firmanın varlık ikamesi ile uğraşma imkanı güvenceli borçların büyüklüğüyle azaltılmaktadır (Niu, 2008:136). Diğer taraftan, firma dışındakiler için maddi duran varlıkların değerlendirilmesi maddi olmayan duran varlıklara göre daha kolaydır ve bu durum beklenen sıkıntı maliyetlerini düşürmektedir (Frank ve Goyal, 2009:18). Sonuç olarak, daha düşük beklenen sıkıntı maliyetleri ve daha az borçla ilgili temsil problemleri maddi duran varlık ve kaldıraç oranları arasında pozitif bir ilişki öngörmektedir (Frank ve Goyal, 2009:18). Hiyerarşi teorisi ise, bu konuda zıt yönlü varsayımlarda bulunmaktadır. Buna göre; maddi duran varlıklara ilişkin düşük bilgi asimetrisi özvarlık ihraçlarını daha az maliyetli yapmaktadır. Dolayısıyla, maddi duran varlık oranı daha yüksek olan firmalarda kaldıraç oranları daha düşük olmalıdır. Ancak, ters se-

çimin firmanın zaten yatırım yapmış olduğu menkul ve gayrimenkullerle ilgili olması durumunda, maddi duran varlık oranı ters seçimi artırmakta ve daha fazla borçlanmaya yol açmaktadır (Frank ve Goyal, 2009:18).

Literatürde Rajan ve Zingales (1995) ve Frank ve Goyal (2009) gibi ampirik çalışmalar maddi duran varlık oranı ve kaldıraç arasındaki pozitif ilişkiyi desteklemiş olup maddi duran varlık oranı temsilcisi olarak Sabit Varlıklar/Toplam Varlıkların DD oranını veya Maddi Duran Varlıklar/Varlıklar oranını kullanmışlardır.

3.5. Borç Dışı Vergi Kalkanı

Yüksek vergi oranları borcun faiz vergisi faydasını artırmaktadır. Bu bağlamda, ödünleşme teorisi daha yüksek faiz vergisi kalkanı avantajı sağlayabilmek için firmaların vergi oranları yükseldiğinde daha fazla borç ihraç edeceğini varsaymaktadır (Frank ve Goyal, 2009:19). Amortisman ve yatırım vergisi kredilerine yönelik vergi indirimi ise, borç dışı vergi kalkanları olarak adlandırılmaktadır. DeAngelo ve Masulis (1980) borç dışı vergi kalkanlarının borç finansmanının vergi faydasının ikamesi olduğunu ve daha büyük borç-dışı vergi kalkanlı firmaların, diğer unsurlar sabitken, daha az borç kullanmalarının beklendiğini tartışmaktadır (DeAngelo ve Masulis, 1980:26-27; Huang ve Song, 2006:19). Bu tartışmalar altında, Titman ve Wessels (1988), borç dışı vergi kalkanının borç oranları üzerinde bir etkisi olduğunu destekleyen sonuçlar elde etmemiştir. Ancak, Huang ve Song (2006) gibi bir çok ampirik çalışma bu varsayımı doğrulamıştır. Literatürde borç dışı vergi kalkanı temsilcileri olarak ise, genellikle Yatırım vergi kredileri/Toplam varlıklar oranı ve/veya Amortisman/Toplam varlıklar oranı kullanılmaktadır.

3.6. Emsalsizlik

Emsalsiz bir endüstride yer alan firmalar daha fazla uzmanlaşmış iş gücüne sahiptir; bu durum finansal sıkıntı maliyetlerinin artmasına ve nihayetinde daha az borçlanmaya yol açmaktadır. Bu firmalar, emsalsiz varlıklarını büyük miktarlardaki satış, genel ve yönetim giderleri ve AR-GE giderlerinden korumak için daha az borç alacaktır (Frank ve Goyal, 2009:18). Bu bağlamda, Titman (1988), borç düzeyinin bir firmanın iş kolunun emsalsiz-

liğiyle negatif ilişkili olduğunu tespit etmiş olup, AR&GE Giderleri/Satışlar, Satış Giderleri/Satışlar gibi oranları emsalsizliğin göstergeleri olarak kullanmıştır (Titman ve Wessels, 1988:5-17).

3.7. Volatilite

Kazançlarında yüksek volatiliteye sahip olan firmalarda, kazanç seviyesinin borç servitahhütünün altına düşmesi riski daha fazladır. Bu durum, firmaları, borcun ödenmesinde yüksek maliyetli fonlar düzenlemeye zorlayabilir ya da ekstrem bir durumda iflasa götürebilir. Ancak, özvarlıkla finanse edinilmesi durumunda, firmalar, finansal sıkıntı dönemi boyunca kar payı ödemekten vazgeçebilirler. Bu durum, kazanç volatilitesi yüksek olan firmaların asgari düzeyde borçlanacağını ve dış finansman tercihleriyle karşılaştıklarında özvarlığı borca tercih edeceklerini göstermektedir. Dolayısıyla, volatilite ve kaldıraç arasında ters bir ilişki beklenmektedir. Bununla birlikte, finansal sıkıntı döneminde meydana gelen potansiyel maliyet firmaların kredi verenleriyle yakın ilişki içinde olmaları halinde azaltılabilmektedir.

Literatürde, satış gelirlerinin standart sapması, toplam varlıklarla ölçeklendirilen faaliyet nakit akışının birinci farkının standart sapması, faaliyet karındaki yüzdesel değişimin standart sapması ve varlıkların getirisinin (aktif karlılık) standart sapması gibi oranlar volatilite ölçümünde kullanılmaktadır (Niu, 2008:137).

3.8. Endüstri Koşulları

Kaldıraç oranlarının endüstriler arasında oldukça değişim gösterdiği iyi bilinmektedir. Söz konusu bu duruma ilişkin olarak ise, olası birkaç yorumlama getirilebilmektedir: İlk yorum, yöneticilerin endüstri medyan kaldırıcını kendi firmalarının kaldırıcını tasarladıkları bir kıyas olarak kullanabildikleri yönündedir. Böylelikle, endüstri medyan kaldırıcısı çoğu kez hedef sermaye yapısının bir temsilcisi olarak kullanılmaktadır. İkinci yorum ise; endüstri etkilerinin ihmal edilen faktörler haricinde bir korelasyon grubunu yansıttığı yönündedir. Belirli bir endüstrideki firmalar finansman kararlarını etkileyen ortak güçlerle karşılaşmaktadırlar. Bu güçler ürün piyasası etkileşimlerini ya da rekabet yapısını ve ayrıca, varlık türlerindeki, iş riskindeki, teknolojideki ya da mevzuattaki en-

düstri heterojenliğini yansıtabilmektedir (Frank ve Goyal, 2009:17).

Frank ve Goyal (2009)'un endüstri değişkenleri olarak dikkate almış olduğu endüstri medyan büyümesi ve endüstri medyan kaldırıcı kapsamında değerlendirildiğinde; ödünleşme teorisi, endüstri medyan büyümesindeki yükselişin daha az borçlanmaya yol açacağını; buna karşın, endüstri medyan kaldırıcındaki yükselişin daha fazla borçlanmaya yol açacağını varsaymaktadır. Pür hiyerarşi açısından ise, endüstri, firmanın finansman açıklarının bir temsilcisi olarak hizmet ettiği ölçüde önem taşımaktayken; piyasa zamanlaması teorisi açısından, endüstri, yalnızca, değerlemelerin belirli bir endüstrideki firmalar arasında ilişkili olması halinde önem taşımaktadır (Frank ve Goyal, 2009:17).

