

Sermaye Yapısı Üzerinde Etkili Faktörler: Davranışsal Kurumsal Finans Bağlamında Bir Panel Veri Analizi

Bilgehan TEKİN (https://orcid.org/0000-0002-4926-3317), Department of Business Administration, Çankırı Karatekin University, Turkey; e-mail: btekin@karatekin.edu.tr

The Factors Affecting Capital Structure: A Panel Data Analysis in the Context of Behavioural Corporate Finance

Abstract

In this study, the effects of “Real Sector Confidence Index” as well as the effects of firm-specific and macroeconomic factors on the capital structure were investigated. In line with the studies conducted in behavioral corporate finance, Real Sector Confidence Index has been considered as a measure of the overconfidence of managers. Other variables considered in the study are net sales, change in assets, return on assets, gross domestic product and inflation. In the study, leverage ratio is used as the variable capturing the capital structure. Firms listed in the BIST Industry Index were examined using panel data analysis. According to the results of the study, no evidence could be found towards an effect of Real Sector Confidence Index on capital structure. However, the effect of other variables on capital structure has been determined at certain levels of confidence.

Keywords : Real Sector Confidence Index, Overconfidence, Capital Structure.

JEL Classification Codes : D91, G3, G32, G41.

Öz

Bu çalışmada firmaya özgü ve makroekonomik faktörlerin yanı sıra “Reel Kesim Güven Endeksinin” sermaye yapısı üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Reel kesim güven endeks verileri davranışsal kurumsal finans çerçevesinde yapılan çalışmalara paralel olarak yöneticilerin kendine aşırı güvenlerinin bir ölçüsü kabul edilmiştir. Çalışmada dikkate alınan diğer değişkenler net satışlar, aktiflerdeki değişim, aktif kârlılığı, gayri safi yurtiçi hâsıla ve enflasyondur. Çalışmada sermaye yapısı değişkeni olarak kaldıraç oranı kullanılmıştır. BIST SINAİ endeksi firmaları üzerine yapılan çalışmada panel veri analizi yöntemi kullanılmıştır. Çalışma sonucunda Reel Kesim Güven Endeksinin sermaye yapısı üzerinde bir etkisi tespit edilememiş bununla birlikte diğer değişkenlerin sermaye yapısı üzerinde belirli düzeylerde etkisi tespit edilmiştir.

Anahtar Sözcükler : Reel Kesim Güven Endeksi, Kendine Aşırı Güven, Sermaye Yapısı.

1. Giriş

Firmaların sermaye yapılarının belirleyicilerinin neler olduğunun anlaşılması, yöneticilere gelecek planlamalarında, tahminlerinde ve daha etkin kararlar almalarında yardımcı olacaktır. Firmaların sermaye yapısını oluşturan bileşenlerin nasıl belirlendiği ve etkili olan faktörlerin neler olduğu, geçmişten günümüze kadar sürekli olarak araştırılan ve tartışılan, güncelliğini koruyan bir konu olmuştur. Akademik alanda Modigliani ve Miller (1958)’dan bu yana firmaların sermaye yapılarını belirlerken hangi faktörlerden etkilendiklerini anlamak adına kayda değer çalışmalar yapılmıştır. Bununla birlikte, gelinen noktada evrensel bir geçerliliği olan sermaye yapısı teorisinin olmadığı görülmektedir.

Sermaye yapısı kararları işletmelerin borç ve özkaynak kalemlerinin nasıl şekilleneceği ile ilgilidir. Yöneticiler bu yapı içerisinde yer alacak unsurların hangileri olacağı konusunda karar vermek zorundadırlar. Geleneksel anlamda sermaye yapısının belirleyicileri iç ve dış faktörlerden oluşmaktadır. İç faktörler kârlılık, büyüme, büyüme fırsatları v.b. işletme ile ilgili finansal göstergelerden oluşmaktadır. Dış faktörler ise genel olarak ekonomik büyüme, fiyatlar genel seviyesindeki değişim, vergi ve faiz oranları şeklinde ifade edilir.

Modern finansal modellerin çoğu karar almada rasyonellik varsayımına dayanmaktadır. Ekonomik aktörlerin rasyonel beklentilerle rasyonel tercihlerde bulduklarını varsayar. Bireyler, riskten kaçınarak, beklenen faydalarını maksimize etme amacı güderek, önyargılardan ve diğer psikolojik etmenlerden yoksun olarak geleceği tahmin etmeye çalışırlar. Buna karşın davranışsal finans alanında, ekonomik aktörlerin aldıkları kararların psikolojik ve/veya bilişsel önyargılardan etkilendiği varsayımına dayanan modeller geliştirilmiştir.

Davranışsal finans, Kahneman ve Tversky (1979) tarafından yapılan “Beklenti Teorisi” çalışmasını dayanak alarak gelişme göstermiş bir çalışma alanıdır. Davranışsal finans psikolojinin, yöneticilerin ve yatırımcıların davranışları üzerindeki etkisi ile verdikleri finansal kararların piyasalar üzerindeki etkisinin anlaşılmasını sağlamayı amaçlamaktadır (Nofsinger, 2005a). Bu çalışma alanının firma yöneticilerinin firmalarını ilgilendiren kararları üzerine uygulanması sonucu “Davranışsal Kurumsal Finans” gündeme gelmiştir. Bu alanda yapılan çalışmaların bulgularına göre sermaye yapısı kararlarına ilişkin olarak yöneticilerin psikolojik önyargıları, yatırımcıların beklentileri ile tutarlı olmayabilir. Örneğin Hackbarth (2004) yöneticilerin sermaye yapısı karmalarında özsermayeden ziyade borcu tercih etmelerinin sebebinin firmalarının geleceğine olan güvenlerinden ileri gelebileceğini belirtmiştir. Fakat bu durum beraberinde artan iflas riskini ve daha yüksek sermaye maliyetini getirebilir (Mefteh & Oliver, 2007: 5).

Türkiye’de imalat sanayide faaliyette bulunan firmaların yöneticilerinin ülkenin ekonomik gidişatı bağlamındaki beklentileri yatırım ve finansman kararlarını doğrudan etkileyebilecek bir göstergedir. Bu nedenle T.C. Merkez Bankası tarafından yapılan “İktisadi Eğilim Araştırması” çalışmasının bir parçası olan reel kesim güven endeksi gibi (RKGE) reel sektörde faaliyet gösteren firma yöneticilerinin gelecekle ilgili beklentilerini ve

güvenlerini yansıtan göstergelerin firmaların sermaye yapılarını etkileyip etkilemediği konusunun önemli olduğu düşünülmektedir.

RKGE aylık olarak yayınlanmakta ve sekiz soru içermektedir. Bunlar; toplam sipariş miktarı (mevcut durum), mamul mal stok miktarı (mevcut durum), üretim hacmi (gelecek 3 ay), toplam istihdam (gelecek 3 ay), toplam sipariş miktarı (son 3 ay), ihracat sipariş miktarı (gelecek 3 ay), sabit sermaye yatırım harcaması ve genel ekonomik gidişata yönelik sorulardır (Alkaçar, 2016: 45). 2008 yılında etkisini daha fazla gösteren küresel çaptaki kriz ile birlikte reel sektörün ekonomik gelişmelere karşı tepkisinin ölçülmesi konusunda birlikte güven endekslerinin önemi giderek artmıştır. Ekonomide reel kesim davranışları hem karar alıcılar hem de ülke ekonomisinin gelecek dönemlerine ilişkin tahmin yürütenler açısından önemlidir. Öyle ki üretici kesimin ekonominin geleceğine olan güveninde tespit edilen iyimserlik yatırım yapma isteğini ve riske girme eğilimini yükseltebilecek iken kötümserlik üretim ve istihdamın azalmasına neden olabilecektir (Arısoy, 2012: 305).

