
DAVRANIŞSAL KURUMSAL FİNANS EKSENİNDE KURUMSAL FİNANSAL KARARLAR: BİR LİTERATÜR DEĞERLENDİRMESİ¹

Esra BULUT² Bünyamin ER³

ÖZ

Kurumsal finansta geleneksel bakış açısı, yöneticileri rasyonel ve beklenen faydayı artırmaya çalışan bireyler olarak değerlendirmektedir. Bu anlamda yöneticilerin kararlarında önyargısız davrandıkları varsayılmaktadır. Günümüzde ise bu yaklaşım önemli eleştirilere uğramış ve bazı bilişsel önyargıların kurumsal finansal kararlar üzerinde etkili olabileceği düşüncesi yapılan çalışmalardan elde edilen ampirik bulgularla desteklenmiştir. Bu eksende ortaya çıkan davranışsal kurumsal finans, yönetici irrasyonelitesine odaklanarak, araştırmacılar için yeni ve önemli bir alana işaret etmektedir. Davranışsal kurumsal finans, kurumsal finansal kararları, geleneksel yaklaşımları göz ardı etmeden, davranışsal önyargılar üzerinden incelemektedir. Yönetici önyargıları kapsamında literatürde ağırlıklı olarak aşırı güven davranışı incelenmiş olmakla birlikte; sürü davranışı, kayıptan kaçınma ve çıpalama önyargıları da analizlere dahil edilmiştir. Araştırmalarda bu önyargıların sermaye yapısı kararları, kar payı dağıtımı, yatırım kararları ve nakit tutma politikaları üzerindeki etkileri açıklanmaya çalışılmıştır. Bir literatür değerlendirmesi olan bu çalışmanın amacı, kurumsal finansal kararlara ilişkin davranışsal önyargılar ekseninde yapılan çalışmaların sonuçlarını ortaya koyarak, gelecekte finans alanında önemli bir eksikliği gidereceği düşünülen bu konudaki araştırmaların önemine dikkat çekmektir.

Anahtar Kelimeler: *Davranışsal kurumsal finans, kurumsal finansal kararlar, yönetimsel irrasyonelite, bilişsel önyargılar*

Jel Sınıflandırması: *G02, G30*

CORPORATE FINANCIAL DECISIONS IN THE CONTEXT OF BEHAVIORAL CORPORATE FINANCE: A LITERATURE REVIEW

ABSTRACT

Traditional perspective in corporate finance considers the managers as rational individuals who try to increase expected utility. In this sense, managers are assumed to behave unbiased in their decisions. However, recently, there is a criticism about this assumption for not taking into consideration cognitive biases for the corporate financial decisions and this criticism is supported with empirical findings that the cognitive biases can be effective on corporate financial decisions. In this context, behavioral corporate finance is emerging as a new and significant research area by focusing on managerial irrationality. Behavioral corporate finance is about corporate financial decisions with the focus of behavioral biases without ignoring the traditional approaches. In the literature, overconfidence bias is basically used; however, herding behavior, loss aversion and anchoring are also used as managerial biases. Investigations have attempted to explain the capital structure decisions of these prejudices, dividend distribution, investment decisions and the effects on cash holding policies. This work is a comprehensive literature review which aims to explain the empirical findings about how behavioral biases affect corporate financial decisions and thus to draw attention to the importance of these works for the future researches in this area.

Key Words: *Behavioral corporate finance, corporate financial decisions, managerial irrationality, cognitive biases*

Jel Classification: *G02, G30*

¹ Bu çalışma Doç. Dr. Bünyamin ER danışmanlığında 1. Yazar tarafından hazırlanan "Davranışsal Kurumsal Finans Ekseninde Kar Payı Dağıtım Kararları: Borsa İstanbul Örneği" adlı doktora tezinden türetilmiştir.

² Öğr.Gör.Dr., Karadeniz Teknik Üniversitesi, Vakıfkebir MYO, ebulut@ktu.edu.tr ORCID: 0000-0002-3273-3781

³ Doç. Dr., Karadeniz Teknik Üniversitesi-İşletme Bölümü, ber@ktu.edu.tr ORCID: 0000-0001-9598-7458

1. Giriş

Geleneksel finans yaklaşımının özünü modern portföy teorisi, piyasa etkinliği, rasyonel insan varsayımı ve beklenen fayda hipotezi oluşturmaktadır. Bununla birlikte yaklaşımın özü bireylerin davranışsal eğilimlerini ve tutumlarının finansal kararlar üzerindeki etkilerini göz ardı ettiği için, özellikle rasyonel insan varsayımı önemli eleştirilere uğramış ve davranışsal finans yeni bir yaklaşım olarak ortaya çıkmıştır. Davranışsal finans, geleneksel finans teorilerini tamamen reddetmemekte yalnızca bu teorileri davranışsal önyargıların etkileriyle birlikte değerlendirmektedir. Davranışsal finans, geleneksel yaklaşımların aksine, insanların her zaman rasyonel davranamayacağını ileri sürmekte ve geleneksel davranışın “rasyonel insan” varsayımı yerine Statman (2014)’ın ifade ettiği gibi sınırlı rasyonelliğe sahip anlamına gelen “normal insan” kavramını koymaktadır (Statman, 2014:65).

Davranışsal finans, “firma değeri”ne dayalı yönetim uygulamalarıyla şekillenen geleneksel finansın psikodinamik etmenlerle çatıştığı belirterek, bu etmenlerin yalnızca yatırımcıların değil, aynı zamanda yöneticilerin rasyonel davranmalarını engellediğini ileri sürmektedir. Davranışsal kurumsal finans yöneticilerin ve yatırımcıların irrasyonel davranmalarına neden olabilecek psikolojik faktörlerin geleneksel paradigmlar ile çatıştığını ileri sürmektedir. Davranışsal finans bu anlamda, davranışsal kurumsal finansın uygulamaları açısından önemli önermelere dayanmaktadır. Bunun yanında, davranışsal kurumsal finans, karar alıcıların sermaye yapısı, kar dağıtımı, yatırım kararları ve nakit tutma politikaları gibi finansal yönetim alanına giren konularda davranışsal önyargılarla hareket ettiklerini ileri sürmektedir (Shefrin, 2001:2). Davranışsal kurumsal finans yaklaşımı Baker vd. (2007)’nin “rasyonel yönetici-irrasyonel yatırımcı” ve “irrasyonel yönetici-rasyonel yatırımcı” yaklaşımları çerçevesinde şekillenmektedir. Davranışsal kurumsal finans, yöneticilerin kurumsal finansal kararlarda davranışsal önyargılarla hareket ettiğini ve bu önyargıların firma değeri üzerinde önemli etkileri olacağını ileri sürmektedir.

1.1 Davranışsal Finans’tan Davranışsal Kurumsal Finans’a Giden Süreç: Geleneksel Yaklaşımlar, Eleştirileri ve Davranışsal Finans

Davranışsal finansın temel dayanağını Kahneman ve Tversky’nin 1979 yılında *Econometrica*’da yayınlanan ve Beklenti Teori’sini açıklayan makaleleri oluşturmaktadır. Kahneman ve Tversky *beklenti teorisi* adı altında tanımlayıcı bir model öne sürerek risk altında karar almayı beklenti ve bahis sözleşmesi arasındaki seçim olarak ifade etmişlerdir. Beklenti teorisi bireylerin kararlarına psikolojik açıklamalar getirmektedir. Bunun yanında piyasalarda görülen anomaliler ve sınırlı arbitraj yine davranışsal finansın temel dayanakları arasında yer almaktadır. Anomaliler Etkin piyasalar hipotezinin aksine pay fiyatlarının zaman zaman dalgalanmalar göstererek farklı trendler izleyebilmesi ve yatırımcıların normalüstü getiriler sağlayabilmesini ifade etmektedir (Karan, 2004:280-281). Sınırlı arbitraj teorisi ise, rasyonel olmayan yatırımcıların işlemlerinden dolayı payların gerçek değerinde sapmaya neden olduklarını ve rasyonel yatırımcıların bu konuda yetersiz kaldıklarını ortaya koymaktadır. Sınırlı arbitraj teorisi bu anlamda davranışsal finansın ortaya çıkışı için önemli bir zemin hazırlamıştır. Çünkü davranışsal finansta tartışılan önemli konulardan birisi irrasyonel yatırımcıların fiyatlar üzerindeki etkisidir (Barberis ve Thaler, 2003:1056-1057).

Davranışsal finans yatırımcıların ve yöneticilerin davranışlarını, onların beyinlerini, isteklerini, önyargılarını, tercihlerini ve tecrübelerini inceleyerek doğrudan veya dolaylı olarak açıklamaktadır (Statman, 2014:73). Davranışsal finans bu yönüyle etkin piyasalar hipotezine karşı, psikoloji ve sosyolojiyi de içine alan sosyal bilimler perspektifinden, günümüzde en yaygın araştırma konularından birisidir (Shiller, 2003:83). Davranışsal finans ele alınırken, geleneksel finans odağında olmakla birlikte, psikoloji ve sosyolojinin davranışsal yönü bu çalışmaların önemli bileşenleridir (Ricciardi ve Simon, 2000:1).

