

PAPER DETAILS

TITLE: YÖNETİCİ ASIRI GÜVENİNİN FIRMA DEĞERİ VE BORÇLANMA KARARLARI

ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: BİST GIDA SEKTÖRÜ ÜZERİNE AMPİRİK BİR ARASTIRMA

AUTHORS: Aslı YIKILMAZ

PAGES: 199-211

ORIGINAL PDF URL: <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/2125006>



Cilt / Volume: 12, Sayı / Issue: 23, Sayfalar / Pages:199-211

Araştırma Makalesi / Research Article

Received / Alınma: 11.12.2021

Accepted / Kabul: 19.01.2022

YÖNETİCİ AŞIRI GÜVENİNİN FİRMA DEĞERİ VE BORÇLANMA KARARLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: BIST GIDA SEKTÖRÜ ÜZERİNE AMPİRİK BİR ARAŞTIRMA

Aslı YIKILMAZ¹

Öz

Bu çalışmada BİST Gıda sektöründe yer alan 19 firmanın 2005-2020 yılları arasındaki finansal verileri incelenerek, yönetici aşırı güveninin firma değeri ve borçlanma kararları üzerindeki etkisi Panel veri yöntemi ile araştırılmıştır. Yönetici aşırı güveni Schrand & Zechman (2012) ve Gao & Han (2020)'ın çalışmalarında kullandıkları yöntem ile tespit edilmiştir. Ampirik sonuçlara göre yönetici aşırı güveni firma değerini negatif yönde etkilerken, borçlanma oranını pozitif yönde etkilediği tespit edilmiştir. Elde edilen sonuçlar yönetici aşırı güveninin finansal kararlar üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğunu ortaya koymuştur.

Anahtar Kelimeler : Yönetici Aşırı Güven, Firma Değeri, Finansal Kaldıraç.

Jel Kodları: G41, G11, G32.

¹ Dr., Mersin Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, ayikilmazerkol@mersin.edu.tr, ORCID: 0000- 0002-2334-7731.

Atıf/Citation

Yıkılmaz, A. (2022). Yönetici aşırı güveninin firma değeri ve borçlanma kararları üzerindeki etkisi: BIST gıda sektörü üzerine ampirik bir araştırma. *Dicle Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 12(23), 199-211.

THE EFFECT OF MANAGER'S OVERCONFIDENCE ON FIRM VALUE AND DEBT DECISIONS: AN EMPIRICAL RESEARCH ON BIST FOOD INDUSTRY

Abstract

In this study, the relationship between manager overconfidence and firm value and debt ratio was investigated by panel data method, examining the financial data of 19 firms in the BIST Food sector between the years 2005-2020. Manager overconfidence was determined by the method used in Schrand & Zechman (2012) and Gao & Han (2020) studies. According to the empirical results, it has been determined that while manager overconfidence affects the firm value negatively, it affects the debt ratio positively. The results revealed that executive overconfidence has a significant impact on financial decisions.

Key Words : Managerial Overconfidence, Firm Value, Financial Leverage.

Jel Codes: G41, G11, G32.

1. GİRİŞ

Etkin piyasa hipotezi piyasadaki tüm bilgilerin fiyatlara yansıdığı ve yatırımcıların fiyat değişimleri hakkında rasyonel beklentileri olduğu varsayımına dayanmaktadır (Fama, 1970). Ancak yatırımcıların fiyat değişimleri karşısında rasyonel olmayan davranışları sonucu ortaya çıkan anomaliler davranışsal finans alanına ilgiyi artırmıştır.

Sermaye varlıkları fiyatlama modeli (Sharpe, 1964) ve etkin piyasa hipotezi (Fama, 1970) gibi klasik finans teorisinde yatırımcının rasyonel olduğu ve fiyatlarla ilgili tüm bilgileri dikkate aldıkları varsayımına dayanmaktadır. Eğer yatırımcı fiyatlara ilişkin bilgilere maliyetsiz ulaşabiliyorsa varlıkların fiyatları da gerçeği yansıtmalıdır. Ancak finansal piyasalarda bilgiye ilişkin maliyetler ve yatırımcıların rasyonellikten uzak kararları piyasaları etkinlikten uzaklaştırabilmektedir. Bir birey olarak yöneticinin aşırı güveninin neden olduğu rasyonel olmayan finansal kararlar ise hem firmanın etkinliğini hem de temsil edilenlerin refahını etkileyebilmektedir.