Bu çalışmada özellikle davranışsal kurumsal finans bağlamında üzerinde oldukça sık durulan yöneticilerin kendine aşırı güveni ve firma finansal kararları üzerindeki etkisi konusu farklı bir açıdan ele alınmıştır. Çalışmada Oliver (2005) ve Tomak (2013) tarafından yapılan çalışmalardan farklı olarak RKGE verileri Türkiye’de Borsa İstanbul’da işlem gören şirketlerin yöneticilerinin genel güvenlerinin bir ölçüsü olarak alınmıştır. Ayrıca çalışmada sermaye yapısını etkilediği daha önce yapılan çalışmalarda ortaya konmuş çeşitli firmaya özgü (Satışlar, Aktiflerdeki Değişim, Aktif Kârlılığı) ve makroekonomik değişkenlerin (GSYİH, Enflasyon) sermaye yapısı göstergesi olarak alınan finansal kaldıraç oranı (Toplam Borçlar/Toplam Varlıklar) üzerindeki etkisi de incelenmiştir.

2. Literatür Araştırması

Modern sermaye yapısı teorisi, Modigliani ve Miller’in (MM) (1958) öncü çalışmalarına dayanmaktadır. Modigliani ve Miller’in, firmaların tercih ettiği sermaye yapısı karmasının firma değerini etkilemeyeceği sonucuna ulaştıkları ilk çalışmalarından bu yana sermaye yapılarının oluşturulma biçimleri ve sermaye yapısını etkileyen unsurların tespitine yönelik yapılan çalışmalar sayesinde geniş çapta bir literatür meydana gelmiştir. MM, 1963 yılında modellerine kurumlar ve gelir vergisini dâhil etmişlerdir. MM’nin geleneksel finans teorisinde ufuk açan çalışmaları sonrasında firmaların sermaye yapısı bileşenleri ve kararları üzerinde etkisi olan faktörler üzerine çok sayıda çalışma yapılmıştır. 1976 yılında Jensen ve Meckling tarafından ortaya konan temsilcilik maliyetleri ve 1977 yılında Myers tarafından ortaya konulan iflas ve finansal sıkıntı maliyetleri, sermaye yapısını konu alan önemli çalışmalardandır. Yine sermaye yapısını konu alan diğer önemli çalışmalardan bir kısmı ise Ross (1977), Myers (1984) ve Myers ve Majluf (1984)’a aittir. Sermaye yapısı literatürünü oluşturan temel çalışmalardan bir diğeri DeAngelo ve Masulis’in¹ (1980) oluşturdukları

¹ DeAngelo ve Masulis (1980), Miller’in (1977) çalışmasına ek olarak borçlanma ve vergi ilişkisine gelir vergisini dâhil etmektedir. Borcun vergi kalkamı etkisi sayesinde firmalar maliyetsiz bir optimum kaldıraç imkânı

modele gelir vergisini de dâhil ettikleri çalışmalarıdır. Bu modele daha sonra Kraus ve Litzenberger (1973), Scott (1976), Kim (1978) ve Chen ve Kim (1979) gibi araştırmacılar da katkı sağlamışlardır. Bu katkılar sonucunda bu modelden, borçlanmanın vergi avantajı ile finansal sıkıntı maliyetleri arasındaki dengenin bir sonucu olarak ortaya çıkan bir optimum borç düzeyinin olduğu hipotezine geçiş yapılmıştır. Bu yeni durum dengeleme veya denge (trade-off) teorisi olarak ifade edilmiştir. Daha sonra Myers ve Majluf (1984), finansal hiyerarşi (pecking order) teorisini geliştirmişlerdir. Bu çalışmalara karşın Myers (2001), sermaye yapısı teorilerinin hiçbirinin finansal stratejiler için genel bir tanımlama veremediğini bunun nedeninin teorilerin geneli temsil edecek şekilde dizayn edilmediği gerçeği olduğunu belirtmiştir².

Psikoloji, insanların bilişsel karar verme süreçlerinde önemli sınırlara sahip olduklarını ve alacakları kararları önemli derecede etkileyen davranışsal önyargılar geliştirdiklerini vurgulamaktadır. Bu nedenle son 10-15 yıllık dönemde, finans alanında yapılmış çalışmalara bakıldığında, sermaye yapısının belirlenmesinde etkili olan gerçek faktörlerin ne olduğunu araştıran çalışmaların, söz konusu faktörleri psikolojinin argümanları ile açıklamaya çalıştığı görülmektedir.

Çeşitli makroekonomik göstergelerle sermaye yapısı kararları arasındaki ilişkilerin incelendiği çalışmalardan biri olan Ooi (1999) tarafından yapılan çalışmada İngiltere’de şirketlerin borç-özkaynak yapısının, firmaya özgü çeşitli niteliklerden ve makro-ekonomik faktörlerden nasıl etkilendiği araştırılmıştır. Varlık yapısının, faaliyet kolunun, finansal stresin, piyasa hâkimiyetinin, borçlanma maliyetlerinin ve mülkiyet gelişimine katılım düzeyinin borçlanma politikasının belirleyicileri olduğu belirlenmiştir.

Graham ve Harvey (2002), firmalarda sermaye yapısı kararlarının ağırlıklı olarak pratik ve informal kurallara dayanmakta olduğunu ve akademik alanda yapılan çalışmaların önerilerine yeteri kadar önem verilmediğini belirtmektedirler. Araştırmacılara göre borç politikasını etkileyen en önemli faktörler, finansal esnekliği sürdürmek ve iyi bir kredi notuna sahip olmaktır. Ayrıca firma büyüklüğü kurumsal finansman uygulamalarını önemli ölçüde etkilemektedir. Örneğin, büyük firmaların net bugünkü değer tekniklerini kullanma olasılığı daha yüksek iken küçük işletmelerin geri ödeme süresi tekniklerini kullanma olasılığı daha yüksektir.

elde edebilirler. DeAngelo Masulis modeli aynı zamanda, firmaların optimal sermaye yapılarının endüstriler arasındaki vergi oranlarının farklılık göstermesi nedeniyle kısmen de olsa içinde buldukları endüstrilere bağlı olarak şekilleneceğini belirtmektedir.

² Bu bölüm "Firmaların Finansal Kararları Üzerinde Davranışsal Önyargıların Etkisi" Başlıklı Doktora Tezinden alınmıştır.

Bharath, Pasquariello ve Wu (2008), bilgi asimetrisinin sermaye yapısı kararlarının önemli bir belirleyicisi olup olmadığını araştırmışlardır. Çalışmalarının sonuçları bilgi asimetrisinin, firmaların sermaye yapısı kararlarını etkilediğini göstermiştir.

Frank ve Goyal (2009), 1950'den 2003'e kadar halka açık Amerikan şirketlerinin sermaye yapısı kararlarında etkisi olan faktörleri incelemişlerdir. Piyasa kaldıraç üzerinde etkisi olan faktörler medyan endüstri kaldıraç (+), piyasa değeri/defter değeri oranı (-), maddi duran varlıklar (+), kâr (-), aktiflerin logaritması (+) ve beklenen enflasyon (+) şeklinde tespit etmişlerdir. Ayrıca, temettü ödeyen firmaların daha düşük kaldıraç oranına sahip olduklarını belirtmektedirler.

Robb ve Robinson (2014) girişimcilerin firmaların ilk faaliyet yıllarında yaptıkları sermaye yapısı seçimlerini incelemişlerdir. Çalışmalarının sonuçları yeni kurulan firmaların aile ve arkadaş çevresinden daha çok borçla finansmanı tercih ettiklerini göstermiştir.

Öztekin (2015) tarafından yapılan ve sermaye yapısının uluslararası belirleyicilerinin incelendiği çalışmanın sonuçlarına göre kaldıraç oranını belirleyen faktörler firma büyüklüğü, maddi kaldıraç, sanayi kaldıraç, kâr ve enflasyondur.