Shefrin (2001) davranışsal finansı, insan psikolojisinin finansal karar almayı ve finansal piyasaları etkilemesi olarak tanımlamaktadır. Davranışsal finans, geleneksel finanstaki “rasyonel

insan" varsayımı yerine "normal insan" varsayımını koymaktadır. Bunun yanında "ortalama varyans portföy teorisi" yerine "davranışsal portföy teorisi"ni ve "finansal varlık fiyatlandırma modeli" yerine "davranışsal varlık fiyatlandırma modeli"ni ikame etmektedir (Statman, 2014:73).

Davranışsal finans özellikle yatırımcıların kararlarını aşırı güven (Odean,1998), iyimserlik önyargısı (Nofsinger, 2003), zihinsel muhasebe (Thaler, 1999), belirsizlikten kaçınma (Barberis ve Thaler, 2003), kayıptan kaçınma (Barberis ve Huang, 2001), tutuculuk ve geri görüş önyargısı (Pompian, 2006), sürü davranışı (Banerjee, 1992), pişmanlıktan kaçınma ve yatkinlik etkisi gibi davranışsal önyargıları üzerinden incelemiştir. Davranışsal kurumsal finans ise kurumsal finansal kararları yöneticilerin davranışsal önyargıları çerçevesinde incelemektedir.

2. Davranışsal Kurumsal Finans

Davranışsal finans psikolojik önyargıların ve yatırımcıların duygularının karar almayı ve neticede finansal piyasaları nasıl etkilediği ile ilgilenmektedir. Davranışsal kurumsal finans ise psikolojik önyargıların kurumsal finansal kararlar üzerindeki etkisi ile ilgilenmektedir (Fairchild, 2009:1). Davranışsal kurumsal finansa ilişkin çalışmalar genellikle aşırı güven gibi yönetici önyargılarına odaklanmaktadır (Heaton, 2002; Hackhbart, 2008; Hackhbart, 2009). Bunun yanında, Fairchild (2009)'ın ileri sürdüğü, duygusal kurumsal finans şeklinde, yatırımcıların ve yöneticilerin yatırımları fantastik bir karar olarak algıladıklarını ortaya koyan yaklaşımlar da bulunmaktadır.

Davranışsal finans ve kurumsal finans, kurumlarda karar verme sürecinde, insan davranışlarının etkilerini birlikte ele almaktadırlar. Davranışsal kurumsal finansa ilişkin ilk çalışmalar Roll (1986)'un kibirli (hubris) yönetici kavramını, şirket birleşmelerinde şirket değerinin azalmasının ve hedef şirket için aşırı ödemelerin yapılmasının bir sebebi olarak ele almasına dayanmaktadır. Bunun yanında davranışsal kurumsal finans'a ilişkin, Baker vd. (2007)'nin "irrasyonel yatırımcı- rasyonel yönetici yaklaşımı" ve "irrasyonel yönetici- rasyonel yatırımcı yaklaşımı" teorik alt yapıyı oluşturması açısından önemli yaklaşımlardır.

2.1. Rasyonel Yönetici-İrrasyonel Yatırımcı Yaklaşımı

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

Rasyonel yöneticiler, piyasa zamanlaması ve catering teorisi yaklaşımlarına göre birbiriyle çelişen üç amacı dengelemektedir. Bunlardan ilki firmanın gerçek değerini maksimum kılmaktır. İkinci amacı firmanın cari pay fiyatlarını maksimum kılmaktır. İkinci amaç belirli yatırım projeleri aracılığıyla kısa vadeli yatırımcı taleplerini karşılamaktadır (catering). Yöneticiler bu şekilde geçici yanlış fiyatlandırmaları etkileyebilmektedirler. Üçüncü amaç ise, hem firmanın faydası hem de uzun dönemli yatırımcılar için cari yanlış fiyatlandırmadan faydalanmaya çalışmaktır (piyasa zamanlaması). Yöneticiler bunu piyasa zamanlaması ile başarmaktadırlar. Piyasa zamanlaması, kısmen aşırı değerlenmiş menkul kıymetler ve bunlardan düşük değerlenmiş olanlarının geri satın alınmasını sağlamaktadır (Baker ve Wurgler, 2012:12-15). Davranışsal finans açısından rasyonel yönetici -irrasyonel yatırımcı yaklaşımı, yönetici kararlarının karşısında yatırımcı önyargılarından dolayı ortaya çıkan gerçek değer ve piyasa değeri arasındaki farka dayanmaktadır (Fairchild, 2007:3).

2.2. İrrasyonel Yönetici-Rasyonel Yatırımcı Yaklaşımı

Davranışsal kurumsal finasta bir diğer yaklaşım "irrasyonel yönetici yaklaşımı"dır. Bu yaklaşım yöneticilerin davranışsal önyargılara sahip olduğu halde rasyoneliteyi sürdürdüğünü ve yönetim mekanizmalarını kısıtladığı halde yönetici çalıştırıldığını varsaymaktadır (Baker vd.,

2007:148). Baker ve Wurgler (2012) yöneticilerin, firma varlıklarının değeri ve yatırım fırsatları konusunda iyimser oldukları varsayımı altında, iki çelişkili amacı dengelediklerini ileri sürmektedirler. Birincisi, firmanın paylarının gerçek değerini maksimum kılmak, ikincisi ise, algılanan sermaye maliyetini minimum kılmaktır. Burada yöneticilerin kendi çıkarları ve güvene dayalı görevleri nedeniyle yatırımcıların yararına hareket ettikleri varsayılmaktadır.

Davranışsal önyargılar bazı araştırmacılar tarafından firma değerini negatif yönde etkileyen unsurlar olarak ele alınırken; bazı araştırmacılar tarafından ise firma değerini arttıran yönleri ile ele alınarak değerlendirilmektedir. Örneğin, Shefrin (2007) yönetsel önyargıların firma değerini azaltıcı negatif yönlerini vurgulamış ve bu gibi önyargıların düzeltilmesine ihtiyaç olduğunu belirtmiştir. Diğer taraftan, Fairchild (2005a), Hackbarth (2002), Ramiah vd. (2014) gibi bazı araştırmacılar ise davranışsal önyargıların, bazı spesifik alanlarda yönetsel kararları geliştirme potansiyeli taşıması açısından her zaman olumsuz değerlendirilmemesi gerektiğini ileri sürmüşlerdir. Ramiah vd. (2014)'ne göre, örneğin aşırı güvenli yöneticiler bazı tahmin modellerine ve tekniklerine sahiptirler. Bu bakış açısı, yeni teknolojiler ve sistemlere ilişkin tahminlerde faydalı olabilir. Diğer taraftan, kayıptan kaçınan yöneticiler sorunlu alacaklarını daha etkin yönetebilmektedir. Bu durum özellikle sıkıntılı müşterilere ve yüksek kredili satış oranına sahip firmaların, kayıptan kaçınan yöneticiler ile çalışmaları gerektiği anlamına gelmektedir. Bunun yanında, çıpalama ve temsiliyet hevristiğine sahip yöneticiler hacizli firmaları daha iyi yönetebilirler. Kendine atfetme önyargısına sahip yöneticiler ise, dışsal faktörlere odaklanmaları açısından iyi bir risk yöneticisi olabilirler.

3. Yönetici İrrasyonelitesinin Kurumsal Finansal Kararlar Üzerindeki Etkileri

Hem "irrasyonel yatırımcı yaklaşımı" hem de "irrasyonel yönetici yaklaşımı" yöneticilerin ve yatırımcıların aynı anda tam olarak rasyonel olmadıklarını ileri sürmektedir. Davranışsal kurumsal finans, bu yaklaşımlar çerçevesinde yöneticilerin firma değeri açısından önemli sonuçlar doğurabilecek kararları davranışsal önyargılarla aldığını öne sürmektedir. Bu anlamda davranışsal kurumsal finans literatüründe yönetici önyargılarına ilişkin aşırı güven, iyimserlik, sürü davranışı, kayıptan kaçınma ve çıpalama önyargılarının sermaye yapısı kararları, kar dağıtım politikaları, kurumsal yatırım kararları ve kurumsal nakit tutma politikaları üzerindeki etkilerinin incelendiği görmek mümkündür.