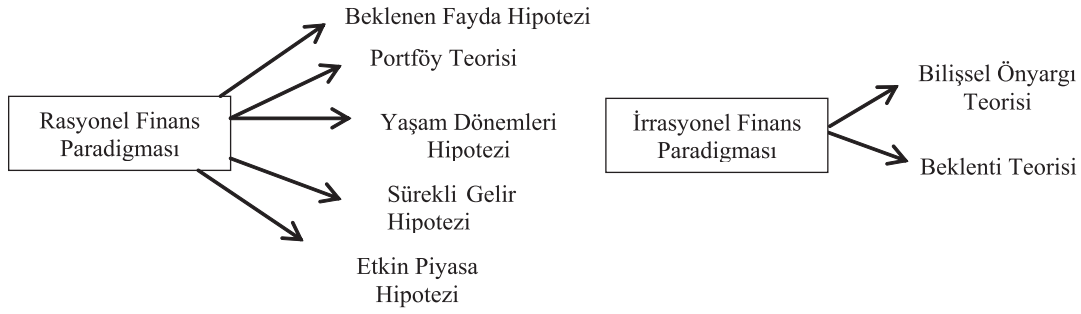
4. Geleneksel Sermaye Yapısı Belirleyicilerine Yönelik Bir Değerlendirme: Davranışsal Önyargıların Ortaya Çıkışı

Sermaye yapısı literatürü incelendiğinde, geleneksel sermaye yapısı teorilerinin bir sonraki adımda sermaye yapısının belirleyicilerine dair farklı ampirik çalışmaların yapılmasını teşvik ettikleri ve bu çalışmalar kapsamında da genel olarak yukarıda özetlenmeye çalışılan faktörlerin araştırıldığı görülmektedir. Söz konusu çalışmalar arasında Titman ve Wessels (1988), Rajan ve Zingales (1995), Fama ve French (2002), Frank ve Goyal (2003), Frank ve Goyal (2009)'un öne çıkan çalışmalar oldukları dikkat çekmektedir. Bu paralelde, Titman ve Wessels (1988)'in borçlanma düzeyinin özellikle firmanın iş hattının teklifiyle negatif ilişkili olduğunu tespit ettiği ve borç dışı vergi kalkanının, teminat değerinin, volatilitenin ya da gelecekteki büyümenin borçlanma oranları üzerinde bir etkisi olduğunu desteklemediği görülmektedir. İkinci olarak Rajan ve Zingales (1995)'in; maddi duran varlık oranının araştırma kapsamındaki tüm ülkelerde (G-7) kaldıraçla daima pozitif ilişkili, PD/DD oranının tüm ülkelerde negatif kat-sayı ve çoğunlukla anlamlı, firma büyüklüğünün Almanya hariç kaldıraçla pozitif ilişkili ve karlılığın yine Almanya hariç tüm ülkelerde kaldıraçla negatif ilişkili ve Fransa'da ekonomik olarak anlamsız olduğunu tespit ettiği dikkat çekmektedir. Fama ve French (2002) ise; daha karlı ve daha az yatırımları olan firmaların daha yüksek kar payı

ödediklerini; daha karlı firmaların ise daha az kaldıraçlı olduklarını ortaya koymuştur. Çalışmaya göre; daha fazla yatırımları olan firmalar daha az piyasa kaldıraçlıdır ve daha düşük uzun vadeli kar payı ödemelerine sahiptir, ancak kar payları yatırımdaki kısa vadeli değişime uyum sağlamak için değişmemektedir. Hiyerarşi modelinin varsaydığı gibi, yatırım ve kazançlardaki kısa vadeli değişim çoğunlukla borçla absorbe edilmektedir. Diğer taraftan, Frank ve Goyal (2003), 1950-2000 yılları arasında ABD'deki finansal olmayan halka açık şirketlerin kaldıraç kararlarında 39 faktörün nisbi önemini incelediği çalışmada, en güvenilir faktörler olarak medyan endüstri kaldırıcı (kaldıraç üzerinde (+) etkili), iflas riski (kaldıraç üzerinde (-) etkili), firma büyüklüğü (+), kar payı ödemesi (-), maddi olmayan duran varlıklar (+), PD/DD oranı (-) ve teminat (+) faktörlerini tespit etmiştir. Bir sonraki aşamada, Frank ve Goyal (2009), 1950'den 2003 yılına kadar halka arz edilmiş Amerikan firmalarının sermaye yapısı kararlarında birçok faktörün nisbi önemini inceledikleri çalışmada, piyasa kaldıraçını açıklayan en güvenilir faktörlerin medyan endüstri kaldırıcı (kaldıraç üzerinde (+) etkili), PD/DD oranı (-), maddi duran varlık oranı (+), kar (-), varlıkların logaritması (+) ve beklenen enflasyon (+) olduklarını belirtmiştir. Ayrıca, çalışmada kar payı ödeyen firmaların daha düşük kaldırıma sahip olmaya eğilim gösterdiklerine dikkat çekilmiştir.

Yukarıdaki açıklamalar itibariyle değerlendirildiğinde; sermaye yapısı kararlarına yönelik literatürde yer almakta olan ampirik çalışmaların sermaye yapısı belirleyicilerine dair net bir karara varmadıkları hatta bazı faktörlerde çelişkiye düştükleri tespit edilmektedir. Bu durum, konunun daha farklı bir bakış açısıyla irdelenmesi ihtiyacını ortaya çıkararak, yeni ampirik çalışmaların yapılmasına yol açmıştır. Esasında, geleneksel olarak, çalışmalarını acentaların/aracıların tamamen rasyonel, çıkarıcı, beklenen fayda maksimizasyonu yapan bireyleri olduğu varsayımına dayandıran finansal ekonomistlerden farklı olarak, araştırmacılar, yatırımcı ve yöneticilerin psikolojik önyargılarının karar vermeyi ve finansal piyasalar ve şirketler bünyesindeki çıktıları etkileyebileceğinin giderek daha fazla farkına varmışlardır. Sonuç itibariyle de, yeni bir araştırma alanı olarak davranışsal finans, geleneksel paradigmaya bir meydan okuyuş olarak ortaya çıkmıştır (Fairchild, 2007:1).

Şekil1. Finansal Yönetimdeki Ana Paradigmalar



Kaynak: Jurevicienė ve Ivanova, 2013:54.

Esasında, son yarım yüzyılda finansal teorinin geçirmiş olduğu devrimler dikkate alındığında bu meydan okuyuşun ortaya çıkışı daha net biçimde görülebilmektedir. Bu bağlamda, finansal teorideki ilk devrim, 1960'lardaki Finansal Varlık Fiyatlandırma Modeli (FVFM) ve Etkin Piyasa Teorisi ile ve 1970'lerdeki Zamanlararası FVFM Modeli ve Arbitraja Dayalı Opsiyon Fiyatlandırma Teorisi ile başlayan neoklasik devrimdir. İkinci devrim ise, finansal piyasalardaki volatilitenin kaynaklarına yönelik sorularla, çeşitli anomalilerin keşfedilmesi ile ve Kahneman ve Tversky'nin 1979'daki beklenti teorisini ve psikologların diğer teorilerini finansal teoriye dahil etmeye yönelik girişimlerle 1980'lerde başlayan davranışsal devrimdir (Shiller, 2006:1-2). Finansal teorideki bu iki devrim Şekil 1'de gösterildiği üzere iki temel paradigma altında toplanabilmektedir: **Rasyonel Finans Paradigması** (Geleneksel Finans Paradigması) ve **İrrasyonel Finans Paradigması** (Davranışsal Finans).

Rasyonel finans paradigması insanoğlunun ekonomik kararlarının sonucunu tanımlayan çok sayıda teoriyi bünyesinde barındırmaktadır: Beklenen Fayda Hipotezi (Von Neumann-Morgenstern (1944)), Portföy Teorisi (Markowitz (1952)), Yaşam Dönemleri Hipotezi (Modigliani ve Brumberg (1954)), Sürekli Gelir Hipotezi (Friedman (1957)), Etkin Piyasa Hipotezi (Fama (1970)). Tüm bu teorilerin kilit varsayımı ekonomik bir insanın faaliyetlerinin rasyonel olduğu ve ana amacının kar maksimizasyonu olduğudur (Jurevicienė ve Ivanova, 2013:54). Bu bağlamda, Markowitz (1952) (Portföy Teorisi), Sharp (1963), (1964) ve Lintner (1965) (FVFM) ve Fama (1970) (Etkin Piyasa Hipotezi) öncülüğünde ortaya koyulan geleneksel analiz bulguları altında geliştirilen standart yaklaşım; bir hisse senedinin piyasa değerinin temel değeri ile uyumlu olması gerektiğini ve finansal pi-

yasaların yeni bir bilgiye hızlı bir biçimde tepki göstermesi gerektiğini ileri sürmektedir. Dolayısıyla, bu vurgudan fiyatların tesadüfi yürüyüş gösterdiği (haberlerin tesadüfi geldiği ve pay fiyatlarına hemen dahil edildiği varsayımı altında) ve hiçbir yatırımcının aldığı riskle tutarlı olan getirinin üstünde (normalüstü) bir getiriyi sürekli olarak kazanamayacağı şeklinde iki çıkarıma ulaşılabilmektedir (Fairchild, 2007: 2).