Sermaye yapısı kararları ve firma değerini etkileyen faktörlerin neler olduğu klasik finans teorisinde yıllardır tartışılacak konulardır. Bu çalışmada klasik kurumsal finansalın tartışılacak temel konularını davranışsal finans boyutunda ele alarak yöneticinin bireysel önyargılarının temel finansal politikalardan biri olan borçlanma kararlarını nasıl etkilediği, yöneticinin aşırı güvenine karşılık piyasaların tepkisinin ne yönde olduğu araştırılacaktır. Bu kapsamda bir sonraki bölümde yönetici aşırı güveni teorik çerçevede incelenecek, ikinci kısımda literatür özetine yer verildikten sonra üçüncü bölümde yönetici aşırı güveniyle borçlanma kararları ve firma değeri ilişkisi ampirik olarak incelenecektir.

2. YÖNETİMSEL AŞIRI GÜVEN VE FİNANSAL KARARLAR

Yatırımcıları rasyonel kararlardan uzaklaştıran önemli nedenlerden biri belirsizliktir. Belirsizlik, finans ve ekonomi biliminde sıklıkla tartışılan konulardan biridir. Beklenen fayda teorisine göre yatırımcı rasyoneldir ve belirsizlik koşulları altında rasyonel kararlar almaktadır. Rasyonel kararlar ise beklenen faydayı maksimize etmektedir. Fayda teorisine alternatif olarak ortaya çıkan beklenti teorisi (Kahneman & Tversky, 1979) fayda teorisinin göz ardı ettiği sosyo psikolojik faktörleri dikkate almakta ve yatırımcıların içinde bulunduğu psikolojik faktörlerin hisse senedi fiyatlarını etkileyeceğini savunmaktadır. Beklenti teorisi iki temel unsura dayanmaktadır. 1) Değer fonksiyonu kazanç için iç bükey, kayıplar için ise dış bükeydir ve kayıp eğrisi kazanç eğrinse göre daha diktir. 2) Olasılık ölçeğinin transformasyonu küçük olasılıkları daha fazla ağırlıklandırırken büyük ve orta olasılıkları daha az ağırlıklandırmaktadır. Ayrıca imkansızlıktan olasılığa veya olasılıktan kesinliğe geçiş, ölçeğin ortasındaki karşılaştırılabilir bir değişiklikten daha büyük bir etkiye sahiptir (Kahneman & Tversky, 1979).

Beklentiler teorisi akılcı olmayan davranışların kalıcılık arz ettiği ve kişinin belirsizlik koşulları altında karar verme durumunda, sistematik hatalar yapabileceği görüşüne dayanmaktadır. Bireysel yatırımcılar özellikle belirsizlik durumuyla karşı karşıya kaldıklarında birtakım önyargılarla hareket edebilmektedirler. Aşırı güven (overconfidence), temsil etme (representativeness), demirlemek (anchoring), bulunabilirlik önyargısı (availability bias), aşina olma önyargısı (familiarity bias), iyimserlik önyargısı (optimism bias), yükleme önyargısı (self-attribution bias), aşırı reaksiyon (over reaction) ve düşük reaksiyon (underaction) bu sezgisel yaklaşımlardan bazılarıdır (Korkmaz & Ceylan, 2010, s.607).

Aşırı güveni ilk tanımlayanlardan olan Oskamp (1965) ve Brenner vd. (1996) göre aşırı güveni tanımlamak için üç yaklaşımdan bahsedilebilmektedir. Aşırı güven atanan olasılıkların gerçek doğruluğu aşması ve sistematik önyargılar ile ilgilidir. Başka bir deyişle, aşırı güvene sahip bireyler bilgiyi ve yeteneklerini abartan kişiler olmakla birlikte ellerinde olan kaliteli bilgiyle de karar verebilmektedir. İkinci yaklaşım da; birey, belirsiz ve sürekli durumlarla ilgili olarak tahminlerin doğruluğu konusunda aşırı kesinlik sergiler. Üçüncü yaklaşımda ise, aşırı güven, kişinin kendi becerilerinin ortalamasının üzerinde (örneğin daha iyi bir sürücü) olduğunu düşündüğünde ortaya çıkmaktadır.