3.1. Aşırı Güven ve Kurumsal Finansal Kararlar

Heaton (2002)'a göre "aşırı güven", iyimser yöneticilerin sistematik olarak firmanın iyi performans gösterme olasılığını aşırı tahmin etmesi, kötü performans gösterme olasılığını ise düşük tahmin etmesidir. Aşırı güven ve finansal kararlar arasındaki ilişkiyi ahlaki problemler ve asimetrik bilgi yokluğu varsayımı altında inceleyen Heaton (2002)'a göre aşırı güvenli yöneticiler, firmalarının paylarının piyasa tarafından düşük değerlendirildiğine inanmaktadırlar. Literatürde aşırı güven ve iyimserlik önyargılarına ilişkin her ne kadar ayırıcı tanımlamalar yapılmış olsa da (Gervais vd., 2011) bu iki kavramın birbirlerinin yerine kullanıldıkları görülmektedir. Bu çalışmada da "aşırı güven" ve "iyimserlik önyargısı" kavramları birlikte ele alınarak incelenmiştir.

3.1.1. Aşırı Güven ve Sermaye Yapısı Kararları

Firmaların sermaye yapılarını belirlemeye yönelik evrensel teoriler olmamakla birlikte, duruma göre uygulanabilecek faydalı teoriler bulunmaktadır. Sermaye yapısı teorileri sermaye yapısı ilgisizliği, ödünleşim teorisi, vekalet teorisi, finansman hiyerarşisi ve piyasa zamanlaması teorisi olmak üzere sınıflandırılmaktadır. Sermaye yapısı kararlarının bir sonucu olarak fayda ve maliyetleri değerlendirmek ve optimal sermaye yapısını belirlemek yöneticiler açısından en önemli kararlardandır. Fakat bu değerlendirmeyi psikolojik veya duygusal faktörlerin tamamen dışında kalarak yapmak imkansız görünmektedir. Aşırı güvenli yöneticiler firmanın kazanç riskini olduğundan düşük tahmin ederken; iyimser yöneticiler firma kazancının artış oranlarını aşırı tahmin etmektedirler (Hackbarth, 2008:844-845). Hackbarth (2008) yaptığı araştırmada büyüme

ve risk yanlılığı gibi yönetsel özelliklerin, pay ve tahvil ihracı gibi önemli sermaye yapısı kararları üzerinde etkili olduğunu tespit etmiştir.

Bir diğer araştırmada Fairchild (2005b) yönetsel aşırı güven, asimetrik bilgi ve ahlaki tehlike problemlerinin yöneticilerin sermaye yapısı kararları üzerindeki birleşik etkisini inceleyen iki model öne sürmüştür. İlk model yönetimin aşırı güveni ve asimetrik bilginin birleşik etkisini değerlendirmektedir. İkinci model ise yönetimin aşırı güveni ve ahlaki problemlerin birleşik etkisini değerlendirmektedir. İlk model açık bir şekilde aşırı güvenin negatif etkilerini, yani serveti azaltan etkilerini açıklamaktadır. İkinci model ise aşırı güven ve firma değeri arasındaki belirsiz ilişkiyi açıklamaktadır. Aşırı güvenin artması ile yöneticiler yönetim kabiliyetlerini aşırı tahmin ederken, finansal sıkıntı maliyetlerini düşük tahmin etmekte, böylece özsermayeden borca doğru yönelmektedirler. Yönetici aşırı güveni ve sermaye yapısı kararları arasındaki ilişkiyi inceleyen başka bir ampirik çalışmada Malmendier vd. (2011) aşırı güvenli yöneticilerin diğer yöneticilere nazaran daha az pay ihraç etme eğiliminde olduklarını belirlemişlerdir. Benzer şekilde Azouzi ve Jarboui (2012b) yöneticilerin önce iç finansmanı daha sonra dış finansmanı tercih ettiğini belirlemişlerdir. Bunun yanında Malmendier vd. (2011) araştırmalarında ilginç bir bakış açısıyla erken yaşlarda büyük depresyonu (Great Depression) yaşayan yöneticilerin dış finansmanı değerlendirme konusunda çekingen davrandıklarını tespit etmişlerdir. Diğer taraftan, 2. Dünya savaşını yaşamış yöneticilerin ise daha agresif (yüksek borçlanma oranları gibi) kurumsal politikalar izlediklerini tespit etmişlerdir. Oliver (2005), yönetici aşırı güveni arttıkça firmaların daha yüksek oranda borçlandığını tespit etmiştir. Daha spesifik bir bakış açısıyla Barros ve Silveria (2007) ise girişimci olan yöneticilerin ücretli çalışan yöneticilerden daha fazla iyimserlik önyargısı veya aşırı güven yargısına sahip olduklarını ve bu yöneticilerin kaldıraçlı finansmanı diğer yöneticilere nazaran daha fazla tercih edeceklerini tespit etmişlerdir. Bununla birlikte Tomak (2013) yönetici aşırı güveni ve borçlanma oranları arasında bir ilişki elde edemezken; Oran ve Perek (2016) sermaye bütçelemesi süresinde iyimserlik önyargısının etkilerini inceledikleri çalışmada, katılımcıların satış gelirleri konusunda iyimser; maliyetler konusunda ise kötümser düşüncülerini tespit etmişlerdir.

3.1.2. Aşırı Güven Davranışı ve Kar Payı Dağıtım Kararları

Firmaların kar payı dağıtım politikaları Miller ve Modigliani (1961)'nin kar dağıtım politikasının firma değerini etkilemediği görüşünü ileri süren çalışmasıyla finans literatüründe önemli bir tartışma konusu haline gelmiştir. Bu tartışmaların odağında ise kar dağıtım politikası ve firma değeri ilişkisi yer almaktadır. Buna göre tam rekabet koşullarında, belirsizliğin ve verginin olmadığı bir ortamda kar payı firma değerini etkilemez. Miller ve Modigliani (1961)'nin kar payı ilintisizliği yaklaşımının aksine kar payı politikasının firma değerini etkilediğini savunan teorik yaklaşımlar da bulunmaktadır. "Eldeki kuş teorisi" olarak bilinen bu yaklaşımın öncüleri John Lintner (1956) ve Myron Gordon (1963)'dur. Kar payı dağıtım kararlarına ilişkin diğer geleneksel yaklaşımlar ise müşteri etkisi yaklaşımı, vergi etkisi yaklaşımı, vekalet yaklaşımı ve sinyal yaklaşımlarıdır. Geleneksel yaklaşımlar çerçevesinde, firma yöneticileri hem firma değerini maksimum kılacak hem de hissedarların beklentilerine cevap verebilecek bir kar dağıtım politikası izlemelidir. Normal koşullarda firmalar kendileri için gelişme potansiyeli söz konusu ise kaynaklarını yatırım pojelelerine yönlendirmektedirler. Gelişme potansiyeli sona erdiğinde ve olgunlaşma dönemine girildiğinde ise kar dağıtım kararlarına ağırlık vermektedirler.

Araştırmacılar kar payı politikasını genel olarak, dağıtılmamış aşırı nakit maliyetlerini azaltma ile gelecekteki yatırımlar için dış finansman maliyetini azaltma arasındaki ödünleşime dayandırarak modellemişlerdir. Deshmukh vd. (2013)'ne göre yöneticiler mevcut hissedarların çıkarlarını düşünmektedirler. Aşırı güvenli yöneticiler firmanın düşük değerlendiğine ve gelecekteki yatırım ihtiyaçları için dış finansmanın daha maliyetli olabileceğine rasyonel yöneticilere nazaran daha fazla inanmaktadırlar. Aşırı güvenli yöneticiler bu sebeple daha düşük kar payı ödemektedirler. Kar payı dağıtım kararlarında aşırı güven etkisine ilişkin Ben-David vd. (2007) de benzer tanımlamayı yapmakta ve aşırı güvenli yöneticilerin firmalarının düşük

değerlendiğine inandıklarını belirtmektedirler. Buna göre aşırı güvenin bir ortaya çıkma şekli olan hatalı kalibrasyonlu yöneticilere sahip firmalar daha az kar payı ödemekte, daha fazla yatırım yapmakta ve borç finansmanını özellikle de uzun vadeli borçlanmayı kullanmaktadırlar. Chen vd. (2011) yine yönetici aşırı güveni ve kar payı politikası arasında negatif ilişki olduğunu ve bu ilişkinin nakit akışı ve yönetsel ikilik ile güçlenirken; sahiplik yapısı ve politik ilişki ile birlikte azaldığını belirtmişlerdir.

3.1.3. Aşırı Güven ve Kurumsal Yatırım Kararları

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

Lin vd. (2005), iyimser yöneticilerin nakit akışına duyarlı davrandıklarını tespit etmişlerdir. Lin vd. bu ampirik çalışma ile Heaton (2002)'ın bulgularını doğrulamışlardır. Buna göre iyimser yöneticiler önce kendi iç finansman seçeneklerini, sonra borcu daha sonra ise pay ihraç seçeneğini tercih etmektedirler. Benzer şekilde Malmendier ve Tate (2005)'ye göre aşırı güvenli yöneticiler yatırım projelerinin getirilerini aşırı tahmin etmektedirler ve dış finansmanın aşırı maliyetli olduğunu düşünmektedirler. Gervais vd. (2011)'ne göre, özellikle riskten kaçınan yöneticilerdeki aşırı güven önyargısı onların daha tutucu politikalar izlemelerine neden olmaktadır.