Bununla birlikte, daha önce ifade edildiği üzere, ampirik olarak gözlenen finansal piyasa anomalilerinin standart görüşle uyumsuz olduğu ve bu anomalilerin davranışsal finansın gelişimini teşvik ettiği dikkat çekmektedir (Fairchild, 2007: 2). Davranışsal finans, psikoloji-sosyoloji-finans arasındaki disiplinlerarası etkileşimle oluşmaktadır ve bu alan yatırımcıların muhakeme kalıplarını, sahip olunan duygusal süreçleri ve söz konusu kalıpların karar verme sürecini etkileme düzeyini de dikkate alarak, açıklamaya ve kavratmaya çalışmaktadır (Ricciardi ve Simon, 2000:27). Hisse senedi piyasasındaki birçok anomaliyi (Ocak ayı etkisi gibi), spekülative piyasa balonunu (1999'daki perakende internet hisse çılgınlığı) ve kırılmasını (1929 ve 1987) açıklayabilen davranışsal finansın finansal piyasalar üzerine çalıştığı ve insan perspektifinden finans ve yatırımın ne olduğunu, niçin ve nasıl olduğunu açıklamaya çalıştığı gözükmektedir (Ricciardi ve Simon, 2000:27). Genel itibarıyla, davranışsal finansa iki önemli husus ön plana çıkmaktadır: **Bilişsel Psikoloji ve Arbitraj Kısıtı**. **Bilişsel psikoloji**, insan davranışını şekillendirdiği düşünülen biliş veya zihinsel süreçlere yönelik bilimsel çalışmadır ve modern davranışsal finans teorisi, geleneksel finans teorisinden farklı olarak, yatırımcı kararlarının bazı bilişsel yanlısalmalara konu olduğunu ileri sürmektedir. **Arbitraj kısıtına** ilişkin bakış açısı ise, her koşul altındaki arbitraj etkinliğini öngörmektedir. Bu bağlam-

da, davranışsal finans, bazı bireysel yatırımcıların özel tercihlerinden ya da hatalı inanışlarından dolayı tamamıyla rasyonel olmadıklarını ve Etkin Piyasa Hipotezi'nin tüm bu koşulları açıklayamadığını tespit ederken; finansal piyasaların bilgi ile alakalı belirli durumlarda etkin olmadığını ve bu etkinliğin yatırımcıların psikolojik ön yargılarıyla açıklanabildiğini varsaymaktadır (Park ve Sohn, 2013: 8).

Şekil 1'de, belirtilen açıklamalara paralel olarak, irrasyonel finans paradigması altında gösterilen Bilişsel Ön yargı Teorisi ve Beklenti Teorisi davranışsal finans alanını temsil eden iki önemli teori olarak gözükmektedir (Jureviciene ve Ivanova, 2013:54). Esasında, bilişsel ön yargı 1970'li yılların başlangıcında, Amos Tversky ve Daniel Kahneman tarafından insanların sistematik fakat muhakeme ve karar problemlerine karşı hatalı olduğu varsayılan tepki kalıplarını açıklamak için tanıtılmıştır (Wilke ve Mata, 2012: 531). Bu kapsamda, Tversky ve Kahneman (1974)'de yargısal hevristiklere güvenmekten kaynaklanan bilişsel ön yargılara yer verilmekte ve bu ön yargılar iyiye yorma ya da ödülleri ve para cezaları yoluyla kararların bozulması gibi güdüsel etkilere dayandırılmamaktadır. Davranışsal finansın gelişiminde en önemli katkıyı sağlayan çalışmalardan biri olan Tversky ve Kahneman (1974), söz konusu çalışmada belirsizlik altında muhakeme yapmakta kullanılan üç hevristik tanımlamaktadır:

a) Temsil edilebilirlik, genelde, insanlardan bir A nesnesinin ya da olayının B sınıfı ya da sürecine ait olma olasılığını değerlendirmeleri istenildiğinde kullanılmaktadır. Bu kısayola göre; A B'yi yüksek derecede temsil ediyorsa, A'nın B'den kaynaklanma olasılığının yüksek olduğuna karar verilmekte; A B'ye benzemiyorsa, A'nın B'den kaynaklanma olasılığının düşük olduğuna karar verilmektedir.

b) Olayların ya da senaryoların mevcudiyeti, genelde, insanlardan bir sınıfın frekansını ya da belirli bir gelişmenin olabilirliğini değerlendirmeleri istenildiğinde kullanılmaktadır. Mevcudiyet frekansın veya olasılığın değerlendirilmesinde kullanılan bir ipucudur, çünkü büyük sınıflara ait olaylar düşük frekanslı sınıflara ait olaylardan genelde daha iyi ve daha hızlı hatırlanmaktadır. Bununla birlikte, mevcudiyet frekans ve olasılık dışındaki faktörlerden de etkilenmektedir ve nihayetinde,

mevcudiyet kısayolu, öngörülebilir ön yargılara yol açabilmektedir.

c) Çıpa ayarlaması, genelde, ilgili değer mevcut olduğu sayısal tahminde kullanılmaktadır. Birçok durumda, insanlar tahminlerini nihai cevaba ulaşmak için düzeltilen bir başlangıç değerinden başlayarak yapmaktadırlar. Başlangıç değeri ya da başlangıç noktası problemin formülasyonundan önerilebilmekte ya da kısmi bir hesaplama sonucu olabilmektedir, ancak, her iki durumda da düzeltmeler genellikle yetersiz olmaktadır. Bir başka ifadeyle, farklı başlangıç noktaları ilk değerlere eğilimli olan farklı tahminler getirmektedir. Tversky ve Kahneman (1974) bu fenomeni çıpalama olarak adlandırılmaktadır.

Tversky ve Kahneman (1974)'e göre; tanımlanan hevristikler oldukça ekonomik olup, genelde etkilidirler, ancak, sistematik ve öngörülebilir hatalara yol açmaktadırlar. Dolayısıyla, bu hevristikleri ve bunların yol açtıkları ön yargıları daha iyi anlamak belirsizlik durumundaki muhakeme ve kararları geliştirebilecektir. Diğer taraftan, 1979 yılındaki ikinci bir çalışmada Kahneman ve Tversky, risk altında açıklayıcı bir karar verme modeli olarak beklenen fayda teorisinin bir kritiğini yapmış ve "**beklenti teorisi**" olarak adlandırılan alternatif bir model geliştirmiştir. Deneyler ve ampirik araştırmalar yaparak Kahneman ve Tversky (1979), insanların kazanç ve kayıpları farklı dikkate aldığını, kayıpların yatırımcılar üzerinde kazançlardan daha büyük duygusal etki bıraktığını belirtmiştir (Jureviciene ve Ivanova, 2013: 55). Kahneman ve Tversky (1979), bu modelde, nihai varlıklardan ziyade kazanç ve kayıplara değer verilmekte olduğunu ve olasılıkların karar ağırlıkları ile yer değiştirdiğini ifade etmiştir. Çalışmada değer fonksiyonunun kazançlarda normalde konkav, kayıplarda yaygın şekilde konveks ve kayıplarda kazançlara göre genelde daha dik olduğu; karar ağırlıklarının ise, düşük olasılık aralığında hariç olmak üzere, karşılık gelen olasılıklardan genelde daha düşük olduğu vurgulanmıştır. Ayrıca, Kahneman ve Tversky (1979), beklenti teorisinin, tercih sürecinde iki aşamaya ayrıldığına, ilk aşamanın düzenleme aşaması ve ikinci aşamanın değerlendirme aşaması olduğuna da dikkat çekmiştir. Buna göre; düzenleme aşaması sunulan beklentilerin ön analizinden oluşmaktadır ve genelde söz konusu beklentilerin daha basit bir temsilini sağlamaktadır. İkinci aşamada ise, düzenlenen beklentiler değer-

lendirilmekte ve en yüksek değerli beklenti seçilmektedir.