Özellikle 2000'li yıllarla birlikte davranışsal finans bulguları temel alınarak yöneticilerin davranışsal ve psikolojik özelliklerinin aldıkları finansal kararlarında önemli bir etken olabileceğine yönelik çeşitli çalışmalar yapılmış ve yapılmaya devam etmektedir. Yakın zamanda Malmendier ve Tate (2015), Huang vd. (2016), Marwan ve Sedeek (2018) gibi araştırmacılar tarafından yapılan çalışmalar konunun güncelliğinin ve öneminin devam ettiğini göstermektedir. Psikolojinin, davranış bilimlerinin ve davranışsal finansın bulgularının firmalarda alınan finansal kararlar üzerindeki etkisi bağlamında yapılan çalışmalara bakıldığında finansman alternatifi tercihi ile yönetimsel güven (managerial confidence) arasında bir ilişki olduğu belirtilmektedir. Malmendier ve Tate (2015) yönetimsel aşırı güveni, yöneticilerin firmalarının değerini aşırı yüksek tahmin etmeleri olarak tanımlamaktadırlar. Bu önyargı kendini iki biçimde ortaya koymaktadır. Birincisi, kendine aşırı güvenen bir yönetici şirketin mevcut varlıklarının piyasa tarafından düşük değerlendirildiğine inanmaktadır. İkincisi, aşırı güvene sahip bir yönetici, gerçekleştirebileceği gelecekteki potansiyel yatırımların getirisini abartılı tahmin etmektedir.

Uluslararası alanda yapılan çalışmaları bünyesinde barındıran ilgili literatüre bakıldığında, kendine aşırı güven önyargısının sermaye yapısı kararları üzerindeki etkisini inceleyen çok sayıda çalışmanın mevcut olduğu görülmektedir. Bu konuda yapılan çalışmaların ilk örnekleri olarak Statman ve Caldwell (1987), Kahneman ve Lovallo (1993), Stein (1996), De Bondt ve Thaler (1995), Shefrin (1999), Heaton (2002), Nofsinger (2005a, 2005b), Oliver (2005), Hackbarth (2008), Ben-David, Graham ve Harvey (2007), Fairchild (2009), Malmendier ve Tate (2005a;2005b), Puri ve Robinson (2007), Silveira ve Barros (2008), Hackbarth (2009) tarafından yapılan çalışmalar sayılabilir. Kimi çalışmalarda bu tür yöneticilerin daha çok dış borçlanmayı (Shefrin, 1999; Hackbarth, 2002, 2004a, 2004b; Fairchild, 2009) tercih ettikleri, kimi çalışmalarda (Malmendier vd., 2011) ise daha çok firma kârını kullanmayı tercih ettikleri belirtilmektedir.

Yakın zamanda ise Antonczyk ve Salzmann (2014) 42 ülkeden seçtikleri firmaların sermaye yapısı kararlarının firmanın bulunduğu ülkenin bireyselleşme derecesinden etkilendiğini bulmuşlardır. Bireyselliğin yüksek düzeylerde olduğu ülkelerde yöneticilerin güçlü iyimserlik ve aşırı güven sergilediklerini ve bu durumunun sermaye yapısında borcu tercih etme düzeyini yukarı yönlü etkilediğini belirtmektedirler. Fauver ve McDonald (2015), G20 ülkelerinde 13.000'i aşkın firma üzerinde sosyal özellikler ile (bireycilik ve riskten kaçınma), firma yönetimi ve sermaye yapısı etkileşimlerini incelemiştir. Yüksek düzeyde bireyciliğin, artan borç kullanımı ve düşük sermaye maliyeti ile ilişkili olduğunu ve yüksek riskten kaçınmanın ise ters etkilere sahip olduğunu bulmuşlardır. Sonuçlar, gelişmekte olan ülkelerdeki sermaye yapısının, gelişmiş ülkelere göre ulusal kültürden önemli ölçüde daha az etkilendiğini göstermektedir. Huang, Tan ve Faff (2016), kendine aşırı güvenin CEO'ların vade kararlarını etkileyip etkilemediğini ve ne ölçüde etkilendiğini incelemiştir. Kendine aşırı güvenli CEO'lar tarafından yönetilen firmaların daha kısa vadeli borç yapısını benimsemeye eğilimli olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Esghaier (2017) 2009-2015 yılları arasında 160 Amerikan sanayi şirketinin finansman tercihlerinin açıklanmasında yöneticilerin aşırı güven ve iyimserlikle ilgili psikolojik faktörlerinin rolünü ampirik olarak analiz etmektedir. Bulgularına göre, yöneticilerin aşırı güvenlerinin pozitif ve önemli etkileri söz konusudur. Abdeldayem ve Sedeek (2018) Mısır'da yönetici davranışlarının kurumsal finansal kaldıraç düzeyine etkisini değerlendirmek için bir kesit analizi uygulamışlardır. Bulgularına göre yönetsel iyimserlik ve risk toleransı firmanın kaldıraç oranı üzerinde önemli bir pozitif etkiye sahiptir ve yönetsel aşırı güvenin firmanın sermaye yapısı üzerinde önemli bir etkisi yoktur.

Literatürde firmaların sermaye yapısı kararları üzerinde etkisi olduğu düşünülen farklı değişkenler de araştırılmıştır. Örneğin Friend ve Lang (1988) sermaye yapısı kararlarının yönetsel çıkarlar tarafından motive olup olmadığını araştırmışlardır. Shivdasani ve Stefanescu (2009) ise firmaların emeklilik fonu ödemelerinin sermaye yapılarına etkilerini incelemiştir. Bae, Kang ve Wang (2011) çalışanlarına adil davranan firmaların daha az borçlandıkları sonucuna ulaşmışlardır.

3. Veri ve Yöntem

Çalışmada veriler T.C. Merkez Bankası, Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK), Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP), Borsa İstanbul, Dünya Bankası ve aracı kurumlardan elde edilmiştir. Veriler 2007 yılı 1. çeyrek ve 2018 yılı 2. çeyrek aralığını kapsamaktadır. Çalışmanın bu dönemi kapsamasının nedeni RKGE verilerinin 2007 yılından itibaren yayınlanmaya başlamasıdır. Çalışmada BIST SINAİ endeksinde işlem gören şirketler dikkate alınmıştır. Bu şirketler arasından verilerine ulaşılamayan veya çok sayıda eksik verisi bulunan şirketler elenmiştir. Çalışmada panel veri analizi yöntemi kullanılmış olup toplam 124 şirket ele alınmış ve bu şirketlere ait 5704 gözlem yer almıştır. İstatistik programlarından Stata 15 ve Eviews 10 kullanılmıştır.

Oliver (2005) ve Tomak (2013) tarafından yapılan çalışmalarda tüketici güveni ve tüketici eğilimi araştırması sonuçları veri kabul edilirken bu çalışmada RKGE değerleri yöneticilerin genel güven düzeylerinin bir ölçüsü kabul edilmiştir. Söz konusu endeks reel

sektör temsilcilerinin ekonomik görünümüne ilişkin genel izlenimlerini ortaya koymak amacıyla T.C. Merkez Bankası tarafından her ay uygulanan iktisadi yönelim anketinin farklı sorularına verilen yanıtların birlikte değerlendirilerek özetlendiği bir göstergedir.

Zaman serisi bir değişken veya değişkenlerin zaman içerisinde aldığı değerlerden oluşmaktadır. Kesit verilerinde değerler, değişken veya değişkenlerin zaman içerisinde aldığı değerlerin tek bir noktada çeşitli örneklemelerden oluşmaktadır. Panel veri analizi, zaman içerisinde analiz edilen değişkenlerin aynı kesit birimleri içerisinde gözlemlenmesini sağlamaktadır (Alsu, 2017: 305).

Bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenler üzerindeki etkisini tespit etmek amacıyla kullanılacak panel regresyon modeli aşağıdaki şekildedir (Greene, 2003: 183).