3.1.4. Aşırı Güven ve Nakit Tutma Kararları

Yöneticilerin aşırı güven önyargısı ve yatırım kararları arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalarda yöneticilerin dış finansmanı maliyetli buldukları ve nakit akışlarını önemsedikleri görülmektedir. Deshmukh vd. (2015)'ne göre iyimser yöneticiler dış finansmanı aşırı maliyetli bulmakla birlikte, bu maliyetin zamanla azalacağına inanmaktadırlar. Bu nedenle, rasyonel yöneticilere nazaran dış finansmanı geciktirmekte ve düşük nakit mevcudunu korumaktadırlar. Yöneticiler ve yatırımcılar benzer inanışlara sahip olduklarında, optimal nakit dengesi nakit tutmanın maliyeti ve faydalarına dayalı olarak belirlenmektedir. Fakat yöneticilerin ve yatırımcıların inanışları farklılaştığında ise yöneticilerin tercih ettikleri nakit dengesi dış finansman maliyetine ilişkin algılarına bağlı olmaktadır. Neticede irrasyonel yöneticiler rasyonel yöneticilere göre nakit mevcudu düzeylerinde zamanla az değişiklik yapmakta, büyüme fırsatları için az nakit bulundurmakta ve dış finansman kullanımını ertelemektedirler.

Kurumsal nakit tutma politikaları üzerinde yönetici özelliklerinin etkilerini inceleyen Huang-Meier vd. (2015) iyimser ve iyimser olmayan yöneticilerin nakit tutma amaçlarının birbirlerinden farklı olduğunu ortaya koymuşlardır. İyimser yöneticiler büyüme fırsatları ve olası elverişsiz koşullar için nakit biriktirirken; sermaye yatırımları ve şirket satın almaları için daha fazla nakit kullanmaktadırlar.

3.2. Kayıptan Kaçınma Duygusu ve Kurumsal Finansal Kararlar

Finans teorisi kapsamında risk ve belirsizliğe ilişkin varyansa dayalı genel yaklaşım, tüm yöneticilerin olaylara ilişkin tüm olası sonuçları rasyonel bir şekilde değerlendirdiği ve sonuçları gerçekleşme olasılıklarına göre dikkate aldıkları yönündedir. Ancak bu yaklaşım karar alıcılar tarafından kullanılan pratik bir değerlendirme yoludur. Yöneticiler projeleri değerlendirirken,

geleneksel finans teorisinin varsaydığı gibi olası en yüksek beklenen getiriye ve en düşük standart sapmaya sahip sonuçları seçmemektedirler. Onun yerine daha kötü sonuçlara odaklanmakta ve riski çok yönlü bir konsept olarak almaktadırlar (Helliard vd., 2005:1).

Helliard vd. (2005) risk algısına ilişkin yaptıkları ankette, yöneticilerin karar alma süreçlerinde istatistiksel sonuçlara mı, yoksa basit önyargılara odaklı şekilde mi hareket ettiklerini araştırmışlardır. Araştırmacılar risk ölçütünü kullanarak yaptıkları çalışmada, bir karar neticesinde alınan sonuçların sıralanmasının, rakiplerin bir karara karşı çabuk tepki verebilme durumunun, kaybetme olasılığının ve bir karar neticesinde kayıp yaşama olasılığının riski daha fazla arttırdığını tespit etmişlerdir. Bu sonuçlar yöneticilerin kararlarında kayıptan kaçınma duygusunun önemli bir etken olduğunu göstermektedir

3.2.1. Kayıptan Kaçınma ve Sermaye Yapısı Kararları

Helliard vd. (2005)'ne göre kayıptan kaçınan yöneticiler borçla finansmandan ve iflas riskini tetikleyebilecek kötü senaryolardan kaçınmakta ve iç finansman yolunu tercih etmektedirler. Bu görüş Azouzi ve Jarboui (2012b)'nin kayıptan kaçınma ve sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmayla desteklenmektedir. Azouzi ve Jarboui (2012b) çalışmalarında yöneticilerin kayıptan kaçınma düzeyleri ile borçlanma oranları ve sermaye artışları arasında negatif yönlü ilişki tespit etmişlerdir. Buna göre yöneticiler, firmanın toplam riskini azaltmak için düşük düzeyde dış finansmana yönelmektedirler. Özellikle yüksek faaliyet riskine sahip firma yöneticileri böyle bir finansman politikası izlemektedirler. Bir diğer çalışmada Mishra ve McConaughy (2016) aile şirketlerinde yöneticilerin iflas riskini de göz önünde bulundurarak borçtan kaçındıklarını ve iç finansmanı tercih ettiklerini tespit etmişlerdir. Yöneticiler firmadaki kontrollerini kaybetme endişesiyle böyle bir tercihte bulunmuşlardır.

3.2.2. Kayıptan Kaçınma Davranışı ve Kar Payı Dağıtım Kararları

Kayıptan kaçınma hipotezine göre, yöneticiler geleceği öngörürken, bazı standart prosedürler, endüstri gelenekleri ve diğer çevresel belirsizlikler içeren ilişkilerden etkilenerek kararlarını şekillendirmektedirler. Ancak bu durum firmaların belirsizliği ortadan kaldıracakları anlamına gelmemektedir. Bu durum sadece yöneticinin belirsizliğe ilişkin bir resim çizebilmesini sağlamaktadır (Cyert ve March, 1993; Cyert vd., 1996:159).

Cyert ve March (1993) ve Cyert vd. (1996)'ne göre belirsizlikten kaçınma kar payı dağıtım kararlarını etkileyebilir. Kar payı düzeyini genellikle endüstri koşulları ve firmanın geçmiş performansı gibi etkenler belirlemektedir. Kar payı düzeyleri, yatırımcılar ve hissedarların belirlenmiş kar paylarına ilişkin tutumlarına göre değişiklik gösterebilir. Cyert vd. (1996) belirtilen bu özellikler çerçevesinde oluşturdukları modele ilişkin tahmin sonuçlarında, gelecekteki kar payı değişmelerini, mevcut sermaye verimliliğinin, kar payı düzeylerinin ve gecikmeli yatırımların etkilediğini tespit etmişlerdir. Ayrıca, gelecekteki kar payı kararları üzerinde kazanç devamlılığının ve firma riskinin de önemli olduğunu tespit etmişlerdir.

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

3.2.3. Kayıptan Kaçınma ve Kurumsal Yatırım Kararları

Kayıptan kaçınma yöneticilerin finansal kararlarının önemli bir belirleyicisidir. Psikoloji alanında yapılan araştırmalar kayıptan kaçınma davranışının, insanların riski aşırı tahmin etmesine, tahminlerde daha belirsiz olmalarına ve kendi çıkarlarını düşünerek işten çıkarılma ihtimallerini ortadan kaldıracak tercihleri seçmelerine neden olduğunu ortaya koymaktadır. Yöneticiler firmadaki sosyal statülerini kaybetme tehdidiyle karşılaşmamak adına yatırım

düzeylerini düşük tutarak firma riskini azaltmaya çalışmaktadırlar (Azouzi ve Jarboui, 2012c:1261-1262).

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

3.2.4. Kayıptan Kaçınma ve Nakit Tutma Kararları

Ramiah vd. (2014) yöneticilerin kayıptan kaçınma eğilimini, Tversky ve Kahneman (1991)'ın tanımlamasından yola çıkarak, yöneticilerin aynı tutardaki kazanç ilişkisi, kaybetme derecesinin kazanç derecesinden fazla olduğu durumlarda kayıptan kaçınma eğilimi taşıdıklarını ifade etmişlerdir. Ramiah vd. (2014)'ne göre yöneticiler, satış kazançlarına ilişkin ortalama kayıpların, ortalama kazançları aştığı durumlarda kayıptan kaçınma eğiliminde bulunmaktadırlar. Kayıptan kaçınan yöneticiler sorunlu alacaklarının kontrolünü iyi yapmaktadırlar. Ayrıca, çalışmadan elde edilen sonuca göre kayıptan kaçınan yöneticiler için sermaye piyasalarındaki likidite önemli iken, diğer firmaların borçlanma düzeyleri önemli değildir.

3.3. Çıpalama Davranışı ve Kurumsal Finansal Kararlar

İnsanlar bazı durumlarda, bilinmeyene ilişkin tahminlerini, referans değerlerini temel alarak yapmaktadırlar. Farklı referans noktaları, referans değerine karşı bir önyargı olarak, farklı tahminlere yol açabilmektedir. Bu durum çıpalamayı ifade etmektedir. Yani çıpalama, referans değer yapılı tahminleri etkilemesidir (Tversky ve Kahneman, 1974:1129).