Bilişsel Ön yargı Teorisi ve Beklenti Teorisi üzerinden yapılan açıklamalara ilave olarak, davranışsal finansın en önemli savunucularından olan Hersh Shefrin'in 2000 yılındaki çalışmasında, davranışsal finans, psikolojinin finansal davranışa-katılımcı davranışına uygulanması olarak tanımlanmakta ve davranışsal finans savunucularının birkaç psikolojik fenomenin tüm finans alanına hakim olduğunu tartıştıkları belirtilmektedir. Söz konusu fenomenleri Shefrin (2000) üç maddede sıralamaktadır:

1- Hevristik kaynaklı ön yargılar: Davranışsal finans katılımcıların veri işlemek için hevristik olarak adlandırılan baş parmak kuralını uyguladıklarını kabul etmektedir. Örn: "Geçmiş performans gelecek performansın en iyi tahmincisidir, bu nedenle 5 yıllık kaydı en iyi olan yatırım fonuna yatırım yapılmalıdır". Ancak, geleneksel finans katılımcıların veriyi işlerken uygun ve doğru istatistiksel araçları kullandıklarını varsaymaktadır.

2- Çerçeve Bağımlılığı: Katılımcıların risk ve getiri algıları karar problemlerinin nasıl çerçevelendirildiğinden oldukça etkilenmektedir. Ancak, geleneksel finansa göre; katılımcılar tüm kararları şeffaf, objektif risk-getiri merceği vasıtasıyla incelemektedir.

3- Etkin Olmayan Piyasalar: Davranışsal finans hevristik kaynaklı ön yargıların ve çerçeveleme etkilerinin piyasa fiyatlarının temel değerlerinden sapmasına yol açtığını ileri sürmektedir. Geleneksel finansa göre ise, piyasalar etkindir ve etkinlik ile, her bir menkul kıymetin fiyatının, bir kısım katılımcının hevristik kaynaklı ön yargılar ve çerçeve bağımlılığı altında olması durumunda bile, temel değeri ile örtüşmesi kastedilmektedir.

Davranışsal finansa yönelik belirtilen bu açıklamalar ekseninde, geleneksel paradigmadan farklılaşan davranışsal finansın kurumsal finansman uygulamasına da yönelik önemli çıkarımlarının mevcut olduğu gözükmektedir (Shefrin, 2001:2). Kurumsal finansman, esas olarak, yöneticiler ve yatırımcılar arasındaki etkileşimi ve bu etkileşimin firma değeri üzerindeki etkilerini tanımlamaktadır (Nguyen ve Schüßler, 2013:187). Değere dayalı yönetim uygulaması ile şekillendirilen kurumsal

finansmanın geleneksel yaklaşımı ise üç kavrama dayalıdır: Rasyonel davranış, FVFM ve etkin piyasalar. Daha önce ifade edildiği üzere, davranışsal finans destekçileri psikolojik faktörlerin geleneksel paradigmanın bu üç bileşeni ile çatıştığını tartışmakta olup; psikolojik olayların karar vericileri rasyonel şekilde hareket etmekten alıkoyduğunu, menkul kıymet risk primlerinin tamamen menkul kıymet betalarıyla belirlenmediğini ve piyasa fiyatlarının temel değerlerle sürekli çeliştiğini savunmaktadır (Shefrin, 2001:2). Bu paralelde, davranışsal finans alanındaki analizlerin çoğu, yönetsel rasyonelliği kabul ederek, yatırımcı ön yargılarının finansal piyasalar davranışı üzerindeki etkisine odaklanmıştır. Nispeten yeni bir yaklaşım, psikolojik ön yargıların kurumsal finansman kararları üzerindeki etkilerini analiz eden davranışsal kurumsal finansmanı dikkate almaktadır. Bu bağlamda, Baker, Ruback ve Wurgler (2004) davranışsal kurumsal finansman alanında iki yaklaşım tanımlamaktadır: a) irrasyonel yatırımcılar yaklaşımı (yönetsel rasyonelliği kabul ederek) b) irrasyonel yöneticiler yaklaşımı (yatırımcıların rasyonelliğini kabul ederek). İrrasyonel yatırımcılar yaklaşımı, menkul kıymetler piyasasındaki arbitrajın etkin olmadığını ve bu nedenle fiyatların çok yüksek ya da çok düşük olabileceğini varsaymaktadır. Bu yaklaşıma göre; rasyonel yöneticiler bu yanlış fiyatlandırmaları algılamakta ve yanlış fiyatlandırmadan istifade eden ya da daha fazla teşvik eden kararlar vermektedirler. Söz konusu bu yöneticilerin kararları, kısa dönemli firma değerini maksimize edebilir, ancak, fiyatlar temel değeri yansıttığında, daha düşük uzun dönemli değerlere yol açabilmektedirler. İrrasyonel yöneticiler yaklaşımı ise, davranışsal kurumsal finansmanın ikinci yaklaşımıdır ve yöneticilerin davranışsal ön yargılara sahip olduklarını varsaymakta, ancak, yatırımcıları rasyonel olarak ele almaktadır (Baker, Ruback ve Wurgler, 2004:1-2; Fairchild, 2007:1). Bu bağlamda, aşırı özgüven, aşırı iyimserlik, sınırlı rasyonellik, kısıtlı yönetim, çıpalama ve kayıptan kaçınma gibi davranışlar yönetsel ön yargılar arasında gösterilebilmektedir. Her ne kadar ilgili literatür sermaye yapısı kararlarından çok yatırım değerlendirilmesine odaklansa da; bu alanda daha kısıtlı olan yönetsel ön yargılar ve sermaye yapısı kararlarına yönelik araştırmaların çoğunlukla aşırı güven ve aşırı iyimserlik ön yargıları üzerine yoğunlaştığı dikkat çekmektedir (Fairchild, 2007:10; Barros ve Silveira, 2007:6). Ancak, Fairchild (2007), Statman ve Caldwell (1987)'nin yatırım

değerlendirme kararlarında yöneticilerin karşılaşmış olduğu ön yargılara yönelik olan ve yöneticilerin yatırımcıların karşılaşmış olduğu ön yargıların çoğunu gösterdiklerini ortaya koyan çalışmasına atıfta bulunarak, pay alım-satımına ve fiyatlandırmaya ilişkin yatırımcı irrasyonelliği modellerini yatırım değerlendirme ve sermaye yapısı kararlarına ilişkin yönetsel irrasyonellik modellerine genişletmenin nispeten doğru bir yaklaşım olabileceğini belirtmiştir. Ayrıca, Fairchild (2007)'e göre; Statman ve Caldwell (1987)'de tanımlandığı şekilde yatırım değerlendirme kararlarındaki yönetsel ön yargıların finansman kararlarına genişletilmesi de olasıdır. Fairchild (2007)'nin ileri sürmüştüğü bu görüş, ilgili literatür için önemli bir araştırma alanı açmakta ve yapılacak olan yeni çalışmalar için bir dayanak noktası teşkil etmektedir. İzleyen bölüm, Fairchild (2007)'yi doğrular nitelikte literatürde sermaye yapısı kararları üzerinde etkisi tespit edilmiş olan belli başlı davranışsal ön yargılara dair açıklayıcı bilgiler sunmaktadır.

4.1. Aşırı Özgüven ve İyimserlik

Aşırı özgüven, bireylerin gerçekte olduklarından daha iyi olduklarına inanmaları şeklinde tanımlanmaktadır. Daha genel olarak, insanların kendi bilgi ve becerilerini ve/veya elde edebildikleri bilginin niteliği ve kesinliğini fazla tahmin etme eğilimiyle de ilgili olabilen aşırı özgüven, bazı bilişsel ön yargılarla yakından ilişkilidir ki, bunlardan biri iyimserlik ön yargısıdır. Burada kişinin mutlaka aşırı özgüvenli olmasına gerek yoktur; fakat en azından belirli senaryoların ya da planlanan eylemlerin pozitif sonucuna inanmaktadır. İyimserliği bir kimsenin kendi yeteneğine olan inancına bağlamak ise, aşırı özgüvene yol açabilmektedir (Barros ve Silveira, 2007:3; Everts, 2007:9; Nguyen ve Schübler, 2013:187).