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta X_{it} + \varepsilon_i, i = 1, 2, \dots, N \text{ ve } t = 1, 2, \dots, T \quad (1)$$

Denklem 1.1'de Y_{it} modele ait bağımlı değişkenleri X_{it} bağımsız değişkenleri α_i sabit katsayıyı ve ε_{it} hata terimini göstermektedir. Çalışmada regresyon modeli şu şekilde tahmin edilmektedir.

$$KALDIRAÇ_{it} = \beta_1 + \beta_2 AD_{2it} + \beta_3 AK_{3it} + \beta_4 NS_{4it} + \beta_5 GSYİH_{5it} + \beta_6 ENF_{6it} + \beta_7 RKGE_{7it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Çalışmada kullanılan değişkenlerin öncelikle doğal logaritmaları alınmış sonra analizlere geçilmiştir. Çalışmada kullanılan değişkenler şöyledir:

- **Sermaye Yapısı Göstergesi:** Kaldıraç Oranı (KO) = Toplam Borçlar/Toplam Aktifler (Bağımlı Değişken)
- **Kârlılık Göstergesi:** Aktif Kârlılığı (AK) = Net Kar/Toplam Aktif
- **Büyüklik Göstergesi:** Net Satışlar (NS)
- **Büyüme Fırsatları:** Aktiflerdeki Değişim (AD)
- **Makro Ekonomik Göstergeler:**
 - GSYİH (Ekonomik Büyüme)
 - Enflasyon (Tüketici fiyat endeksi)
 - Reel Kesim Güven Endeksi (RKGE) (*Aşırı Güven Ölçüsü*)

4. Analiz ve Bulgular

4.1. Tanımlayıcı İstatistikler

Çalışmada öncelikle değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler hesaplanmıştır. Tablo 1, Türkiye'de sanayi sektöründe faaliyet gösteren firmaların 2007 ç1-2018 ç2 dönemi için regresyon modelinde yer alan değişkenler hakkında tanımlayıcı istatistikleri göstermektedir. Örneklem dönemi içerisinde RKGE'nin ortalama değeri yaklaşık 104,2'dir. Maksimum değeri 2011 yılının 2. çeyreğinde gerçekleşen 116,73 minimum değeri ise 2008 yılının 4. çeyreğinde gerçekleşen 58,73'tür. Ortanca değerlere bakıldığında genel olarak ortalama değerlere yakın olduğu görülmektedir. Kaldıraç oranının sektör ortalamasının %46,64 olduğu görülmektedir. Standart sapması ise 0,24'tür. Değişkenlerin çarpıklık

değerlerine bakıldığında AK ve RKGE değişkenlerinin sola çarpık (sağa yatık) diğerlerinin ise sağa çarpık (sola yatık) olduğu görülmektedir. Basıklık değerlerine bakıldığında, makroekonomik değişkenlerin dışındaki değişkenlerin basıklık değerlerinin olmadığı görülmektedir.

Tablo: 1
Çalışmada Kullanılan Değişkenlere İlişkin Özet İstatistikler

	KO	AK	AD	logNS	logGSYİH	ENF	RKGE
Ortalama	0.466369	0.032262	3.816443	10.23379	8.608467	219.3787	104.1950
Medyan	0.449477	0.022145	2.410000	10.18562	8.607239	209.2800	106.0800
Maksimum	3.427024	0.995394	602.6300	12.73198	8.949014	349.5200	116.7300
Minimum	0.020337	-2.884544	-82.79000	6.877757	8.277823	136.6400	58.73000
Std. Sap.	0.242030	0.092274	16.55313	0.723092	0.189235	5.790708	1.070623
Çarpıklık	1.244380	-8.336289	16.46444	0.126936	0.062709	0.456177	-2.624582
Basıklık	11.72781	309.7876	483.4472	3.809845	1.801894	2.174141	1.120378
Jarque-Bera	19576.29	22434933	55118190	171.1915	344.8989	359.9304	22544.06
Olaslık	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Gözlem	5704	5704	5704	5704	5704	5704	5704

4.2. Korelasyon Matrisi

Analizde yer alan değişkenlere ilişkin korelasyon matrisi Tablo 2’de sunulmaktadır. Tabloya bakıldığında en yüksek anlamlı pozitif ilişkiye sahip değişkenlerin enflasyon ve GSYİH olduğu görülmektedir ($r = 0,972$). En yüksek negatif ilişkiye sahip değişkenler ise aktif kârlılığı değişkeni ile kaldıraç oranıdır ($r = -0,383$). RKGE değişkeni açısından bakıldığında ise en yüksek anlamlı pozitif ilişkili olduğu değişkenin GSYİH olduğu görülmektedir ($r = 0,214$). RKGE değişkeninin pozitif ve anlamlı ilişki içerisinde olduğu bir diğer değişken ise enflasyondur. RKGE değişkeni aktif kârlılığı, net satışlar ve büyüme oranları(AD) değişkenleri ile pozitif ve anlamlı ilişki içerisinde dir.

Tablo: 2
Korelasyon Matrisi

	KO	AD	logNS	AK	logGSYİH	ENF	RKGE
KO	1	.081**	.156**	-.383**	.137**	.148**	.010
		.000	.000	.000	.000	.000	.470
AD	.081**	1	.033*	-.007	.051**	.051**	.034*
		.000	.012	.576	.000	.000	.011
logNS	.156**	.033*	1	.124**	.242**	.196**	.029*
		.000	.012	.000	.000	.000	.028
AK	-.383**	-.007	.124**	1	.051**	.041**	.041**
		.576	.000	.000	.000	.002	.002
logGSYİH	.137**	.051**	.242**	.051**	1	.972**	.214**
		.000	.000	.000	.000	.000	.000
ENF	.148**	.051**	.196**	.041**	.972**	1	.193**
		.000	.000	.002	.000	.000	.000
RKGE	.010	.034*	.029*	.041**	.214**	.193**	1
	.470	.011	.028	.002	.000	.000	.000

**%1 anlamlılık düzeyi, *%5 anlamlılık düzeyi. İkinci satırlardaki değerler p değerleridir.

4.3. Durağanlık Sınamaları

Çalışmanın sonraki aşamasında analizde yer alan değişkenlerin durağanlık sınamaları gerçekleştirilmiştir. Durağanlık testleri öncelikle 1. nesil birim kök testleri kullanılarak gerçekleştirilmiştir. Sınamalar için oluşturulan hipotezler aşağıdaki gibidir:

H_0 : Seride birim kök vardır. H_1 : Seride birim kök yoktur.

Analiz sonuçları Tablo 3'te sunulmaktadır. Tablo 3 incelendiğinde dört farklı modele göre yapılan analiz sonucunda kaldıraç oranı, net satışlar, GSYH, enflasyon serilerinin birim kök içerdekileri görülmektedir. Dolayısıyla söz konusu seriler için H_0 hipotezi kabul edilmiştir ($p > 0,05$). Aktif kârlılığı, aktiflerdeki değişim ve RKGE serilerinde ise birim köke rastlanmamıştır ($p < 0,05$). Bu nedenlerle birim köke rastlanan serilerin birinci farkları alınarak durağan hale getirilmiş ve analizler durağan seriler üzerinden gerçekleştirilmiştir.

Tablo: 3
Panel Birim Kök Testi Sonuçları

Değişken	Test Yöntemi	İstatistik	Olasılık
KO	Levin, Lin & Chu t*	0.30728	0.6207
	Im, Pesaran and Shin W-stat	0.94147	0.8268
	ADF - Fisher Chi-square	286.156	0.0482
	PP - Fisher Chi-square	447.237	0.0000
AK	Levin, Lin & Chu t*	-38.4076	0.0000
	Im, Pesaran and Shin W-stat	-32.5661	0.0000
	ADF - Fisher Chi-square	1631.98	0.0000
	PP - Fisher Chi-square	1935.44	0.0000
AD	Levin, Lin & Chu t*	-56.5887	0.0000
	Im, Pesaran and Shin W-stat	-54.3726	0.0000
	ADF - Fisher Chi-square	2847.00	0.0000
	PP - Fisher Chi-square	3600.46	0.0000
NS	Levin, Lin & Chu t*	23.2554	1.0000
	Im, Pesaran and Shin W-stat	10.9539	1.0000
	ADF - Fisher Chi-square	104.525	1.0000
	PP - Fisher Chi-square	2631.16	0.0000
GSYİH	Levin, Lin & Chu t*	19.7421	1.0000
	Im, Pesaran and Shin W-stat	28.5749	1.0000
	ADF - Fisher Chi-square	0.73250	1.0000
	PP - Fisher Chi-square	45.5825	1.0000
ENF	Levin, Lin & Chu t*	22.4611	1.0000
	Im, Pesaran and Shin W-stat	21.3240	1.0000
	ADF - Fisher Chi-square	2.79846	1.0000
	PP - Fisher Chi-square	0.00000	1.0000
RKGE	Levin, Lin & Chu t*	-33.0205	0.0000
	Im, Pesaran and Shin W-stat	-25.2185	0.0000
	ADF - Fisher Chi-square	1113.86	0.0000
	PP - Fisher Chi-square	918.523	0.0000