3.3.1. Çıpalama ve Sermaye Yapısı Kararları

Yöneticiler sermaye yapısı kararlarını alırken, kimi zaman risk üstlenip alışılmış firma stratejilerinin dışına çıkmakta, kimi zaman ise firmanın geçmiş finansman kararlarını kendilerine referans alabilmektedirler. Çıpalama önyargısının firmaların kazançları ve hissedarların serveti üzerindeki etkilerini araştıran Karaa (2011), küçük firmalarda çıpalama konsepti altında peşin hükümlü bir ön yargı olarak, "asla borç almam" şeklindeki yaygın inanışın veya sabit fikrin etkilerini incelemiştir. Sonuç olarak gelecekteki beklentileri sabit fikirleri tarafından şekillendirilen yöneticilerin, çıpalamanın etkisiyle yanlış kararlar aldıklarını saptamıştır. Çıpalama önyargısı, beklenen getirileri azaltarak veya olduğundan fazla göstererek sermaye yapısı ve sermaye bütçelemesi kararlarını şekillendirmektedir. Bunun yanında, yöneticilerin borç alma davranışını etkilemekte ve firmayı daha düşük nakit akışlarıyla yüz yüze bırakmaktadır. Bir diğer çalışmada Soufani vd. (2012) piyasa zamanlaması yaklaşımı ekseninde yöneticilerin çıpalama önyargısı ile firmalar tarafından benimsenmiş olan sermaye yapısı ve borç kombinasyonunun değişim düzeyi arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Sonuç olarak mevcut pay fiyatı ile son tahvil ihracı arasında negatif ilişki saptamışlardır.

3.3.2. Çıpalama ve Kar Payı Dağıtım Kararları

Kar payları güvenilir bir şekilde firmanın kazançlarına ilişkin sinyal verdiğinden, yatırımcılar kar payı dağıtımını durduğunda büyük hayal kırıklığı yaşamaktadırlar. Çünkü yatırımcılar cari kar payları için geçmişte ödenen kar paylarını psikolojik referans noktası olarak değerlendirmektedir. Referans noktası kar payını farklı yollarla şekillendirmektedir. Örneğin, bugünün kar payı gelecekte ödenecek kar payı ödemeleri için bir referans noktasıdır. Bu nedenle, yöneticiler gelecekteki olası kazanç azalışlarına karşı önlem olarak cari kar payının bir kısmını elinde tutabilirler. Diğer taraftan, hissedarların serveti bir kenara konulduğunda, yöneticiler cari referans noktasını aşacak kar payları ödemek isteyebilirler. Çünkü yöneticiler firmanın şimdiki değerine ilişkin tahminlere de büyük önem vermektedirler. Ayrıca, yöneticiler firmanın kar payı ödeme

kabiliyetine ilişkin piyasaya sinyal göndermek amacıyla cari referans noktasından daha fazla kar payı ödemek de isteyebilir. Sınırlı kaynaklara sahip firma yöneticileri, bu içsel referans noktasının gelecekte beklenen maliyetlerine maruz kalmak istemeyeceğinden, bu sinyal modeli işe yaramaktadır (Baker ve Wurgler, 2012:2-10).

Baker ve Wurgler (2012)'in çalışmalarını destekleyecek şekilde, Nissim (2013) araştırmasının sonucunda yatırımcıların pay başına kar payından ziyade ödenen kar paylarını önemsediklerini tespit etmiştir. Ayrıca, yatırımcıların, kar payı ödemelerini, yöneticiler tarafından piyasaya gönderilen bir sinyal olarak kabul ettiklerini ortaya koymuşlardır. Son olarak çalışmada yöneticilerin kar payı ödemeyi kesme konusunda, piyasanın vereceği olumsuz tepkiden dolayı gönülsüz oldukları sonucuna ulaşmışlardır.

3.3.3. Çıpalama ve Kurumsal Yatırım Kararları

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

Yöneticilerin inanç şekli yatırım kararlarında çıpalama ve referans değere göre düzeltme vasıtasıyla fayda etkisini güçlendirecektir. Hedef pay sahipleri birleşme ve satın almalarda teklifi kabul edip etmeme konusunda hedef değere ilişkin tahmin yapmak zorundadırlar. Yöneticiler zaman, bilgi ve tecrübe kısıtlıysa, yatırımların gelecekteki nakit akışlarının bugünkü değerini hesaplarken ve alternatifler arasında seçim yaparken en son uygulanan yüksek fiyatı referans alacaklardır. Eğer teklif edilen en yüksek fiyat, hedef şirketlerin beklentilerine yakınsa, referans fiyat görüşmeler için bir çıpa kabul edilecektir. Teklif veren yöneticilerin psikolojileri de çıpalama ve referansa göre düzeltme hevristiklerinden hem doğrudan hem de stratejik olarak etkilenmektedir (Baker vd., 2012:52-53). Baker vd. (2012) bu yaklaşımı esas alarak araştırmalarında birleşme ve satın almalarda en son uygulanan yüksek fiyatların teklif edilen fiyatlar, anlaşmanın başarısı ve birleşme dalgaları üzerinde etkili olduğunu ortaya koymuşlardır.

3.3.4. Çıpalama ve Nakit Tutma Kararları

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

3.4. Sürü davranışı

Baddaley (2010) sürü davranışının temelini Keynes (1930)'in "belirsizlik koşullarında kalabalık taklit edilir" şeklindeki motivasyonuna dayandırmaktadır. Yani bireyler belirsizlik ortamında topluluğun geri kalanının kendilerinden daha üstün bilgiye sahip olduğuna inanmakta ve onları takip etmektedirler (Baddaley, 2010:282). Benzer durum finansal karar alıcılar için de geçerlidir. Yani yöneticiler benzer koşullarda firma değerini etkileyen önemli kararlarda kendi inançlarının ve tutumlarının etkisinde kalarak rasyonellikten uzaklaşabilmektedirler.

Yöneticilerin sürü davranışı göstermesinin üç temel sebebi vardır: Birinci sebep çaba sarf edilmeden edinilen bilgilerdir. Sürü davranışının ikinci nedeni ücrete dayalıdır. Ücrete dayalı sürü davranışı vekalet yaklaşımı etrafında şekillenmektedir. Vekalet yaklaşımı, yöneticilerin kendi kabiliyetlerini ve eylemlerini asıldan daha iyi bildiklerini vurgulamaktadır. Bu anlamda asimetrik bilgi koşulları söz konusu ise, yöneticilerin üstün performanslarına ilave ödemeler yapmak vekalet savaşlarını önlemek açısından etkili bir yoldur. Bu senaryoda yöneticilerin özellikle riskten kaçınan kısmı sürü davranışı göstermeyi avantajlı bulmaktadır. Sürü davranışının üçüncü nedeni ise grup normlarına ilişkindir, yani saygınlığa dayalıdır. Yöneticilerin aldıkları finansal kararlar diğer yöneticilerin kararlarından farklı ise ve kötü sonuçlanırsa, bu durum yöneticinin saygınlığına zarar verecektir. Bu faktörler irrasyonel eylemleri destekleyici unsurlar olarak görünmektedirler (Zeckhauser vd., 1991:276-279). Firmalar rakiplerinden geri kalmamak için veya diğer firmaların sahip oldukları bilgileri aşırı tahmin ettikleri için bu davranışı gösterebilmektedirler. Firmaların kendini diğer firmalarla kıyaslaması rekabeti şiddetlendirebilmektedir veya aksine danışıklı işleri destekleyebilmektedir (Lieberman ve Asaba, 2006:366-367).

3.4.1. Sürü Davranışı ve Sermaye Yapısı Kararları

Geleneksel teoriler çerçevesinde sermaye yapısını etkileyen faktörleri değerlendirip ölçmek ve doğru modeli bulmak zordur. Böyle durumlarda yöneticiler firma için en uygun sermaye yapısını belirlemeye çalışırken, diğer firmaların finansman kararlarının kendi finansman kararları için bilgi verici olduğunu düşünmektedirler. Finansman kararlarında sürü davranışı, diğer firmaların eylemleri ve karakteristikleri firmanın kendi amaç fonksiyonu haline geldiğinde gerçekleşmektedir. Bu yaklaşımdan hareketle sermaye yapısı kararlarında sürü davranışını inceleyen Leary ve Roberts (2014), sosyal öğrenme ve itibar kaygısı gibi davranışların etkisiyle yöneticilerin sermaye yapısı kararlarında önemli ölçüde öncü firmaların kararlarından etkilendiklerini ortaya koymuşlardır. Öncü firmaların kredi notu değişikliğinin firmaların kurumsal sermaye yapısını etkileyip etkilemediğini araştıran Hung vd. (2016) ise endüstride yer alan öncü firmaların kredi notu değişikliğinin firmaların sermaye yapısı kararlarını etkilediği yönünde bulgular elde etmişlerdir. Buna göre firmalar finansal kararlarında ihtiyatlı davranmaktadırlar. Aynı endüstride yer alan benzer kredi notuna sahip öncü firmalar kaldıraç oranlarını azalttıklarında firmalar kaldıraç oranlarını azaltmaktadırlar. Bir diğer çalışmada Duong vd. (2015), öncü firmaların borçlanma vadelerindeki %1'lik değişiminin, firmaların borçlanma oranlarında %5'lik bir değişmeye neden olduğunu bulmuşlardır. Ayrıca, firmaların, öncülerinin borçlanma vade yapılarını taklit etmesi karlılık, getiri ve varlıkların getirisi ile ölçülen firma performansını etkilemektedir.