Aşırı özgüven ve iyimserlik ön yargılarının kurumsal kararlara yönelik çıkarımları, yakın bir geçmişte davranışsal finans araştırmacıları tarafından araştırılmaya başlanmıştır. Bazı araştırmalar konuya dışarıdaki aşırı özgüvenli yatırımcılarla etkileşim kuran rasyonel yöneticiler açısından yer vermekte olup, söz konusu süreç, yöneticilerin kendi bilişsel ön yargılarına odaklanan ve bu ön yargıların yöneticilerin yatırım ve finansman kararlarını nasıl etkileyebileceğini anlamaya çalışan az sayıdaki analizi de ortaya çıkarmıştır. Psikolojik ve davranışsal literatürde, iyimserlik

genelde, arzu edilen olayların meydana gelme olasılığı ile ilgili abartılı bir pozitif algılamayla ve eş zamanlı olarak, arzu edilmeyen olayların meydana gelme olasılığının düşük tahminiyle ilişkilendirilmektedir. Aşırı özgüven ise, bireyler için mevcut olan bilginin (gelecek olasılıklarla ilgili işaretler) nitelik/kalite ve kesinliğinin aşırı/fazla tahminiyle, ya da aynı doğrultuda, belirsizlik içeren süreçlerin volatilitésinin düşük tahminiyle ilişkilendirilebilmektedir (Barros ve Silveira, 2007:5). Aşırı özgüven ve iyimserlik teknik olarak farklı olmasına rağmen, iki ön yargı finans literatüründe sıklıkla aynı şeyi ifade etmek için kullanılmaktadır (Gervais, 2010:417). Bu kapsamda, literatürdeki bir kısım çalışmaların bu iki ön yargı arasında bir ayrım yapmaya, bir kısım çalışmaların ise söz konusu ön yargılar için ortak bir temsilci kullanmaya yöneldiği dikkat çekmektedir. Örneğin, Gervais, Heaton ve Odean (2003) optimizmi, arzu edilen olayların olabirliğinin gerçekte olduğundan daha fazla görülmesi şeklindeki inanış; aşırı özgüveni ise sahip olunan bilginin kesinliğinin gerçekte olduğundan daha fazla görülmesi şeklindeki inanış olarak tanımlarken; Barros ve Silveira (2007), yönetsel iyimserlik/aşırı özgüven için, esasen yöneticinin girişimci olması ya da olmaması (örneğin; yönetici firmanın kurucusu ya da kiralanmış bir yöneticisiyse) durumuna dayalı olan farklı temsilciler önermiş ve iyimser bir kişinin aşırı özgüvenli olmaya; aşırı özgüvenli birinin de iyimser bir kişi olmaya eğilim göstereceğine dikkat çekerek, iyimserlik ve aşırı özgüven temsilcilerinin her bir ön yargıyı ayrı ayrı yansıtmasına genelde gerek olmadığını ifade etmiştir. Yöneticilerin, firmalarının büyüme ve riskini algılayış şekilleri haricinde, her hususta rasyonel olduklarını varsayan Hacbarth (2008) ise, optimistik yöneticilerin kazanç büyüme oranını fazla tahmin ettiklerini (büyüme algısı ön yargısı), aşırı özgüvenli yöneticilerin ise kazanç riskini düşük tahmin ettiklerini (risk algısı ön yargısı) vurgulayarak her iki ön yargı arasındaki ayrıma işaret etmiştir.

Aşırı özgüven ve iyimserlik ön yargılarına yönelik araştırmalar genel itibarıyla yöneticilerin bu ön yargılara sahip olduklarını desteklemekte ve sermaye yapısı kararlarına ilişkin tespitler oluşturabilmektedir. Bu çalışmalardan, Heaton (2002) yönetsel iyimserliğe ve bunun serbest nakit akımlarının fayda ve maliyetiyle ilişkisine odaklanmıştır ve çalışmada iki hakim özelliğin ortaya çıktığını belirtmiştir. Buna göre; ilk olarak, iyimser yö-

neticiler sermaye piyasalarının firmalarının riskli menkul kıymetlerini düşük değerlendirdiğine inanmaktadırlar ve bu yöneticiler dış kaynaklardan finanse edilmesi gereken net bugünkü değeri pozitif projeleri kaçırabilmektedirler. İkinci olarak ise, iyimser yöneticiler kendi kurumsal projelerini olduğundan fazla değerlendirmektedirler ve pay sahiplerine sadık kaldıklarında bile net bugünkü değeri negatif olan projelere yatırım yapmayı isteyebilirler. Söz konusu bu sonuçlar, asimetrik bilgi ya da (rasyonel) temsil maliyeti teorilerine başvurmaksızın, serbest nakit akımları ile ilgili bir düşük yatırım-fazla yatırım ödünleşimini vurgulamakla birlikte, nihayetinde, firmanın yatırım projelerine fon sağlamak için öncelikle içerden oluşturulan kaynakları, ikinci olarak borçlanma araçlarını ve son olarak yeni hisse senedi ihracını tercih edeceği tespitine ulaştırmaktadır. Dolayısıyla, çalışmaya göre; tüm diğer unsurlar sabitken bu hiyerarşi tipi davranış yöneticinin daha fazla iyimser olması durumunda daha fazla söz konusu olacaktır (Barros ve Silveira, 2007:6; Heaton, 2002:33-43). Benzer bir varsayımla, Malmendier ve Tate (2004), yönetsel aşırı özgüvenin kurumsal yatırım aksaklıklarının sebebi olabileceğini tartıştığı çalışmada, yatırımın nakit akımlarına duyarlılığı ve yönetici aşırı özgüveni arasında güçlü bir pozitif ilişki tespit etmiştir. Barros ve Silveira (2007), davranışsal bir perspektiften firmaların sermaye yapılarının belirleyicilerini inceledikleri çalışmada, spesifik olarak, optimistik ve/veya aşırı özgüvenli insanlar tarafından yönetilen firmaların, diğer şartlar değişmeden, diğer firmalara göre daha kaldıraçlı finansman yapılarını tercih edecekleri hipotezini araştırmışlardır. Çalışmada elde edilen ampirik sonuçlar belirtilen bilişsel ön yargılara ait temsilcilerin sermaye yapısının önemli belirleyicileri olduğunu güçlü bir şekilde ileri sürmüştür. Çalışmada, ayrıca, firmaların kurumsal yönetim standartlarını yansıtan bazı göstergelerin yanı sıra karlılık, büyüklük, kar payı ödemesi ve duran varlık oranı değişkenleri ilgili açıklayıcı değişkenler olarak tespit edilmiştir. Diğer taraftan, Hackbarth (2008), teorik olarak, iyimser ve/veya aşırı özgüvenli yöneticilerin daha yüksek borç seviyelerini tercih ettiği ve daha sık yeni borç ihraç ettiği fakat bir hiyerarşi izlemeye gerek duymadığı sonucuna ulaşmıştır. Ben-David, Graham ve Harvey (2013) ise, yöneticilerin ciddi bir şekilde hatalı kalibrasyonlu¹ olduğunu ve hatalı kalibrasyon-

lu yöneticileri olan firmaların daha agresif kurumsal politikalar izlediğini (daha fazla yatırım yapmak ve daha fazla borç finansmanını kullanmak) tespit etmiştir.

Yukarıda belirtilen çalışmaların geliştirdikleri modeller ve ileri sürmüş oldukları tespitler kapsamında değerlendirildiğinde, davranışsal teorilerin yöneticilerin iyimserlik ve aşırı özgüven düzeylerinin borç/özvarlık tercihlerini önemli ölçüde etkileyebileceğini güçlü bir şekilde ileri sürdüğü ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle, bu ön yargıları potansiyel sermaye yapısı belirleyicileri arasında değerlendirmek doğru bir yaklaşım olacaktır.