Araştırmalar aşırı güvenin bireylerin psikolojik özellikleri olduğunu ortaya koymaktadır. (Weinstein 1980; Alicke 1985). Aşırı güven kişinin yeteneğini, kontrol gücünü ve başarı olasılığını abartması ve bu nedenle ortaya çıkan gerçeği olmayan iyimserlik hali, kendini ortalamadan daha iyi görme, gerçek duruma ilişkin yargıların abartılması şeklinde ortaya

çıkabilmektedir. (Alicke 1985; Larrick, vd. 2007). Bireyler yeteneklerine ilişkin aşırı güvene sahiptir. Özellikle girişimcilerin aşırı özgüvene sahip olması muhtemeldir. Bu aşırı güven kendini çeşitli şekillerde gösterebilmektedir. Örneğin bireylerin aşına olduğu yatırımlara yatırım yapma eğilimi yatırımcının yeteneğine güvenmesinden ileri gelmektedir (Ritter, 2003, s. 431).

Yöneticinin güveni geleceğe ilişkin risk tutumunu ve yargılarını değiştirerek yatırım kararları yoluyla firma değerini etkileyebilmektedir. Gervais vd. (2011)'e göre yöneticinin aşırı güveni yatırımların nakit akımlarına olan duyarlılığını artırmakta, nakit fazlalığı aşırı yatırım problemine neden olmakta ve firma değerini negatif yönde etkilemektedir. Weinberg (2009) göre ise yöneticilerin performansı arttıkça güvenleri artacak, artan özgüven temsil edilenle temsil eden arasındaki temsil maliyetlerini azaltarak firma değerine olumlu katkı sağlayacaktır. Lemmon, vd., (2008) göre ise yönetici aşırı güveni firmaların borçlanma kararlarının farklılaşmasına açıklık getirebilecek faktörlerden biridir. Aşırı güven yöneticilerin daha agresif finansal politikalar benimsemesine neden olmakta ve borçlanmayı arttırmaktadır (Hirshleifer, vd., 2012; Ben-David, vd., 2013).

Bu çalışma ile yönetici aşırı güvenin firma değeri ve borçlanma kararları ilişkisi Türkiye BIST 100 gıda sektörü firmaları üzerinde test edilecektir. Bu kapsamda BIST 100 faaliyet gösteren 19 firmanın yönetsel aşırı güveni ile firma değeri arasındaki ilişki araştırılacaktır. Çalışmada firma değeri ile yönetici aşırı güveni arasındaki ilişkinin ampirik olarak test edilecek olması çalışmayı önemli hale getirmektedir. Ayrıca yönetsel aşırı güvenin firma değeri üzerindeki etkisinin incelenmesi, davranışsal önyargıların yönetsel kararlar üzerindeki etkisine ilişkin fikir verebilecektir. Çalışma firmaların muhasebe performansından ziyade firma değerine odaklanması ve piyasanın yönetsel aşırı güvene tepkisine ışık tutması açısından da önem arz etmektedir.

3. LİTERATÜR TARAMASI

Son yıllarda davranışsal eğilimlerin finansal kararlar üzerindeki etkisine ilişkin araştırmalar önemli ölçüde artmıştır. Yöneticilerin belirsizlik durumunda rasyonellikten uzaklaşarak gösterdiği bilişsel önyargılardan biri olan aşırı güvenin finansal kararlar üzerindeki etkisi literatürde ilgi çeken konulardan biri haline gelmiştir.

Literatürde yönetsel aşırı güvenin finansal kaldıraç, inovasyon ve firma değerine etkisine ilişkin çalışmalar mevcuttur. Yönetici aşırı güveninin borçlanma kararlarını pozitif ve negatif yönde etkilediğini ortaya koyan çalışmalar mevcuttur. Malmendier & Tate (2005), Park & Kim

(2009), Ben-David vd. (2013), Rihab & Lotfi (2016) ve Abdeldayem & Sedeek (2018) çalışmalarında yönetsel aşırı güven ve finansal kaldıraç oranı arasında pozitif ilişki tespit etmişlerdir. Ting, vd. (2016), Erdoğan, M., & Yalçın (2016) finansal kaldıraç oranıyla yönetim aşırı güven arasında negatif ilişki tespit etmişlerdir.