4.4. Yatay Kesit Bağımlılığının Test Edilmesi

Çalışmada daha sonra seriler arasındaki yatay kesit bağımlılığının varlığı, Breusch-Pagan (1980) LM testi, Pesaran (2004) CD ve CDlm testleri ile araştırılmıştır. Breusch-Pagan (1980) LM testi, zaman boyutu yatay kesit boyutundan çok büyük olduğunda ($T > N$), Pesaran (2004) CDlm testi, zaman boyutunun yatay kesit boyutundan büyük olduğu ($T > N$) ancak iki boyut arasındaki farkın fazla olmadığı durumlarda kullanılmaktadır. Pesaran (2004) CD testi ise yatay kesit boyutunun zaman boyutundan büyük olduğu durumlarda ($N > T$) kullanılmaktadır. Çalışmanın veri seti göz önüne alındığında yatay kesit bağımlılığı için Pesaran (2004) CDlm testi sonuçları esas alınmıştır.

Tablo: 4
Serilerin Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları

Test	Statistic	d.f.	Prob.
Breusch-Pagan LM	13007.37	7626	0.0000
Pesaran scaled LM	43.57419		0.0000
Pesaran CD	34.75034		0.0000

Tablo 4'te sonuçları verilen teste göre panelde yatay kesit bağımlılığının olmadığını iddia eden H_0 hipotezi reddedilmektedir. Yatay kesit bağımlılığı her bir değişken için de ayrı ayrı analiz edilmiş ve tüm değişkenler açısından yatay kesit bağımlılığı tespit edilmiştir. Bu durumda birim kök testleri için ikinci nesil birim kök testlerinin yapılması daha uygun olacaktır.

4.5. İkinci Nesil Birim Kök Testi Sonuçları

Literatüre bakıldığında sıklıkla kullanılan ikinci nesil birim kök testlerinin MADF (Multivariate Augmented Dickey Fuller) (Taylor & Sarno, 1998), SURADF (Seemingly Unrelated Regression Augmented Dickey Fuller) (Breuer vd., 2002) ve CADF (Cross-sectional Augmented Dickey Fuller) (Pesaran, 2007) olduğu görülmektedir. Bu testler arasında ise en sık tercih edilen test CADF'tir. CADF panelde yatay kesit bağımlılığına izin verirken $N > T$ ve $N < T$ durumlarında da anlamlı sonuçlar verebilmektedir. MADF ve SURADF yapılabilmesi için ise $T > N$ olması gerekmektedir. CADF testinde ilk olarak paneli oluşturan birimler için test istatistiği değerleri hesaplanmaktadır. Sonrasında ise CADF test istatistiklerinin aritmetik ortalaması alınarak panel geneli için CIPS (CrossSectionally Augmented IPS) testi istatistiği hesaplanmaktadır. CADF testi sonuçları paneli oluşturan her bir birim için durağanlık analizi sonuçlarını verirken, CIPS testi sonuçları panelin geneli için vermektedir (Yalçınkaya, 2016: 152). Yapılan CADF panel birim kök testi sonuçları Tablo 5'te verilmiştir. Sonuçlara göre firmaya özgü değişkenler düzeyde durağandır.

Tablo: 5
CADF Birim Kök Testi Sonuçları

	KO	AD	AK	NS
<i>t-bar</i>	-2,226	4,832	-2,067	-3,441
%10	-2,01	-2,01	-2,01	-2,01
%5	-2,06	-2,06	-2,06	-2,06
%1	-2,14	-2,14	-2,14	-2,14
<i>Z(t-bar)</i>	-5,288	-36,15	-3,396	-19,673
<i>p</i>	0,000	0,000	0,000	0,000

4.6. Panel Veri Analizi Model Seçimi

Panel veri modelleri, katsayıların havuzlanmış, sabit ve rassal etkilere sahip olup olmadıklarına göre üç şekilde incelenmektedir (Aktaran: Alsu, 2017: 306). Çalışmada ilk olarak Tablo 3'te sonuçlarına yer verilen F testi yardımıyla Havuzlanmış Model - Sabit Etkiler Modeli sınanmaktadır. Tabloda yer alan olasılık değerinin 0,05 değerinden büyük olması nedeniyle H_0 hipotezi kabul edilmiştir. H_0 hipotezi modelin havuzlanmış olduğunu ifade eden modeldir. Eğer H_0 hipotezi red edilirse modelin sabit etkiler modeline uygun olduğu ifade edilmektedir. İkinci aşamada LM testi yardımıyla Havuzlanmış Model-Rassal Etkiler Modeli karşılaştırılarak hangi modelin daha uygun olduğu test edilmiştir. Tablo 3'e bakıldığında olasılık değerinin 0,05 değerinden küçük olduğu görülmektedir. Bu durumda H_0 hipotezi yani modelin havuzlanmış modele uygun olduğunu öne süren hipotez reddedilmiştir. Model rassal etkiler modeline uygundur. Üçüncü aşamada Hausman Testi ile sabit etkiler modeli ile rassal etkiler modeli karşılaştırılmıştır. H_0 hipotezi rassal etkiler olduğunu H_1 hipotezi sabit etkilerin olduğunu ifade eden hipotezlerdir. Tablo 6'da yer alan

sonuçlara göre olasılık değerinin 0,05 değerinden büyük olduğu görülmektedir. Dolayısıyla H_0 hipotezinin kabul edilerek modelin Rassel Etkiler modeline uygun olduğu belirtilir.

Tablo: 6
Panel Veri Modeli Seçim Analizi Sonuçları

Test Modelleri	Test Yöntemi	İstatistik	Olaslık
Havuzlanmış-Sabit Etkiler	F Testi	0.342669	1.0000
Havuzlanmış-Rastsal Etkiler	LM Testi (Breusch-Pagan)	27.43195	0.0000
Rasal Etkiler-Sabit Etkiler	Hausman Test	0.000000	1.0000

Panel regresyon modelinin otokorelasyon ve değişen varyans sorunlarını taşıması durumunda regresyon tahminleri gerçek değerleri göstermemektedir. Bu çalışmada değişen varyansın tespit edilebilmesi için Breusch-Pagan-Godfrey Eşvaryanslılık testi uygulanmıştır. Test sonuçlarına göre %5 anlamlılık seviyesinde sabit varyans olduğunu iddia eden H_0 hipotezi reddedilmiştir. Dolayısıyla serilerde değişen varyans problemi söz konusudur.

Çalışmada daha sonra otokorelasyon olup olmadığını gösteren Breusch-Godfrey Serisel Korelasyon LM Testi yapılmış ve est istatistiği sonuçlarına göre 0,05 anlamlılık düzeyi için H_0 hipotezi reddedilerek seriler arasında oto-korelasyon sorununun olduğu kabul edilmiştir. Test sonuçlarına göre kalıntılarda serisel korelasyon olmadığını öne süren H_0 hipotezi %5 anlamlılık seviyesinde reddedilmektedir.