4.2. Kayıptan Kaçınma

Yeni oluşmaya başlayan bir literatür kayıptan kaçınma ön yargısının yöneticinin finansman kararlarının önemli bir belirleyicisi olduğunu ileri sürmektedir. Psikolojik çalışmalar zarardan kaçınmanın insanların riski aşırı tahmin etmelerine, tahminlerle ilgili daha belirsiz olmalarına ve azledilme olasılığını azaltmak için bu ön yargıyı daha güvenli olarak görmelerine yol açtığını belirtmektedir (Azouzi ve Jarboui, 2012:51). Söz konusu çalışmalardan, Helliar, Power ve Sinclair (2005), yöneticilerin karar verme süreçlerinde görünüşte irrasyonel olup, istatistiksel çıktılara yoğunlaşmaktan ziyade basit hevrestiklere mi odaklandığını tespit etmek için İngiltere'deki riske yönelik yönetsel tutumları incelemiştir. Araştırma sonuçları, riski incelemeye yönelik psikolojik yaklaşımı desteklemekte ve belirli yönetsel kararlardaki görünür irrasyonelliği açıklamaya yardımcı olabilmektedir. Söz konusu araştırmada, kayıptan kaçınmanın sıklıkla karar vericilerin zihinlerinde ön planda yer aldığı dikkat çekmiştir. Konu ile ilgili son çalışmalardan Azouzi ve Jarboui (2012) ise, davranışsal bir açıdan firmaların sermaye yapılarının belirleyicilerini incelediği araştırmada, sermaye yapısı tercihindeki ana nedenin CEO duygusal ön yargısı (iyimserlik, kayıptan kaçınma ve aşırı özgüven) olduğunu açıklamıştır. Söz konusu bu ilişkiyi incelemek için Bayezyen ağ yöntemini kullanan Azouzi ve Jarboui, finansman opsiyonlarının davranışsal analizinin hiyerarşi seçiminin varlığını vurguladığını ortaya koymuştur. Daha açık bir ifadeyle,

kendi tahminlerinin doğruluğunu aşırı/yüksek tahmin ederler ya da riskli süreçlerin varyansını düşük tahmin ederler (Ben-David, Graham ve Harvey, 2013:2).

1 Bir tür aşırı özgüven şeklindedir. Hatalı kalibrasyonlu kişiler

CEO (iyimser, zarardan kaçınan ve aşırı özgüvenli) projelerini öncelikle iç sermayeden, ikinci olarak borçlanmayla ve son olarak özvarlıkla finanse etmeyi tercih etmektedir.

Yukarıda da ifade edildiği üzere, literatürde kayıptan kaçınma ve sermaye yapısı tercihinine yönelik oldukça kısıtlı sayıda çalışma yer almaktadır. Ancak, bu çalışmalar zarardan kaçınma ön yargısının sermaye yapısı belirleyicileri arasında daha ileri düzeyde araştırmalar yapılmasına olanak sağlayacak derecede ilk bulguları elde etmiştir.

4.3. Çıpalama

Çıpalama, standart tercihlerden ayrılma değil, Bayesian inanışlardan bir sapmayı ifade etmektedir. Çıpalamada, kişi potansiyel bir isteğe bağlı başlangıç noktasına istinaden ayarlama yaparak inanışları şekillendirmektedir ve ön yargı, nihai inanışın bu çıpaya; bu çıpanın yetersizliğini yansıtmayan bir ayarlamaya olan yanlılığıdır (Baker ve Wurgler, 2011:10). Esas olarak, çıpalama ve ayarlama hevristiği tahmin yapmayı kolaylaştırma stratejisini tanımlamaktadır: oldukça kabaca bir başlangıç değeriyle başlamak ve nihai cevap için onu yukarı ya da aşağı yönlü ayarlamak. Ancak, ayarlamalar sıklıkla yetersizdir ve sistematik hatalarla sonuçlanmaktadır. Bu kapsamda, tam olarak farklı başlangıç noktaları kullanan aynı sorunun farklı tahminlere yol açması ve bunların her birinin ilgili başlangıç noktasına doğru ön yargılı olması söz konusu olabilmektedir. Dolayısıyla, çıpalama hevristiğini uygulamak sistematik olarak çarpıtılmış karar çıktılarını teşkil eden bilişsel bir ön yargıya yol açmaktadır. Diğer taraftan, gözlenen çıpa etkilerine yönelik yaygın bilişsel açıklamalar, bir taraftan ayarlama sürecinin oldukça erken bitişinden kaynaklanan yetersiz ayarlamaya; diğer taraftan çıpa-uyumlu bilginin geliştirilmiş bir erişilebilirliğine vurgu yapmakta olup, her iki durumda da sistematik bir çarpıklığın karar çıktısını etki altında bıraktığı dikkat çekmektedir (Serfas, 2011:430-431).

Çıpalama ve referans noktaları aşırı özgüvenle kıyaslandığında eşit derecede merak uyandıran psikolojik temeller olup, kurumsal finansta davranışsal etkilerin tanımlanmasında bazı ampirik avantajlar sunmakta ve firmada özel bir ilgi teşkil etmektedirler. Bir firma yöneticileri ve çalışanları, firma ve müşterileri, alacaklı, bir konsorsiyum

içinde kendine ayrılan borç tahvillerini satmayı, satılmayanları da satın almayı üstlenen bankaları,, hissedarları ve diğer çıkar sahipleri arasındaki açık ya da gizli sözleşmelerin toplamı olarak ele alındığında, söz konusu tarafların müzakerelerde referans noktaları oluşturduklarını ve çeşitli tarafların memnuniyetini ex post belirlediklerini düşünmek doğaldır (Baker ve Wurgler, 2011:53). Yönelimsel çıpalama ise, yöneticilerin karar vermede belirli bir nümerik referans noktasına (nesnel verilerin aksine) aşırı önem vermeye olan eğilimlerini ifade etmektedir. Yöneticiler nesnel olarak karar verme süreci ile daha ilgili olan bilgileri dikkate almaktan ziyade, bu nümerik çıpaya dayalı kararlar verebilirler. Bu eğilim yöneticilerin irrasyonellik işaretleri ya da kendi çıkarlarını firma çıkarlarının üstünde tutabilme davranışları sergilemelerine yol açabilmekte ve dolayısıyla firmaların yönelimsel çıpalamayla ilgili ek maliyetlere katlanmalarına neden olabilmektedir (Huang, Padmanabhan ve Zhang, 2012:2).

Davranışsal karar verme literatürü, yönelimsel çıpalamanın gerek hissedarlara zarar veren kararlara yol açtığına dair, gerekse belirsizlik altında yatırım kararlarını potansiyel olarak etkileyebileceğine dair bulgular sunmaktadır (Huang, Padmanabhan ve Zhang, 2012:8-9). Bu paralelde, literatürdeki bir kısım çalışmalar, çıpalama ön yargısı ve sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi incelemektedir. Söz konusu çalışmalardan Karaa (2011), nispeten küçük firmalarda çıpalama kavramı altında peşin hükümlü bir ön yargı olarak varsayılabilen "Asla borç almam" şeklindeki sabitleştirilmiş fikrin ya da yaygın inanışın etkilerini incelemiş olduğu çalışmada, yapay bir veri seti kullanarak, şirketin karlılığını, hissedarların servetini ve maliyetli zaman kayıplarını etkileyen borçlanmada bu ön yargının etkisini açık bir şekilde göstermiştir. Buna göre; çıpalama ön yargısı ya da sabit bir fikir taşıyan yöneticinin gelecek beklentileri ve böylelikle yeni projelere yatırım kararlarını şekillendirmesi, beklentilere bağlı tahminler yoluyla firmanın hatalar yapmasına yol açabilmektedir. Çıpalama ön yargısı beklenen getirileri azaltabilmekte/şişirebilmektedir ve sermaye yapısını ya da sermaye bütçeleme şeklini şekillendirebilmektedir. Ön yargılı bir algılama altında, basitçe ortak kararlar ve nihayetinde hissedarların serveti etkilenmektedir. Soufani, Tse, Cole ve Aboulamer, (2012) ise, yöneticilerin göstermiş olduğu davranışsal ön yargı olarak çıpalama ile bu yöneticilerin borç/özvarlık ih-