Galasso & Simcoe (2011), Wang, vd. (2018) ve Hirshleifer vd. (2012) inovasyon ve yönetsel aşırı güven arasında aynı yönlü ilişki tespit etmiştir. Goel & Thakor (2008), çalışmalarında yönetim aşırı güveni ile firma değerinde eş yönlü ilişkiyi teorik çerçevede incelemiştir. Gervais & Odean (2001) çalışmalarında aşırı güvenin düşük yatırım (underinvestment problem) sorununu hafifleteceğinden firma değerine pozitif yönde katkı sağlayacağını iddia etmiştir. Bharati vd. (2016), CEO aşırı özgüveninin hisse senedi getirisi performansını artırdığına ilişkin güçlü kanıtlar elde etmişlerdir. Gao & Han (2020), Zavertiaeva, vd. (2018), Van der Velde (2017); Vitanova (2019); Mundi & Kaur (2019) firma değeri ile yönetici aşırı güveni arasında pozitif ilişkiye rastlayan diğer çalışmalardır. Dashtbayaz & Mohammadi (2016) ve Can (2019) çalışmalarında yönetici aşırı güvenin firma değerini negatif etkilediği yönünde bulgulara rastlamışlardır. Ye & Yuan (2008) ve Shah vd. (2018) yönetici aşırı güvenin firma değeri üzerindeki etkisi başlarda pozitif iken sonraları negatife dönme eğiliminde olduğunu göstermiştir

4. METODOLOJİ

Çalışmada yöneticilerin aşırı güveni ile firma değeri arasındaki ilişkinin incelenmesi amaçlanmıştır. Bu kapsamda BIST 100 gıda sektöründeki 19 firmanın 2005-2020 yılları arasındaki finansal verileri incelenerek, yöneticilerinin yıllar itibariyle aşırı güvene sahip olup olmadıkları tespit edilerek, yönetici aşırı güveninin firma değeriyle ve kaldıraç oranıyla ilişkisi araştırılacaktır. Çalışma kapsamında gıda sektörünün örneklem olarak seçilmesinin en önemli nedeni; gıda sektörünün fiyat dalgalanmalarından ve krizlerden az etkilenen sektörlerden biri olması ve bu durumun yöneticileri finansal kararlarda daha çok özgüvene sevk edebilme olasılığıdır. Örneklemdeki firmaların yıllık verileri kullanılmış, finansal verilerine ise Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) ve BİST internet sitesinden elde edilmiştir

Çalışmada Schrand & Zechman (2012) ve Gao & Han (2020)'ın çalışmalarında kullandıkları yöntem benimsenmiştir. Referans gösterilen çalışmalarda yönetsel aşırı güven, yatırıma dayalı değişkenler temel alınarak ölçülmektedir. Bu yöntem halka açık şirketlerin verilerinden yola çıkılarak hesaplanabildiğinden dolayı tercih edilmektedir.

Bahsi geçen ilk yöntemde, satış büyümesi ile toplam varlık büyümesinin regresyonu tahmin edilir ve regresyonun kalıntıları, yönetsel aşırı güvenin varlığını belirlemek için kullanılır. Eğer hata terimleri sıfırdan büyükse aşırı yatırımdan söz edilir ve yöneticinin kendine aşırı güvendiği kabul edilerek, aşırı güven değişkeni “1” değerini almaktadır. Eğer hata terimleri sıfırdan küçükse yöneticinin aşırı güveninden söz etmek mümkün değildir. bu durumda aşırı güven değişkeni değeri “0” değerini almaktadır. Schrand & Zechman (2012) çalışmalarında kullandıkları bir diğer değişken ise yatırım harcamalarıyla ilgilidir. Firmanın yatırım harcamaları sektör yatırım harcamalarıyla karşılaştırıldığında; firmanın yatırım harcamaları değeri sektör yatırım harcamalarının medyan değerinden büyükse yöneticinin aşırı güvene sahip olduğu kabul edilebilir ve aşırı güven değişkeni “1” değerini almaktadır. Firmanın yatırım harcamaları sektör yatırım harcamalarından daha düşükse aşırı güvenden söz etmek mümkün değildir ve aşırı güven değişkeni “0” değerini almaktadır.