3.4.2. Sürü Davranışı ve Kar Payı Dağıtım Kararları

Büyük kuruluşlar kazançlarının önemli bir kısmını kar payı ve pay geri satın almaları için kullanmaktadırlar. Piyasalar pay geri satın almaları ve kar payı artırma kararlarına olumlu tepki verirken, kar payı azalışına ilişkin haberlere olumsuz tepki vermektedirler. Finansal iktisatçılar bu anlamda hissedarların servetini arttıracak ve yatırımcılara maksimum faydayı sağlayacak kar payı politikası şekli geliştirmelidirler (Allen ve Michaely, 2002:4).

Kar payının önemli amaçlarından bir tanesi, payların fiyatlamasını kolaylaştırmak ve onu borçla mukayese edilebilir hale getirmektir. Kar payı, firma değerine ilişkin önemli dolaysız bilgiler vermektedir. Yani kar payı, yatırımcıların nakit akışlarını değerlendirebilmelerini sağlayacak ve firmaların aynı sektörde yer alan diğer firmalarla kendilerini mukayese etmelerine yardımcı olacak bilgiler sunmaktadır. Bu durumda özellikle de aynı sektörde yer alan firmalar, sermaye piyasalarında büyük bir rekabet söz konusu ise birbirlerinin kar payı politikalarını takip etme eğilimi gösterebileceklerdir. Örneğin, eğer yatırımcılar aynı endüstride yer alan firmaların paylarını fiyatlandırırken aynı temettü verimini kullanıyorlarsa ve eğer firmalar yüksek firma değerini önemsiyorsa, bir firma tarafından yapılan kar payı değişikliği bir başka firma tarafından takip edilebilecektir (Adhikari, 2013:3).

3.4.3. Sürü Davranışı ve Kurumsal Yatırım Kararları

Yöneticiler, yatırım kararlarına ilişkin belirsizlik söz konusu ise özellikle yatırımın riskini azaltmak ve rakiplerinden geri kalmamak için sürü davranışı gösterebilmektedirler. Yöneticiler yatırım kararlarını şekillendirirken veya en iyi yatırım kararını alabilmek için sektörle ilgili (finansal ürünler, nakit akışları, yatırım projeleri gibi) birçok konuda bilgiler edinmektedirler. Yöneticiler nihai kararlarını ise edindikleri bilgiler ve kendi önyargılarına göre almaktadırlar. Bunun yanında, yöneticiler diğer firmaların kararlarını da sürekli takip etmektedirler. Her firma yöneticisinin edindiği bilgi, sektörde kalma süresi ve sektöre ilişkin tecrübeleri ile farklılık göstermektedir. Bu farklılıklar yatırım projesi tercihinin başarısını etkilemektedir. Günümüzde firma yöneticilerinin başarıları sürekli değerlendirilmektedir. Bu değerlendirme ise sadece ilgili firmanın performansı değil, sektördeki diğer firma yöneticilerinin başarılarına da bağlı olmaktadır (Im vd., 2017:10-41).

Chen ve Ma (2017)'ya göre yatırım kararlarında sürü etkisi, firmalar rakiplerine nazaran bilgi avantajına sahipse ve rakipleri arasında kamuyu aydınlatma konusunda şeffaflık varsa veya şiddetli bir rekabet söz konusu ise ortaya çıkmaktadır. Firmalar yaşları veya finansal durumları açısından sektörde takipçi konumundaysa, öncülerinin kararlarına aşırı duyarlılık göstermektedirler. Benzer şekilde, Patnam (2011) firmaların yatırım kararlarında ve Ar-Ge harcamalarında şirket ağına dayalı öncü firmaların pozitif yönlü etkisi olduğunu ortaya koymuşlardır. Bir diğer çalışmada Foucault ve Fresard (2014) yatırım kararları ile pay değerleri arasında pozitif ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

3.4.4. Sürü Davranışı ve Nakit Tutma Kararları

Likidite, firmaların ödemelerinde sorun yaşamadan faaliyetlerini yürütmesi açısından önemlidir. Likidite aynı zamanda yöneticilerin yönetim başarılarının önemli bir göstergesidir. Çünkü yöneticiler günlük olağan faaliyetlerini sürdürebilecek, kısa vadeli yükümlülüklerini karşılayabilecek ve önemli yatırım fırsatlarını kaçırmayacak düzeyde nakit bulundurmaldırlar. Aynı zamanda nakit bulundurma maliyetlerini de minimum düzeyde tutacak şekilde nakit miktarını belirlemelidirler. Nakit tutma kararları firmaların faaliyet gösterdiği sektörler itibarıyla ve firmanın karakteristik özellikleri itibarıyla farklılık göstermekle birlikte, yöneticilerin kayıptan ve belirsizlikten kaçınma duygusu gibi davranışsal nedenlerden dolayı da farklılaşabilmektedir. Örneğin, Joo vd. (2016), yöneticilerin bilgiye dayalı nedenlerle nakit tutma politikalarında sürü davranışı gösterdiklerini ortaya koymuşlardır. Benzer şekilde, Chen ve Chang (2013) yöneticilerin nakit tutma düzeylerine ilişkin kararlarında sektör ortalamalarını dikkate aldıklarını bulmuşlardır. Bununla birlikte taklit davranışı özellikle finansal güçlük yaşayan ve yüksek Ar-Ge harcamalarına sahip firmalar arasında daha fazla görülmüştür.

4. Sonuç ve Değerlendirme

Davranışsal finans, finansal konuları psikolojik ve sosyolojik yapısıyla bir bütün olarak ele almaktadır. Davranışsal finans bu yönüyle insan faktörünün etkilerini de göz önünde bulundurarak finansal kararların pratiğe uygun bir yaklaşımla değerlendirilmesine imkan tanımaktadır. Literatürde görüldüğü üzere bireyler tarafından alınan kararları, onların psikolojik ve duygusal eğilimlerini göz ardı ederek değerlendirmek eksik bir değerlendirme olacaktır. Bu noktada davranışsal finans alanında yapılan araştırmalar bu eksikliği ortadan kaldıracak şekilde yatırımcıların ve yöneticilerin psikolojik önyargılarının ve duygusal eğilimlerinin finansal karar almayı, finansal piyasaları ve dolayısıyla firmaları etkileyebileceğini göstermiştir.

Davranışsal finansın artan önemi konunun boyutlarını da genişletmiştir. Öyle ki davranışsal finans günümüzde yalnızca yatırımcıların finansal kararlarını davranışsal açıdan sorgulamamakta; finansman, yatırım, kar payı dağıtımı ve nakit politikalarını da davranışsal açıdan ele almaktadır. Davranışsal kurumsal finans alanında yapılan araştırmalar finansal kararların yalnızca firmaya özgü faktörlerle değerlendirilmemesi gerektiğini; bunun yerine yatırımcıların ve yöneticilerin beklentilerinin ve davranışsal önyargılarının da dikkate alınması gerektiğini göstermektedir.

Literatürde yer alan çalışmalar genel olarak değerlendirildiğinde aşırı güvenli yöneticilerin genel olarak nakit akışlarını çok önemsedikleri, dış finansmanı maliyetli buldukları ve bu nedenle iç kaynakları elde tutarak dağıtılmamış karlara ağırlık verdikleri görülmüştür. Ayrıca aşırı güvenli yöneticiler piyasaların firmalarını düşük değerlediğine inanma eğilimi taşımaktadırlar. Araştırmalarda ortaya konulan bir diğer bulguya göre aşırı güvenli yöneticiler yatırım projelerini aşırı değerlerken; finansal sıkıntı maliyetlerini düşük tahmin ederek kaldıraçlı finansmana yönelebilmektedirler. Bunun yanında araştırmalarda kayıptan kaçınan yöneticilerin bir taraftan iflas maliyetlerinden çekindikleri için iç finansmana yöneldikleri; diğer taraftan hissedarların beklentilerini karşılamak için cömert kar payı dağıtabildikleri görülmüştür. Bir diğer önyargı olan çıpalama davranışının ise yöneticilerin borç alma davranışını etkileyebileceği ve firmayı daha düşük nakit akışlarıyla yüz yüze bırakabileceği görülmüştür. Bunun yanında çıpalama önyargısıyla hareket eden yöneticiler piyasanın vereceği tepkilere göre kar payı ödeme kararı alabilmekte ve kredili satış politikalarında firmaların kredi notunu referans kabul edebilmektedirler. Araştırmacılara göre birleşmelerde referans fiyat önemli role sahiptir. Tüm bu bulgularla birlikte yöneticilerin finansal kararlarında sürü davranışının da önemli bir etken olduğu görülmüştür. Elde edilen sonuçlarda yöneticilerin saygınlığa dayalı endişeleri, başka kaynaklardan elde ettikleri bilgiler ve rekabeti önemsemeleri sürü davranışına neden olan faktörler arasında görülmüştür.