racı kararları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çıpalama ön yargısı için PD/DD oranları, yöneticilerin elde tuttuğu payların satış oranı, vade bitim tarihlerinden önce yöneticilerce elde tutulan hisse senedi opsiyon kullanımı, hisse geri satın alımları, hisse senedi getirileri, tahvil getirileri, 52 haftalık pay fiyat yükselişleri ve son özvarlık ihracındaki pay fiyatları ve son borç ihracı şeklindeki temsilcilerce işaret etmiş olan çalışma, çıpalamanın borcun ya da firmalarca benimsenen sermaye yapısı bileşiminin değişim seviyelerini yeterli derecede açıklayıp açıklamadığını araştırmıştır. Bu bağlamda, çalışma, Toplam Borç/Toplam Varlıklar ya da Uzun Vadeli Borç/Toplam Varlıklar olarak tanımlanmış olduğu kaldıraç önceki yılın PD/DD oranının, önceki yılın hisse geri satın alımlarının, önceki yılın hisse senedi getirilerinin, önceki yılın vadeye kadarki tahvil getirisinin, cari pay fiyatı/önceki yılın pay fiyatının, cari pay fiyatı/son özvarlık ihracının ve cari pay fiyatı/son borç ihracının bir fonksiyonu olarak modellemiş ve raporlamış olduğu ön sonuçlarda söz konusu temsilciler ve kaldıraç oranları arasındaki ilişkiyi destekleyici nitelikte sonuçlar elde etmiştir.

5. Tartışma: Geleneksel Faktörler? Davranışsal Ön yargılar?

Kurumsal finansman kararları Modigliani ve Miller (1958)'in "İlişiksizlik Teoremi"nden itibaren literatürde çeşitli teorilere ve ampirik araştırmalara konu olmuş kapsamlı bir araştırma alanıdır. İlgili literatür incelendiğinde ampirik çalışmaların temelde Titman ve Wessels (1988)'de araştırma konusu edilmiş faktörler üzerine değindikleri ve genelde benzer araştırma yöntemlerini takip ettikleri görülmektedir. Her ne kadar ilgili teoriler ve ampirik çalışmalar firmaların kurumsal finansman kararlarında etkili olan faktörlere ışık tutmuş olsa da araştırmaya dahil edilen kriterlerin kimi zaman farklılaşması ya da kapsamalarının daraltılması ampirik çalışmaların konu ile ilgili net bir cevaba varamamasına ya da çelişkiye düşmelerine yol açmıştır. Söz konusu çalışmaların elde etmiş olduğu bu sonuçlar farklı bir bakış açısıyla gelen yeni cevaplar arayışındadır: Geleneksel sermaye yapısı teorileri sermaye yapısı tercihlerinin açıklanmasında yeterli değil midir? Ampirik çalışmalar sermaye yapısı belirleyicileri olarak neden net bir cevaba varamıyor? Konu daha farklı bir bakış açısı ile ya da farklı bir metodolojik yaklaşımla mı incelenmelidir? Belirtilen bu soruların ortaya koymuş

olduğu muğlak tablo geleneksel teorilerden ayrılarak konuyu irdeleyici bir yaklaşımla inceleyen çalışmalarını teşvik etmektedir. Bu çalışmaların çıkış noktalarının ise literatürde davranışsal kurumsal finansman olduğu görülmektedir.

Davranışsal finans, son dönemlerde finansal literatürdeki araştırmalara yeni bir yön vermekte, daha önceleri dikkate alınmayan bir kısım psikolojik kararların finansal kararlarda da etkili olabileceğini ileri sürmektedir. Davranışsal kurumsal finansman ise daha yeni bir yaklaşım olmakla birlikte, ilgili literatürde, çoğunlukla yatırım kararları ile ilgili araştırmalarda yer bulduğu dikkat çekmektedir. Ancak, Fairchild (2007)'e göre; Statman ve Caldwell (1987)'de tanımlandığı şekilde yatırım değerlendirme kararlarındaki yönetsel ön yargıların finansman kararlarına genişletilmesi olasıdır. Dolayısıyla, bu noktada, yatırımcı irrasyonalesinden sıyrılarak yönetsel irrasyonaleiteye geçiş yapan yeni bir bakış açısı doğmaktadır. Söz konusu bu bakış açısı esasında literatürdeki diğer sermaye yapısı teorilerine göre daha güncel sayılabilecek bir teori olan "Piyasa Zamanlaması Teorisi" ile ilişkilendirilebilmektedir; çünkü, söz konusu teori kapsamında açıklanan yaklaşımlar geleneksel literatürün gözden kaçırdığı bu yönetsel irrasyonalenin varlığına işaret etmektedir. Aynı paralelde, yakın tarihli literatürde konu ile ilgili yapılmış ampirik çalışmaların ifade edilen bakış açısını destekleyici bulgular elde ettiği de gözlenmektedir. Bu bağlamda, Barros ve Silveira (2007), Malmendier ve Tate (2004) ve Hackbarth (2008) gibi çalışmaların araştırmalarına aşırı özgüven ve aşırı iyimserlik ön yargılarını dahil ederek Fairchild (2007)'nin tespitini doğrulayıcı nitelikte bulgular elde ettikleri görülmektedir. Ancak, söz konusu çalışmalarda olduğu gibi, konu ile ilgili kısıtlı literatürün yalnızca bu iki ön yargıya yer vermesi, diğer psikolojik ön yargıların kurumsal finansman kararlarındaki etkisinin kaçırılılabileceğine işaret etmektedir. Nitekim, Azouzi ve Jarboui (2012) ve Karaa (2011) gibi çalışmaların elde ettiği bulgular; kayıptan kaçınma ve çıpalama gibi farklı davranışsal ön yargıların da yönetsel irrasyonaleite altında değerlendirilerek araştırma kapsamına dahil edilebileceğini ve sermaye yapısı belirleyicilerinde dikkate alınabilecek ön yargılar arasında değerlendirilebileceğini ortaya koyarak, söz konusu ihtimali doğrulamaktadır. Dolayısıyla, farklı psikolojik ön yargıların da yönetsel irrasyonaleite altında değerlendirilebilmesi, konu ile ilgili araştırma-

ların geçerliliği yönünde oldukça faydalı olacaktır.

Yönetmel/psikolojik ön yargıları kurumsal finansman kararlarında dikkate alan tüm çalışmalar bizlere yönetmel irrasyonallitenin varlığına işaret etmekte ve literatür için yeni araştırma alanlarına dikkat çekmektedir. Bu paralelde varılacak sonuç, sermaye yapısının belirleyicilerine yönelik yapılacak yeni bir çalışmanın bir taraftan literatürde yayın olarak araştırılmış geleneksel sermaye yapısı belirleyicilerini, diğer taraftan da, yönetmel irrasyonalliteye konu edilebilecek bir kısım psikolojik ön yargıları dahil etmesi gerektirir. Ancak, sonuçların geçerliliği açısından bu muhteviyatta bir çalışmanın farklı örnek kitleleri ve metodolojiler altında kapsamlı olarak araştırılması gereği de gözden kaçırılmamalıdır.