Tablo: 7
Panel Veri Analizi Sonuçları

Rasal Etkiler Modeli			
Değişken	Katsayı	z	Olas.
C (Sabit)	1.703943	5.76	0.0000
Aktif Karlılığı	-0.489442	-25.37	0.0000
Net Satışlar	0.031862	4.77	0.0000
Aktiflerdeki Değişim	0.000339	3.62	0.0000
Enflasyon	1.22E-05	9.60	0.0000
GSYİH	-0.203083	-4.80	0.0000
RKGE	-0.173153	-1.34	0.1790
Sabit Etkiler Modeli			
Değişken	Katsayı	t	Olas.
C (Sabit)	1.739648	5.59	0.0000
Aktif Karlılığı	-0.479409	-24.98	0.0000
RKGE	-0.018242	-1.42	0.1550
Net Satışlar	0.028619	4.10	0.0000
Aktiflerdeki Değişim	0.000332	3.56	0.0000
Enflasyon	1.19E-05	9.34	0.0000
GSYİH	-0.190968	-4.50	0.0000
Havuzlanmış Panel Veri			
Değişken	Katsayı	t	Olas.
C (Sabit)	1.851700	3.63	0.0000
Aktif Karlılığı	-1.074107	-34.51	0.0000
RKGE	.0023155	0.10	0.9230
Net Satışlar	0.063854	15.39	0.0000
Aktiflerdeki Değişim	0.000960	5.57	0.0000
Enflasyon	1.37E-05	6.48	0.0000
GSYİH	-0.268153	-4.09	0.0000

Analizlerin sonraki aşamasında ise White period testi ile regresyon modeli tahmin edilmektedir. White period modelinin panel regresyon modellerinde tercih edilmesinin nedeni birim kök, otokorelasyon, değişen varyans gibi sorunları düzelterek regresyon modelini tahmin etmesidir. Panel veri analizi çıktılarının doğru yorumlanabilmesi için tüm

gerekli işlemler yapıldıktan sonra sonuçların yorumlanmasına geçilmiştir. Analizde her ne kadar rassal etkiler modelinin en uygun model olduğu görülmüş olsa da sonuçların karşılaştırılabilirliği adına sabit etkiler ve havuzlanmış model çıktıları da verilmiştir. Sonuçlar Tablo 7'de görüldüğü gibidir.

Her 3 modele göre yapılan panel veri analizleri sonucunda RKGE değerlerinin kaldıraç üzerinde herhangi bir etkisi tespit edilememiştir. Buradan hareketle firmaların sermaye yapısı kararlarının reel sektörde faaliyet gösteren firma yöneticilerinin ülke ekonomisinin gelecekteki durumuyla ilgili beklentilerini ve ekonomiye olan güvenlerini yansıtan RKGE değerlerinden bağımsız olduğu sonucu çıkarılabilir. Bunun yanında RKGE verileri kendine aşırı güven göstergesi olarak alındığında firma yöneticilerinin sermaye yapısı kararlarında daha çok rasyonel hareket ettikleri sonucuna varılabilir. Buna karşın yine her 3 modelde de büyüme göstergesi olarak alınan net satışların, kârlılık göstergesi olarak alınan aktif kârlılığının, büyüme fırsatları göstergesi olan aktiflerdeki değişimin ve makroekonomik göstergelerden GSYİH ve enflasyonun kaldıraç oranı üzerinde etkisinin olduğu belirlenmiştir.

Katsayılara bakıldığında şirketlerin kaldıraç oranını etkileyen değişkenlerden GSYİH ve aktif kârlılığı değişkenlerinin kaldıraç oranı ile negatif ilişki içerisinde olduğu görülmektedir. GSYİH ile sermaye yapısı arasındaki negatif ilişki Köksal ve Orman (2014) tarafından yapılan çalışmada da tespit edilmiştir. Kârlılık değişkeni ile ortaya çıkan negatif ilişki Eriotis ve diğerleri (2002), Mesquita ve Lara (2003), Doğukanlı ve Acaravcı (2004), Albayrak ve Akbulut (2008), Demirhan (2009), Okuyan (2013), Tomak (2013), Köksal ve Orman (2014) ve Alsu (2017) tarafından yapılan çalışmaların sonuçları ile benzerdir. Dolayısıyla ülke ekonomisindeki büyümenin ve şirket kârlılığının artmasının şirketlerin sermaye yapılarında yer verdikleri borcun oranını azalttığı söylenebilir.

Kabakçı (2008), Demirhan (2009), Tomak (2013) ve Köksal ve Orman (2014) gibi araştırmacılar aynı zamanda firma büyüklüğü ile sermaye yapısı arasında pozitif bir ilişki tespit etmişlerdir. Bu çalışmada da benzer bir ilişkinin olduğu görülmektedir. Bunun yanında enflasyon ile net satışlar değişkenlerinin kaldıraç oranı ile pozitif ilişki içerisinde oldukları görülmektedir. Dolayısıyla enflasyon oranlarının ve net satışların artması şirketlerin borçlanma oranını artıran bir unsur olarak karşılırlarına çıkmaktadır. Aynı zamanda enflasyonist dönemlerde şirketlerin faaliyetlerini devam ettirip satışlarını arttırmak amacıyla daha fazla dış kaynak kullanımına yöneldikleri sonucu çıkarılabilir. Bir başka ifade ile şirketler satışlarını arttırdığı halde net karını aynı ölçüde arttıramaz ve bu durum şirketleri, yatırımlarını devam ettirebilmek açısından borç kaynak kullanımına zorlayan bir unsur olabilir. Bu çalışmada tespit edilen enflasyon ile sermaye yapısı arasındaki pozitif ilişki Doğukanlı ve Acaravcı (2004), Tomak (2013) ve Köksal ve Orman (2014) gibi araştırmacılar tarafından yapılan çalışmalarda da tespit edilmiştir. Diğer yandan Datta ve Agarwal (2009) firmaların kârlılıklarının artmasının borçlanma maliyetlerinin karşılama kapasitelerinin artmasını beraberinde getireceğini belirtmişlerdir. Bu nedenle borçlanmanın olumsuz etkileri azalacak ve işletmenin optimal borçlanma noktası artacaktır (Okuyan, 2013: 25).

5. Sonuç

Firmaların sermaye yapılarının nasıl meydana geldiği konusu Modigliani ve Miller (1958)'dan günümüze kadar tartışmalı bir konu olma özelliğini devam ettirmiştir. Klasik finans paradigmasına göre yöneticiler kendilerinin ve paydaşlarının refahını en üst düzeye çıkaracak donanımına sahip olduklarından firmalarını ilgilendiren tüm kararlarda rasyonel hareket ederler. Bununla birlikte, gün geçtikçe büyüyen bir disiplin olan davranışsal kurumsal finans alanında yapılan çalışmaların sonuçları yöneticilerin inançlarının, karakteristik özelliklerinin, tercihlerinin ve diğer gözlemlenebilir özelliklerin şirket kararları üzerindeki etkisine işaret etmektedir. Finansman, yatırım, birleşme ve satın alma gibi finansal boyutu olan işlemlerde firmalar arasında gözlenen farklılıkların yöneticilerin davranışlarındaki farklılıklara bağlanabileceği belirtilmektedir. Davranışsal finans paradigması ve bu bağlamda yapılan psikolojik çalışmalarda yöneticilerin firmanın finansal hedeflerine ulaştırma yeteneğinin duygusal ve bilişsel yeteneklerine dayandığı iddia edilmektedir. Psikolojik çalışmalar, yöneticilerin karar alma süreçlerinin, klasik finansın önerdiği en uygun ve rasyonel modellerden sapmasına yol açan bilişsel önyargılara ve sınırlı rasyonaliteye tabi olduğunu belirtmektedir (Abdeldayem & Sedek, 2018: 926).

Davranışsal finansın bir boyutu olarak ortaya çıkmış olan davranışsal kurumsal finans alanında yapılan çalışmalar firma yöneticilerinin veya firmalarda stratejik kararlardan sorumlu grup veya kişilerin psikolojik ve davranışsal faktörlerin etkisi altında kaldıklarını göstermiştir. Bu çalışmalarda sıklıkla ele alınan davranışsal faktör ise kendine aşırı güven davranışsal önyargısıdır. Yapılan çalışmaların sonuçlarına göre kendine aşırı güvenen yöneticiler genel olarak daha riskli bir sermaye yapısına yönelebilmektedirler. Bu tarz yöneticiler aynı zamanda yaptıkları yatırımların getirisini abartılı olarak yüksek tahmin etmektedirler. Bu çalışma kapsamında ise literatürdeki bu bulguları destekleyecek kanıtlar elde edilememiştir.