Çalışmada yukarıda bahsedilen yöntemler dikkate alınarak aşırı güven “yag-1” ve “yag-2” değişkenleriyle temsil edilecektir. Yönetici aşırı güveninin firma değeri ve borçlanma oranı üzerindeki etkisini incelemek için oluşturulan modellerde kullanılan değişkenler Tablo 1’de gösterilmektedir.

Tablo 1. Değişkenler

Değişken	Ölçüm	Kısaltma
Firma değeri	Piyasa değeri/defter değeri	pddd
Toplam Borçlanma oranı	Toplam borçların aktifler içindeki payı	tb
Yönetici aşırı güven (1)	Satış büyümesi ile toplam varlık büyümesinin regresyon tahmini sonucu elde edilen artık değer	yag-1
	Toplam varlıklarda büyüme	Toplam varlıkların bir önceki döneme göre değişimi
	Toplam satışlarda büyüme	Toplam satışların bir önceki döneme göre değişimi
Yönetici aşırı güven (2)	Yatırım harcamaları	Maddi duran varlıkların sektör medyan değeri ile karşılaştırılması
Kontrol Değişkenleri		
Firma büyüklüğü	Toplam varlıkların doğal logaritması	buy
Aktif Karlılığı	Dönem net karı/aktif toplam	roa

Öz sermaye Karlılığı	Dönem net karı/öz sermaye	roe
Duran Varlık Oranı	Toplam duran varlıkların aktifler içindeki payı	dv

Çalışmada toplam dört model kurulmuştur. Yönetici aşırı güveninin firma değeri üzerindeki etkisi incelemek için Model 1 ve Model 2; yönetici aşırı güvenin toplam borçlanma üzerindeki etkisini incelemek için ise Model 3 ve Model 4 oluşturulmuştur.

Yönetici aşırı güveninin firma değeri üzerindeki etkisini incelemek için oluşturulan Model 1 (Eşitlik 1) ve Model 2 (Eşitlik 2) aşağıda gösterilmektedir.

$$pddd_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(yag_{1i,t}) + \beta_2(buy_{i,t}) + \beta_3(roa_{i,t}) + \beta_4(roe_{i,t}) + \beta_4(tb_{i,t}) (\mu_i + ei_{i,t})$$

Eşitlik 1

$$pddd_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(yag_{2i,t}) + \beta_2(buy_{i,t}) + \beta_3(roa_{i,t}) + \beta_4(roe_{i,t}) + \beta_4(tb_{i,t}) (\mu_i + ei_{i,t})$$

Eşitlik 2

Yönetici aşırı güveninin borçlanma oranı üzerindeki etkisini incelemek için oluşturulan Model 3 (Eşitlik 3) ve Model 4 (Eşitlik 4) aşağıda gösterilmektedir.

$$tb_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(yag_{1i,t}) + \beta_2(buy_{i,t}) + \beta_3(roa_{i,t}) + \beta_4(roe_{i,t}) + \beta_5(dv_{i,t}) + (\mu_i + ei_{i,t})$$

Eşitlik 3

$$tb_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(yag_{2i,t}) + \beta_2(buy_{i,t}) + \beta_3(roa_{i,t}) + \beta_4(roe_{i,t}) + \beta_5(dv_{i,t}) + (\mu_i + ei_{i,t})$$

Eşitlik 4

5. BULGULAR

Yönetici aşırı güven firma değeri ve borçlanma oranı ilişkisini araştırmak amacıyla oluşturulan modellerde yer alan değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler Tablo 2’de gösterilmektedir.

Tablo 2. Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Ortalama	Medyan	Maksimum	Minimum	Standart Sapma
pddd	1.9475	1.415	30.66	-39	4.208
tb	0.7197	0.5388	8.2625	0.0470	0.9448
buy	19.156	18.986	24.646	16.238	1.607
roa	-0.0082	0.0099	0.3824	-1.1933	0.1601
roe	-0.0579	0.0342	4.555	-5.482	0.7060

dv	0.5582	0.4646	0.9450	0.0417	0.1883
----	--------	--------	--------	--------	--------

Tablo 2 incelendiğinde, gıda sektöründeki firmaların ortalama aktif karlılık oranı ve öz sermaye karlılık oranı medyan değeri yüzde birin altında; ortalama değerin ise her iki değişken için negatif olduğu gözlemlenmektedir. Örneklem döneminde gıda sektörü firmalarının ortalama karlılığının düşük olduğu söylenebilmektedir. Firmaların ortalama borçlanma oranı medyan ve ortalama değerleri değerlendirildiğinde %50-%75 bandında olduğu gözlemlenmektedir. Sektördeki firmaların ortalama piyasa değeri/defter değeri oranı ise 1,41 ve 1,94 aralığında olduğu; duran varlık oranının %50 civarında olduğu gözlemlenmektedir.