Kaynakça

- AZOUZI, Mohamed A. and Anis JARBOUI; (2012), "Ceo Emotional Bias and Capital Structure Choice. Bayesian Network Method", *Business Excellence and Management*, 2(2), pp. 47-70.
- BAKER, Malcolm and Jeffrey WURGLER; (2002), "Market Timing and Capital Structure", *The Journal of Finance*, 57(1), pp. 1-32.
- BAKER, Malcolm, Richard S. RUBACK and Jeffrey WURGLER; (2004, October), *Behavioral Corporate Finance: A Survey*, NBER Working Paper Series 10863, <http://www.nber.org/papers/w10863>, 05.04.2013.
- BAKER, Malcolm and Jeffrey WURGLER; (2011, August), *Behavioral Corporate Finance: An Updated Survey*, NBER Working Paper Series, 17333, <http://www.nber.org/papers/w17333>, 01.04.2013.
- BARROS, Lucas A. B. D. C. and Alexandre D. M. D. SILVEIRA; (2007, February), *Overconfidence, Managerial Optimism and The Determinants of Capital Structure*, SSRN Working Paper Series, <http://ssrn.com/abstract=953273>, 01.04.2013.
- BEN-DAVID, Itzhak, John R. GRAHAM and Campbell R. HARVEY; (2010), *Managerial Miscalibration*, SSRN Accepted Paper Series, <http://ssrn.com/abstract=1640552>, 23.05.2013.
- CHEN, Yinghong and Klaus HAMMES; (2004), *Capital Structure Theories and Empirical Results - a panel data analysis*, SSRN Working Paper Series, <http://ssrn.com/abstract=535782>, 08.04.2013.
- DEANGELO, Harry and Ronald W. MASULIS; (1980), "Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation", *Journal of Financial Economics*, 8, pp.3-29.
- EVERTS, T.; (2007), *CFO, Optimism, And Overconfidence*, <http://arnop.unimaas.nl/show.cgi?fid=12378>, 22.05.2013.
- FAIRCHILD, Richard J.; (2007), *Behavioural Corporate Finance: Existing Research and Future Directions*, SSRN Working Paper Series, <http://ssrn.com/abstract=1011976>, 01.04.2013.
- FAMA, Eugene F. and Kenneth R. FRENCH; (2002), "Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt", *The Review of Financial Studies*, 15(1), pp. 1-33.
- FRANK, Murray Z. and Vidhan K. GOYAL; (2003), *Capital Structure Decisions*, SSRN Working Paper Series, <http://ssrn.com/abstract=396020>, 11.01.2013.
- FRANK, Murray Z. and Vidhan K. GOYAL; (2009), *Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important?*, *Munich Personal RePEc Archive Paper*, 22525, <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/22525/>, 11.04.2013.
- GERVAIS, Simon, J.B. HEATON and Terrance ODEAN; (2003), *Overconfidence, Investment Policy, and Executive Stock Options*, SSRN Working Paper Series, <http://ssrn.com/abstract=36120>, 22.05.2013.
- GERVAIS, Simon; (2010), *Behavioral Finance: Capital Budgeting and Other Investment Decisions*, In H. K. Baker & J. R. Nofsinger (Eds.), *Behavioral Finance: Investors, Corporations, and Markets* (pp.413-434), Hoboken: New Jersey.
- JENSEN, Michael C. and William H. MECKLING; (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp.305-360.
- JUREVICIENÉ, Daiva ve Olga IVANOVA; (2013), "Behavioural Finance: Theory and Survey", *Science-Future of Lithuania*, 5(1), pp.53-58.
- HACKBARTH, Dirk; (2008); "Managerial Traits and Capital Structure Decisions", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(4), pp. 843-882.
- HARRIS, Milton and Artur RAVIV; (1991), "The Theory of Capital Structure", *The Journal of Finance*, 46(1), pp. 297-355.
- HEATON, J.B.; (2002), "Managerial Optimism and Corporate Finance", *Financial Management*, 31(2), pp. 33-45.
- HELLIAR, C.V., D.M. POWER and C.D. SINCLAIR; (2005), "Managerial "Irrationality" in Financial Decision Making", *Managerial Finance*, 31(4), pp. 1-11.
- HUANG, Samuel G. H. and Frank M. SONG; (2006), "The Determinants of Capital Structure: Evidence from China", *China Economic Review*, 17, pp. 14-36.
- HUANG, Chia-Hsing, Prasad PADMANABHAN and Wenqing-ZHANG; (2012), *Mitigating the Impact of Managerial Anchoring: The Case for Management by Committee for Major Corporate Financial Decisions*, SSRN Working Paper Series, <http://ssrn.com/abstract=2226080>, 13.06.2013.
- KARAA, İbrahim E; (2011), "Impact of Anchoring Bias on Corporate Profits and Shareholders Wealth", *International Journal of Economics and Finance Studies*, 3(2), pp. 105-115.
- KAHNEMAN, Daniel and Amos TVERSKY; (1979), "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk", *Econometrica*, 47(2), pp. 263-291.
- LUIGI, Popescu and Visinescu SORIN; (2009), "A Review of The Capital Structure Theories", *Annals of Faculty of Econom-*

ics, 3(1), pp. 315-320.

MALMENDIER, Ulrike and Geoffrey TATE; (2004), CEO Overconfidence and Corporate Investment, NBER Working Paper Series, 10807, <http://www.nber.org/papers/w10807>, 24.05.2013.

MEFTEH, Salma and Barry R. OLIVER; (2007), Capital Structure Choice: The Influence of Confidence in France, http://www.researchgate.net/publication/228621972_Capital_structure_choice_the_influence_of_confidence_in_France, 01.04.2013.

MODIGLIANI, Franco and Merton H. MILLER; (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, 53, pp. 261-297.

MONDHER, Kouki; (2011), "A Re-examination of the MM Capital Structure Irrelevance Theorem: A Partial Payout Approach", *International Journal of Business and Management*, 6(10), pp. 193-204.

MYERS, Stewart C.; (1984), "The Capital Structure Puzzle", *Journal of Finance*, 39(3), pp. 575-592.

MYERS, Stewart C. and Nicholas S. MAJLUF; (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms have Information that Investors do not have", *Journal of Financial Economics*, 13, pp. 187-221.

MYERS, Stewart C.; (2003), *Financing of Corporations*, In G. Constantinides, M. Harris & R. Stulz (Eds.), *Handbook of the Economics of Finance: Corporate Finance*, (Vol. 1A, pp. 215-253), Amsterdam: Elsevier.

NGUYEN, Tristan and Alexander SCHUBLER; (2013), "How to Make Better Decisions? Lessons Learned from Behavioral Corporate Finance", *International Business Research*, 6(1), pp. 187-198.

NIU, Xiaoyan; (2008), "Theoretical and Practical Review of Capital Structure and its Determinants", *International Journal of Business and Management*, 3(3), pp. 133-139.

PAGANO, Marco; (2005), *The Modigliani-Miller Theorems: A Cornerstone of Finance*, Centre for Studies in Economics and Finance Working Paper, 139, <http://www.csef.it/WP/wp139.pdf>, 10.04.2013.

PARK, Hyoyoun and Wook SOHN; (2013), "Behavioral Finance: A Survey of the Literature and Recent Development", *Seoul Journal of Business*, 19(1), pp. 3-42.

RAJAN, Raghuram G. and Luigi ZINGALES; (1995), "What do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data", *The Journal of Finance*, 50(5), pp. 1421-1460.

RICCIARDI, Victor and Helen K. SIMON; (2000), "What is Behavioral Finance?", *The Business, Education and Technology Journal*, 2, pp. 26-34.

SERFAS, Sebastian; (2011), "The Impact of Cognitive Biases on Capital Investments Empirical Evidence Regarding the Anchoring Heuristic", *Z Plan Unternehmenssteuerung*, 21, pp. 427-446.

SHILLER, Robert J.; (2006), "Tools for Financial Innovation: Neoclassical versus Behavioral Finance", *The Financial Review*, 41, pp. 1-8.

SOUFANI, Khaled, Terence TSE, Othman Cole and Anas Aboulamer; (2012, June), Do Behavioural Biases Explain Capital Structure Decisions?, http://www.efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2012-Barcelona/papers/EFMA2012_0229_fullpaper.pdf, 02.04.2013.

STATMAN, Meir and David CALDWELL; (1987), "Applying Behavioral Finance to Capital Budgeting: Project Terminations", *Financial Management*, 16(4), pp. 7-15.

SHEFRIN, Hersh; (2000), "Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing". Boston, Massachusetts: Harvard Business School Press.

SHEFRIN, Hersh; (2001), *Behavioral Corporate Finance*, SSRN Accepted Paper Series, <http://ssrn.com/abstract=288257>, 01.04.2013.

TITMAN, Sheridan and Roberto WESSELS; (1988), "The Determinants of Capital Structure Choice", *The Journal of Finance*, 43(1), pp. 1-19.

TVERSKY, Amos and Daniel KAHNEMAN; (1974), "Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases," *Science*, 185(4157), pp. 1124-1131.

WILKE, Andreas and Rui MATA; (2012), "Cognitive Bias", *The Encyclopedia of Human Behavior*, 1, pp. 531-535, Academic Press.