Literatürde kendine aşırı güvenin ölçülmesi amacıyla çok çeşitli yöntemlerin kullanıldığı görülmektedir. Ancak bu yöntemlerden en yaygın olanı opsiyon temelli yaklaşımdır (Malmendier & Tate, 2005a, 2005b). Bu yöntem yöneticilerin kişisel portföylerine ilişkin kararlarını içermektedir. Bu yöntem yurtdışında yapılan çalışmalarda sıklıkla kullanılırken bu çalışmada kullanımı mümkün olmamıştır. Bunun sebebi Türkiye'de şirket yöneticilerinin kişisel portföylerine ve yaptıkları işlemlere ilişkin verilere erişilememesidir. Bu nedenle bu çalışmada, daha önce yapılmış diğer bazı çalışmalarda kullanılan yöntemlere benzer bir yöntem tercih edilmiş ve RKGE değerleri kendine aşırı güven ölçüsü olarak alınmıştır.

Bu çalışmada uluslararası alanda yapılan çalışmaların bulgularından hareketle yöneticilerin güven unsurunun sermaye yapısı kararlarını üzerindeki etkisi temel alınarak şirketlerde sermaye yapılarının belirleyicilerinin neler olduğu tespit edilmeye çalışılmıştır. Bu amaçla daha önce Oliver (2005) ve Tomak (2013) tarafından yapılan çalışmalarda kendine aşırı güven ölçüsü olarak dikkate alınan tüketici güven endeksi yerine yöneticilerin geleceğe ilişkin bakış açılarını ve ekonominin geleceğine yönelik güvenlerini yansıtan RKGE yöneticilerin genel kendine aşırı güvenlerinin bir ölçüsü kabul edilmiştir. Bunun

yanında yine daha önce yapılan çalışmalarda sermaye yapıları üzerinde etkisi olduğu ortaya konulmuş firma büyüklüğü, kârlılık, büyüme fırsatları, ekonomik büyüklük ve enflasyon oranları gibi değişkenlerin bağımlı değişken olarak ele alınan ve sermaye yapısı göstergesi olarak kabul edilen finansal kaldıraç (Toplam Borçlar/Toplam Varlıklar) oranı üzerindeki etkisi incelenmiştir.

Çalışmanın sonucunda Oliver (2005) tarafından yapılan çalışmanın sonuçlarının aksine yönetsel güven ile sermaye yapısı kararları arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Buna karşın bu çalışmanın sonuçları Tomak (2013) tarafından yapılan çalışmanın sonuçları ile benzerdir. Sonuç olarak RKGE ölçü olarak kabul edildiğinde yöneticilerin güven faktörü ile sermaye yapısı kararları arasında bir ilişki olmadığı görülmektedir. Bu sonucun ortaya çıkmasında çalışmada kullanılan veri döneminin kısıtlı olmasının, değişkenlerin ve analiz yönteminin etkisinin de olabileceği göz ardı edilmemelidir. Özellikle yöneticilerin kendine aşırı güven düzeylerinin etkisinin daha etkin olarak ölçülebilmesine yönelik olarak bundan sonraki çalışmalarda, her bir yöneticinin kendine aşırı güven düzeylerinin literatürde yer alan benzer çalışmalarda kullanılan yöntemlerden biriyle dönemler itibarıyla tespit edilmesi ve sermaye yapısı kararları ile ilişkisinin araştırılması konuya daha farklı bir bakış açısı getirecektir.

Bununla birlikte bu çalışmada daha önce konu ile ilgili olarak yapılan birçok çalışmanın bulgularına paralel olarak şirket büyüklüğü, kârlılık, şirketlerin büyüme fırsatları, GSYİH ve enflasyonun şirketlerin sermaye yapıları üzerinde etkili olduğu belirlenmiştir. Söz konusu değişkenlerden GSYİH ve kârlılık değişkenleri sermaye yapısı ile negatif ilişki içerisinde olduğundan, ekonomik büyümenin ve şirketlerin kârlılığının artmasının şirketlerin borçlanma oranlarını azalttığı sonucuna varılmaktadır. Aynı zamanda enflasyon ile net satışlar değişkenleri kaldıraç oranı ile pozitif ilişki içerisinde olduğundan bu iki değişkenin artması şirketlerin borçlanma oranını arttıran bir unsurdur diyebiliriz. Bir başka açıdan bakıldığında şirketlerin satışlarını arttırmak amacıyla sermaye yapılarında daha fazla borca yer verdiklerini söyleyebiliriz.

Kaynaklar

- Abdeldayem, M.M. & D.S. Sedeek (2018), "Managerial Behavior and Capital Structure Decisions: Do Overconfidence, Optimism and Risk Aversion Matter?", *Asian Economic and Financial Review*, 8(7), 925-945.
- Albayrak, A.S. & R. Akbulut (2012), "Kârlılığı etkileyen faktörler: İMKB sanayi ve hizmet sektörlerinde işlem gören işletmeler üzerine bir inceleme", *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 4(7), 55-82.
- Alkaçar, B. (2016), *Verilerin Dili: Ekonomiyi Nasıl Okumalıyız?*, İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, G.M. Matbaacılık ve Ticaret A.Ş.
- Antonczyk, R.C. & A.J. Salzmänn (2014), "Overconfidence and optimism: The effect of national culture on capital structure", *Research in International Business and Finance*, 31, 132-151.
- Arısoy, İ. (2012), "Türkiye ekonomisinde iktisadi güven endeksleri ve seçilmiş makro değişkenler arasındaki ilişkilerin VAR analizi", *Maliye Dergisi*, 162, 304-315.

- Bae, K.H. & J.K. Kang & J. Wang (2011), "Employee treatment and firm leverage: A test of the stakeholder theory of capital structure", *Journal of Financial Economics*, 100(1), 130-153.
- Barros, L.A.B.D.C. & A.D.M. Da Silveira (2007), *Overconfidence, managerial optimism and the determinants of capital structure*, Available at SSRN 953273.
- Ben-David, I. & J.R. Graham & C.R. Harvey (2007), "Managerial overconfidence and corporate policies", No. w13711, *National Bureau of Economic Research*.
- Bharath, S.T. & P. Pasquariello & G. Wu (2008), "Does asymmetric information drive capital structure decisions?", *The Review of Financial Studies*, 22(8), 3211-3243.
- Chen, A.H. & E.H. Kim (1979), "Theories of corporate debt policy: A synthesis", *Journal of Finance*, 34, 371-384.
- Da Silveira, A.D.M. & L.A.B.D.C. Barros (2008), "Overconfidence, Managerial Optimism, and the Determinants of Capital Structure", *Revista Brasileira de Finanças*, 6(3), 293-334.
- Datta, D. & B. Agarwal (2009), *Determinants of Capital Structure of Indian Corporate Sector in the Period of Bull Run 2003-2007-An Econometric Study*, Available at SSRN 1376064.
- De Bondt, W.F. & R.H. Thaler (1995), "Financial decision-making in markets and firms: A behavioral perspective", *Handbooks in operations research and management science*, 9, 385-410.
- Deangelo, H. & R.W. Masulis (1980), "Optimal capital structure under corporate and personal taxation", *Journal of Financial Economics*, 8(1), 3-29.
- Demirhan, D. (2009), "Analysis of firm specific factors affecting capital structure: Application on ISE service firms", *Ege Akademik Bakış Dergisi*, 9(2), 677-697.
- Doğukanlı, H. & S. Acaravci (2004), "Türkiye’de Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin İmalat Sanayiinde Sınanması", *İktisat İşletme ve Finans*, 19(225), 43-57.
- Eriotis, N.P. & Z. Frangouli & Z. Ventoura-Neokosmides (2002), "Profit margin and capital structure: an empirical relationship", *Journal of Applied Business Research*, 18(2), 85-88.
- Esghaier, R. (2017), "Capital Structure Choices and Behavioral Biases: An Application to a Panel of US Industrial Companies", *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(4), 608-622.
- Fairchild, R. (2009), "Managerial overconfidence, moral hazard problems, and excessive life cycle debt sensitivity", *Investment Management and Financial Innovations*, 6(3), 35-42.
- Fairchild, R. (2007), "Managing overconfidence, agency problems, financing decisions and firm performance", *Working Paper*, <<http://opus.bath.ac.uk/285/>>, 21.09.2018.
- Fauver, L. & M.B. McDonald (2015), "Culture, agency costs, and governance: International evidence on capital structure", *Pacific-Basin Finance Journal*, 34, 1-23.
- Frank, M.Z. & V.K. Goyal (2009), "Capital structure decisions: which factors are reliably important?", *Financial Management*, 38(1), 1-37.
- Friend, I. & L.H. Lang (1988), "An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure", *The Journal of Finance*, 43(2), 271-281.
- Gervais, S. & J.B. Heaton & T. Odean (2002), "The positive role of overconfidence and optimism in investment policy", Rodney L. White Center for Financial Research, *Working Paper*, <<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.195.7755&rep=rep1&type=pdf>>, 21.09.2018.