Yönetici aşırı güveninin firma piyasa değerine etkisini araştırmak amacıyla oluşturulan Model 1 (Eşitlik 1) ve Model 2 (Eşitlik 2)'ye ait regresyon sonuçları Tablo 3 ve Tablo 4'te verilmektedir.

Tablo 3. Model 1 Regresyon Sonuçları

Değişken	Katsayı	Standart Sapma	t İstatistiği	Olasılık
c	-9.1457	5.8285	-1.5691	0.1177
yag-1	0.0008	0.0868	0.0091	0.9928
ln	0.5886	0.3168	1.8580	0.0642
roa	1.1376	0.4510	2.5223	0.0122
roe	-0.7344	0.2838	-2.5880	0.0102
tb	-0.3030	0.2866	-1.0572	0.2913
R kare	0.4323		F-istatistiği	9.271
Düzeltilmiş R kare	0.3857		Prob(F-statistic)	0.000

Tablo 3 incelendiğinde yönetici aşırı güven değişkeni (yag-1) ile piyasada değeri arasında anlamlı bir ilişkiye rastlanmamıştır. Kontrol değişkenlerinden aktif karlılığı ve firma büyüklüğü ile firma değeri arasında pozitif ve %5 düzeyinde anlamlı ilişkiye rastlanırken; öz sermaye karlılığı ile firma değeri arasında anlamlı ve negatif ilişkiye rastlanmıştır. Modelin açıklama gücünün yaklaşık %43 olduğu gözlemlenmektedir.

Tablo 4. Model 2 Regresyon Sonuçları

Değişken	Katsayı	Standart Sapma	t İstatistiği	Olasılık
c	-9.9349	5.6282	-1.7652	0.0786
Yag-2	-0.2896	0.1047	-2.7664	0.0060
ln	0.6387	0.3083	2.0715	0.0392
roa	1.1026	0.4323	2.5506	0.0113
roe	-0.7721	0.3063	-2.5210	0.0123
tb	-0.3110	0.3046	-1.0212	0.3081
R kare	0.439546		F-statistic	9.548
Düzeltilmiş R kare	0.393509		Prob(F-statistic)	0

Tablo 4’te aşırı güven (yag-2) ile firma değeri arasında negatif yönlü %1 düzeyinde anlamlı ilişki tespit edilmiştir. Kontrol değişkenlerinden firma büyüklüğü ve aktif karlılığı ile piyasa değeri arasında %5 düzeyinde pozitif anlamlı ilişkiye rastlanırken; öz sermaye karlılığı ile piyasa değeri arasında %5 düzeyinde negatif anlamlı ilişki olduğu gözlemlenmektedir. Sermaye harcamalarına dayalı bir değişken olan (yag-2) değişkeniyle piyasa değeri arasında negatif yönlü anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Modelin açıklama gücünün yaklaşık %43 olduğu gözlemlenmektedir.

Yönetici aşırı güveninin toplam borçlanma oranına etkisini araştırmak amacıyla oluşturulan Model 3 (eşitlik 3) ve Model 4 (eşitlik 4)’e ait regresyon sonuçları Tablo 5 ve Tablo 6’da verilmektedir.

Tablo 5. Model 3 Regresyon Sonuçları

Değişken	Katsayı	Standart Sapma	t İstatistiği	Olasılık
c	1.3664	0.1639	8.3384	0.0000
Yag-1	0.0227	0.0127	1.7852	0.0753
ln	-0.0321	0.0081	-3.9423	0.0001
roa	-0.6895	0.0866	-7.9588	0.0000

roe	-0.0233	0.0146	-1.5997	0.1108
dv	-0.1176	0.0582	-2.0192	0.0444
R kare	0.8492		F-statistic	68.563
Düzeltilmiş R kare	0.8368		Prob(F-statistic)	0.0000

Model 3 regresyon sonuçları incelendiğinde yönetici aşırı güven değişkeni (yag-1) ile borç oranı arasında pozitif yönlü %10 düzeyinde anlamlı bir ilişkiye rastlanmıştır. Kontrol değişkenlerinden aktif karlılığı, firma büyüklüğü ile toplam borç oranı arasında negatif ve %1 düzeyinde anlamlı ilişkiye rastlanırken; duran varlık oranı ile borçlanma oranı arasında %5 düzeyinde negatif yönlü anlamlı bir ilişkiye rastlanmıştır. Modelin açıklama gücünün yaklaşık %84 olduğu gözlemlenmektedir.