Bu çalışmanın, davranışsal faktörlerin kurumsal finansal kararlar üzerinde belirleyici olduğuna dair yapılan çalışmalara dikkat çekerek, yeni bir araştırma alanı olan bu konuya ilişkin bir farkındalık oluşturması beklenmektedir. Bundan sonra yapılacak çalışmalarda yöneticilerin önyargılarının kurumsal finansal kararlar üzerindeki varlığının araştırılması açısından farklı yöntemler uygulanabilir. Yönetim kadrolarının demografik ve sosyolojik yapılarına ilişkin göstergeler analize dahil edilerek konu sosyo-kültürel açıdan değerlendirilebilir. Ayrıca, kurumsal finansal kararlarda bir davranışsal önyargının diğerini tetikleyip tetiklemediği araştırılarak konuya derinlik kazandırılabilir.

Kaynakça

- Adhikari, Binay Kumar (2013). Peer Influence on Dividend Policies, *Presented at the 2013 FMA Meetings*, (11.01.2014).
- Allen, Franklin ve Michaely, Roni (2002). Payout Policy, Erişim Adresi <http://finance.wharton.upenn.edu/~allenf/download/Vita/payoutpolicy.pdf> (15.12.2015).
- Azouzi, Mohamed Ali ve Jarboui, Anis (2012a). CEO Emotional Bias and Dividend Policy: Bayesian Network Method, *Business and Economic Horizons*, 7 (1), 1-18.
- Azouzi, Mohamed Ali ve Jarboui, Anis (2012b). CEO Emotional Bias and Capital Structure Choice: Bayesian Network Method, *Business Excellence and Management*, 2 (2), 47-70.
- Azouzi, Mohamed Ali ve Jarboui, Anis (2012c). CEO Emotional Bias and Investment Decision: Bayesian Network Method, *Management Science Letters*, 2, 1259-1278.
- Baddeley, Michelle (2010). Herding, Social Influence and Economic Decision Making: Socio Psychological and Neuroscientific Analyses, *Philosophical Transactions of The Royal Society B*, 365, 281-290.
- Baker, M., Ruback, Richard ve 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.
- Baker, M. Pan, Xin ve Wurgler, Jeffrey (2012). The Effect of Reference Point Prices on Mergers and Acquisitions, *Journal of Financial Economics*, 106, 49-71.

- Baker, M. ve Wurgler, J. (2012). *Behavioral Corporate Finance: A Current Survey*, George M. Constantinides, Milton Harris, and Rene M. Stulz (Ed.), In *Handbook of the Economics of Finance*, 2, New York, NY: Elsevier.
- Banerjee, A. V. (1992). A Simple Model of Herd Behaviour, *Q. J. Econ.*, 107, 797–817.
- Barberis, N. ve Huang, M. (2001). Mental Accounting, Loss Aversion and Individual Stock Returns, *Journal of Finance*, 56, 1247–1292.
- Barberis, Nicholas ve Thaler, Richard (2003). *A Survey Of Behavioral Finance*, *Handbook of the Economics of Finance*, G.M. Constantinides (Ed.), M. Harris and R. Stulz, 3 Elsevier Science B.V.
- Barros, L. A. B. ve Silveira, A. D. M. (2007). Overconfidence, Managerial Optimism and the Determinants of Capital Structure, Erişim Adresi <http://ssrn.com/abstract=953273>, (17.04.2016).
- Ben-David, I., Harvey, Campbell ve Graham, John (2007). Managerial Overconfidence and Corporate Policies, *NBER Working Paper*, No.13711.
- Chen, Shouming, Zheng Hongliang ve Wu, Sibin (2011). Senior Manager Overconfidence, Managerial Discretion and Dividend Policy: a Study of Chinese Listed Companies, *African Journal of Business Management*, 5 (32), 12641-12652.
- Chen, Yi-Wen ve Chang, Yuanchen (2013). Peer Effects on Corporate Cash Holdings, Erişim Adresi <http://www.sfm.url.tw/20thSFM/pdf/CompletePaper/028-670909802.pdf> (01.05.2016).
- Chen, Shenglan ve Ma, Hui (2017). Peer Effects in Decision-Making: Evidence From Corporate Investment, *Journal of Accounting Research*, Erişim Adresi <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcjar.2016.11.002>(16.01.2017).
- Cyert, Richard ve March, J. (1993). *A Behavioral Theory of The Firm*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, NJ.
- Cyert, Richard, Kang, Sok-Hyon ve Kuma, Praveen (1996). Managerial Objectives and Firm Dividend Policy: A Behavioral Theory and Empirical Evidence, *Journal of Economic Behavior & Organization*, 31, 157-174.
- Deshmukh, Sanjay ve Goel, Anand (2013). CEO Overconfidence and Dividend Policy, *Journal of Financial Intermediation*, 22, 440-463.
- Deshmukh, Sanjay, Goel, Anand M. ve Howe, Keith M. (2015). Do CEO Beliefs Affect Corporate Cash Holdings?, *Working Paper, DePaul University and Navigant Consulting*.
- Duong, Hong Kim, Ngo, Anh Duc ve McGowan, Carl B. (2015). Industry Peer Effect and The Maturity Structure of Corporate Debt, *Managerial Finance*, 41 (7), 714 – 733.
- Fairchild, R. (2005a). Behavioral Finance in A Principal-agent Model of Capital Budgeting, *ICFAI Journal of Behavioral Finance*, 2 (1), 34-44.
- Fairchild, R. (2005b). The Effect of Managerial Overconfidence, Asymmetric Information, and Moral Hazard on Capital Structure Decisions, *The ICFAI Journal of Behavioral Finance*, 2 (4).
- Fairchild, R. (2007). Behavioural Corporate Finance: Existing Research and Future Directions, Erişim Adresi <http://ssrn.com/abstract=1011976> (15.02.2016).
- Fairchild, R. (2009). From Behavioral to Emotional Corporate Finance: A New Research Direction, Erişim Adresi <http://ssrn.com/abstract=1473742> (15.02.2016).

- Foucault, T. ve Fresard, L. (2014). Learning from Peers' Stock Prices and Corporate Investment, *Journal of Finance Economics*, 111 (3), 187-243.
- Gervais S. Heaton, J. B. ve Odean, Terrance (2011). Overconfidence, Compensation Contracts and Capital Budgeting, *The Journal of Finance*, LXVI (5), 1735-1777.
- Gordon, Myron J. (1959). Dividends, Earnings, and Stock Prices, *Review of Economics and Statistics*, 41, 99-105.
- Hackbarth, D. (2002). Managerial Optimism, Overconfidence, and Capital Structure Decisions, Erişim Adresi 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 (04), 843-881.
- Heaton, J. B. (2002). Managerial Optimism and Corporate Finance, *Financial Management*, 31 (2), 33-45.
- Helliar, C.V. Power, D.M. ve Sinclair, C.D. (2005). Managerial Irrationality in Financial Decision Making, *Managerial Finance*, 31 (4), 1-11.
- Huang-Meier, Winifred, Lambertides, N. ve Steele, J.M. (2015). Motives for Corporate Cash Holdings: The CEO Optimism Effect, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 1-34.
- Hung, Chi-Hsiou D., Naeem, Shammyla ve Wei, K.C. John (2016). Credit Rating Changes of Peer Firms and Corporate Capital Structure, Erişim Adresi http://www.efmaefm.org/OEFMAMEETINGS/FMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2016-Switzerland/papers/EFMA2016_0401_fullpaper.pdf (04.01.2016).
- Im, Hyun Joong ve diğerleri (2017), "Economic Policy Uncertainty and Peer Effects in Corporate Investment Policy: Evidence from China", Erişim Adresi <https://ssrn.com/abstract=2713102> (31.01.2017).
- Joo, Changlim Yang, Insun ve Yang, Taeyong (2016). Peer Group Effect in Firm Cash Holding Policy: Evidence from Korean Manufacturing Firms, *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 45, 535-573
- Kahneman, D. ve Tversky, A. (1979). Prospect theory: An Analysis of Decision Under Risk, *Econometrica*, 47, 263-91.
- Karaa, İbrahim Emre (2011). Impact of Anchoring Bias on Corporate Profits and Shareholders Wealth, *International Journal of Economics and Finance Studies*, 3 (2) 105-115.
- Karan, Mehmet Baha (2004). *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*, Gazi Kitabevi.
- Keynes, J. M. (1930). *In A Treatise on Money*, London, UK: Macmillan.
- Leary, Mark T. ve Roberts, Michael R. (2014). Do Peer Firms Affect Corporate Financial Policy?, *Journal of Finance*, 69, 139-178.
- Lieberman, Marvin B. ve Asaba, Shigeru (2006). Why Do Firms Imitate Each Other?, *The Academy of Management Review*, 31 (2), 366-385.
- Lin, Y., Hu, Shing-yang Hu ve Chen, Ming-shen (2005). Managerial Optimism and Corporate Investment: Some Empirical Evidence from Taiwan, *Pacific-Basin Finance Journal*, 13 (5), 523-546.
- Lintner, John (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes, *American Economic Review*, 46, 971-113.
- Malmendier, U. ve Tate, G. (2005). CEO Overconfidence and Corporate Investment, *Journal of Finance*, 60 (6), 2661-2700.