- Gervais, S. & J.B. Heaton & T. Odean (2003), "Overconfidence, investment policy, and executive stock options", Rodney L. White Center for Financial Research, *Working Paper*, 15-02.
- Goel, A.M. & A.V. Thakor (2008), "Overconfidence, CEO selection and corporate governance", *The Journal of Finance*, 63(6), 2737-2784.
- Graham, J. & C. Harvey (2002), "How do CFOs make capital budgeting and capital structure decisions?", *Journal of Applied Corporate Finance*, 15(1), 8-23.
- Hackbarth, D. (2002), "Managerial optimism, overconfidence, and capital structure decisions", in: *European Finance Association Annual Meeting*, Maastricht, The Netherlands.
- Hackbarth, D. (2008), "Managerial traits and capital structure decisions", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(4), 843-881.
- Hackbarth, D. (2009), "Determinants of corporate borrowing: A behavioral perspective", *Journal of Corporate Finance*, 15(4), 389-411.
- Hackbarth, D. (2004), "Managerial Traits and Capital Structure Decisions", *Working Paper*, Finance Department, Kelley School of Business, Indiana University, USA.
- Heaton, J.B. (2002), "Managerial optimism and corporate finance", *Financial management*, 31(2), 33-45.
- Huang, R. & K.J.K. Tan & R.W. Faff (2016), "CEO overconfidence and corporate debt maturity", *Journal of Corporate Finance*, 36, 93-110.
- Jensen, M.C. & W.H. Meckling (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kabakci, Y. (2008), Sermaye Yapısı ile İşletme Performansı Arasındaki İlişki: Gıda Sektöründe Bir Uygulama, *Ege Akademik Bakış*, 8(1), 167-182.
- Kahneman, D. & D. Lovallo (1993), "Timid choices and bold forecasts: A cognitive perspective on risk taking", *Management Science*, 39(1), 17-31.
- Kahneman, D. & A. Tversky (1979), "Prospect theory: An analysis of decisions under risk", *Econometrica*, 46, 171-185.
- Kim, E.H. (1978), "A Mean-variance theory of optimal capital structure and corporate debt capacity", *The Journal of Finance*, 33(1), 45-63.
- Köksal, B. & C. Orman (2015), "Determinants of capital structure: evidence from a major developing economy", *Small Business Economics*, 44(2), 255-282.
- Kraus, A. & R.H. Litzenger (1973), "A state-preference model of optimal financial leverage", *The Journal of Finance*, 28(4), 911-922.
- Malmendier, U. & G. Tate (2005a), "CEO overconfidence and corporate investment", *The Journal of Finance*, 60(6), 2661-2700.
- Malmendier, U. & G. Tate (2005b), "Does overconfidence affect corporate investment? CEO overconfidence measures revisited", *European Financial Management*, 11(5), 649-659.
- Malmendier, U. & G. Tate (2008), "Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction", *Journal of financial Economics*, 89(1), 20-43.
- Malmendier, U. & G. Tate & J. Yan (2011), "Overconfidence and early-life experiences: the effect of managerial traits on corporate financial policies", *The Journal of Finance*, 66(5), 1687-1733.
- Malmendier, U. & G. Tate (2005), "Does overconfidence affect corporate investment? CEO overconfidence measures revisited", *European Financial Management*, 11(5), 649-659.

- Malmendier, U. & G. Tate (2015), "Behavioral CEOs: The role of managerial overconfidence", *Journal of Economic Perspectives*, 29(4), 37-60.
- Marwan, M. & D.S. Sedeek (2018), "Managerial Behavior and Capital Structure Decisions; Do Overconfidence, Optimism and Risk Aversion Matter?", *Asian Economic and Financial Review*, 8(7), 925-945.
- Mefteh, S. & B.R. Oliver (2007), "Capital structure choice: the influence of confidence in France", *French Finance Association Conference*, Bordeaux, France.
- Mesquita, J.M.C. & J.E. Lara (2003), "Capital Structure and Profitability: The Brazilian Case", *Academy of Business and Administration Sciences Conference*, Vancouver, July, 11-13.
- Modigliani, F. & M. Miller (1958), "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", *American Economic Review*, 53, 261-97.
- Myers, S.C. (1977), "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, (5), 147-175.
- Myers, S.C. & N.S. Majluf (1984), "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Myers, S.C. (1984), "The capital structure puzzle", *The Journal of Finance*, 39(3), 574-592.
- Myers, S.C. (2001), "Capital structure", *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81-102.
- Nofsinger, J.R. (2005b), "Social mood and financial economics", *The Journal of Behavioral Finance*, 6(3), 144-160.
- Nofsinger, J. (2005a), *The Psychology of Investing*, Pearson Education-Prentice Hall, New Jersey, USA.
- Okuyan, H.A. (2013), "Türkiye'deki En Büyük 1000 Sanayi İşletmesinin Kârlılık Analizi", *Business and Economics Research Journal*, 4(2), 23-36.
- Oliver, B.R. (2005), *The Impact of Management Confidence on Capital Structure*, <<https://ssrn.com/abstract=791924>> or <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.791924>>, 21.09.2018.
- Ooi, J. (1999), "The determinants of capital structure evidence on UK property companies", *Journal of Property Investment & Finance*, 17(5), 464-480.
- Öztekin, Ö. (2015), "Capital structure decisions around the world: which factors are reliably important?", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50(3), 301-323.
- Puri, M. & D.T. Robinson (2007), "Optimism and economic choice", *Journal of Financial Economics*, 86(1), 71-99.
- Robb, A.M. & D.T. Robinson (2014), "The capital structure decisions of new firms", *The Review of Financial Studies*, 27(1), 153-179.
- Ross, S.A. (1977), "The determination of financial structure: the incentive-signalling approach", *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23-40.
- Scott Jr, J. (1976), "A theory of optimal capital structure", *The Bell Journal of Economics*, 7(1), 33-54.
- Shefrin, H. (1999), "Irrational exuberance and option smiles", *Financial Analysts Journal*, 55(6), 91-103.
- Shivdasani, A. & I. Stefanescu (2009), "How do pensions affect corporate capital structure decisions?", *The Review of Financial Studies*, 23(3), 1287-1323.

- Statman, M. & D. Caldwell (1987), "Applying behavioral finance to capital budgeting: project terminations", *Financial Management*, 16(4), 7-15.
- Stein, J.C. (1996), "Rational capital budgeting in an irrational World", *Journal of Business*, 69(4), 429-455.
- Tomak, S. (2013), "The impact of overconfidence on capital structure in Turkey", *International Journal of Economics and Financial Issues*, 3(2), 512-518.
- Yalçınkaya, Ö. (2016), "G-20 Ülkelerinde Satın Alma Gücü Paritesi Teorisinin Geçerliliği: Panel Birim Kök Testinden Kanıtlar (1994: Q1-2015: Q4)", *Bitlis Eren Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 5(3), 145-162.