- Malmendier, U. Tate, Geoffrey ve Yan, Jon (2011). Overconfidence and Early-life Experiences: The Effect of Managerial Traits on Corporate Financial Policies, *Journal of Finance*, 66 (5), 1687-1733.
- Mishra, Chandra S. ve Daniel L. McConaughy (2016). Founding Family Control and Capital Structure: The Risk of Loss of Control and the Aversion to Debt, *Entrepreneurship: Theory and Practice*, Summer 1999, 53, Academic OneFile.
- Miller, Merton H. ve Modigliani, Franco (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares, *The Journal of Business*, 34 (4), 411-433.
- Nissim, David (2013). Dividends as Reference Points: Evidence from EU15 Countries, Erişim Adresi <http://urn.fi/URN:NBN:fi:aalto-201305102110> (15.04.2016).
- Odean, T. (1998). Volume, Volatility, Price and Profit When All Traders are Above Average, *Journal of Finance*, 53 (6), 1887 -1934.
- Oliver, B. R. (2005). The Impact of Management Confidence on Capital Structure, Erişim Adresi <http://ssrn.com/abstract=791924> (02.01.2016).
- Oran, Jale Sözer ve Perek, Seda Gürol (2013). An Empirical Test of Optimism Bias in Capital Budgeting Decisions, *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 9 (2), 287-296.
- Nofsinger, J. (2003). Social Mood and Financial Economics, *Working Paper*, Department of Finance: Washington State University.
- Patnam, Manasa (2011). Corporate Networks and Peer Effects in Firm Policies: Evidence From India, Erişim Adresi http://www.econ.cam.ac.uk/events/conf/networks-docs/corporate_mpatnam.pdf (15.12.2015).
- Pompian, Michael M. (2006). *Behavioral Finance and Wealth Management: How to Build Optimal Portfolios That Account for Investor Biases*, John Wiley and Sons, New Jersey.
- Ramiah, Vikash, Yilang Zhao, Moosa, Imad ve Graham, Michael (2014). A Behavioral Finance Approach to Working Capital Management, *The European Journal of Finance*, Erişim Adresi <http://dx.doi.org/10.1080/1351847X.2014.883549> (02.01.2016).
- Ricciardi, Victor ve Simon Helen K. (2000). What is Behavioral Finance?, *Business, Education & Technology Journal*, 2 (1), 1-9.
- Roll, Richard (1986). The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers, *Journal of Business*, 59 (2), 197-216.
- Shefrin, Hersh (2001). Behavioral Corporate Finance, *Journal of Applied Corporate Finance*, 14 (3), 113-126.
- Shefrin, Hersh (2007). *Behavioral Corporate Finance: Decisions that Create Value*, McGraw-Hill International Edition.
- Shiller, Robert J. (2003). From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance, *Journal of Economic Perspectives*, 17 (1), 83-104.
- Soufani, K., Tse, Terence, Cole, Othman ve Aboulame, Anas (2012). Do Behavioural Biases Explain Capital Structure Decisions?, *European Financial Management Association 2012 Annual Meetings*, June 27-30, Barcelona, Spain
- Statman, Meir (2014). Behavioral Finance: Finance with Normal People, *Borsa İstanbul Review*, 14 (2), 65-73.
- Thaler, R. H. (1999). Mental Accounting Matters, *Journal of Behavioral Decision Making*, 12, 183-206.

- Tomak, Serpil (2013). The Impact of Overconfidence on Capital Structure in Turkey, *International Journal of Economics and Financial Issues*, 3 (2), 512-518.
- Tversky, A. ve Kahneman, D. (1974). Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases, *Science*, 185, 1124-1131.
- Tversky, A. ve Kahneman, D. (1991). Loss Aversion in Riskless Choice: A Reference Dependent Model, *Quarterly Journal of Economics*, 106 (4), 1039–1061.
- Zeckhauser, Richard Patel, Jayendu ve Hendricks, Darryll (1991). Nonrational Actors and Financial Market Behavior, *Theory and Decision*, 31, 257-287.

CORPORATE FINANCIAL DECISIONS IN THE CONTEXT OF BEHAVIORAL CORPORATE FINANCE: A LITERATURE REVIEW

Extended Abstract

Aim: Traditional perspective in corporate finance considers the managers as rational individuals who try to increase expected utility. In this sense, managers are assumed to behave unbiased in their decisions. However, recently, there is a criticism about this assumption for not taking into consideration cognitive biases for the corporate financial decisions and this criticism is supported with empirical works that the cognitive biases can be effective on corporate financial decisions. In this context, *behavioral corporate finance* is emerging as a new and significant research area by focusing on managerial irrationality. Behavioral corporate finance is about corporate financial decisions with the focus of behavioral biases without ignoring the traditional approaches. Behavioral corporate finance deal with the decision-making process at corporations with the consideration of human behavior. The most important approaches in behavioral corporate finance are Baker et al. (2007)'s "irrational investor–rational manager" approach and "irrational manager–rational investor" approach. The *Irrational investor–rational manager* approach is about the effects of non-rational investors' behavior on rational managers. Irrational investors can affect the prices by limited arbitrage and rational managers shape their financial decisions accordingly. The *irrational manager–rational investor* approach is associated with the effects of the irrational managers' decisions with behavioral biases on firm value. In the literature, overconfidence bias is basically used; however, herding behavior, loss aversion and anchoring are also used as managerial biases. How these biases affect capital structure decisions, dividend paying decisions, investment decisions, and cash holding policies are investigated in related researches.

The purpose of this study is to explain the empirical findings about how behavioral biases affect corporate financial decisions and thus to draw attention to the importance of these works for the future researches in behavioral corporate finance area.

Method: This research is a comprehensive literature review of the studies that examine the relationship between behavioral biases and corporate financial decisions.

Findings: The behavioral corporate finance literature indicates that overconfident managers are concerned much about the cash flows and find external finance costly and therefore they try to rely on internal sources by keeping retained earnings. Overconfident managers also have a tendency to believe that markets undervalue their firms. Besides, while overconfident managers overvalue investment projects, they underestimate costs of financial distress and this leads to leveraged financing. Another finding in the mentioned literature is about the decisions of loss-

aversion managers. Loss-aversion managers tend to prefer internal financing to avoid bankruptcy costs; however, they distribute dividends generously to be able meet the shareholders' expectations. Anchoring bias is among the managerial biases analyzed and found that anchoring can affect the managers' borrowing behavior and leaving firms with lower cash flows. Besides, managers with anchoring bias shape their dividend paying decisions according to the market reaction and they take credit ratings of the firm as a reference to the installment selling policies. Researchers insist that reference price has a great influence on mergers. Besides all these findings above, herd behavior is also an important managerial bias in financial decisions. It is found that managers' reputational concerns, information they get from outside sources, and giving attention to being competitive are the factors which cause herding behavior.

Conclusion: The behavioral corporate finance literature indicates that corporate financial decisions should not be evaluated with only firm-specific factors; instead, behavioral biases and expectations of investors and managers should also be taken into account. It is believed that this study will create an awareness of this new research area, behavioral corporate finance, by drawing attention to the works which investigate the role of behavioral biases on corporate financial decisions. It can be recommended from the literature that some new different factors and methods can be used in the future researches to investigate the impact of managerial biases on the corporate financial decisions. In this context, corporate financial decisions can be analyzed from the socio-cultural perspective by including demographic and sociologic factors of managers. Besides, this research area can be deepened by investigating whether one behavioral bias stimulates another one for the corporate financial decisions.