Tablo 6. Model 3 Regresyon Sonuçları

Değişken	Katsayı	Standart Sapma	t İstatistiği	Olasılık
c	1.3272	0.1103	12.0358	0.0000
yag2	0.0166	0.0100	1.6623	0.0976
ln	-0.0298	0.0053	-5.5896	0.0000
roa	-0.6896	0.0857	-8.0474	0.0000
roe	-0.0231	0.0147	-1.5640	0.1189
dv	-0.1316	0.0634	-2.0763	0.0388
R kare	0.8506		F-statistic	69.329
Düzeltilmiş R kare	0.8384		Prob(F-statistic)	0

Tablo 6 incelendiğinde, yönetici aşırı güveniyle (yag-2) toplam borçlanma oranı arasında pozitif ve %10 düzeyinde anlamlı ilişkiye rastlanmıştır. Aktif karlılığı, firma büyüklüğü ile toplam borç oranı arasında negatif ve %1 düzeyinde anlamlı ilişkiye rastlanırken; duran varlık oranı ile borçlanma oranı arasında %5 düzeyinde negatif yönlü anlamlı bir ilişkiye rastlanmıştır. Modelin açıklama gücünün %85 olduğu gözlemlenmektedir.

6. SONUÇ VE ÖNERİLER

Çalışmada halka açık firmaların verilerinden yola çıkarak yönetici aşırı güveninin firma değeri ve borçlanma oranı üzerindeki etkisi incelenmiştir. Bu kapsamda 2005-2020 yılları arasında BIST 100 de işlem gören ve gıda sektöründe faaliyet gösteren 19 firma incelenmiştir. Çalışma

kapsamında literatürde aşırı güveni temsil eden iki farklı değişken kullanılarak, aşırı güvenin firma değeri ve borçlanma kararları üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Firma değeri ile yönetici aşırı güveni arasında negatif yönlü ilişki saptanmıştır. Yatırımcılar firma aşırı güvenini olumsuz algılayarak hisse senedi fiyatlarının düşmesine neden olmaktadır. Elde edilen bu sonuç literatürde yapılan çalışmaların sonuçlarını desteklemektedir (Goel & Thakor (2008), Gervais, & Odean (2011) Bharati vd. (2016) Gao & Han (2020) ve Zavertiaeva, et al. (2018) ve , Van der Velde (2017) Vitanova (2019); Mundi & Kaur (2019)). Borçlanma oranıyla yöneticinin aşırı güveni arasında ise pozitif yönde ilişki saptanmıştır. Kendine aşırı güvenen yöneticilerin borçlanma eğilimlerinin de arttığı gözlemlenmektedir. Elde edilen bu sonuç da daha önce yapılan diğer çalışmaların sonuçlarıyla aynı yöndedir (Malmendier & Tate , 2005; Park & Kim, 2009; Ben-David vd., 2013; Rihab & Lotfi, 2016; Abdeldayem & Sedeek, 2018). Çalışmada incelenen sektörün gıda sektörü olması ve bu sektördeki yöneticilerin sektörün dinamiklerine göre daha fazla özgüvene sahip olması muhtemeldir. Sektörün krizlerden az etkilenen sektörlerden biri olmasının yöneticileri özgüvene sevk ettiği ve bu aşırı güvenin borçlanma eğilimini arttırdığı, piyasanın aşırı güveni negatif algıladığı çıkarımı yapılabilmektedir.

Bu çalışma, bilişsel önyargılardan biri olan aşırı güvenin firma değeri üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğunu ve nihayetinde firma değerini etkilediğini göstermektedir. Hissedarların haklarını korumak ve refahlarını maksimize etmekle yükümlü olan yöneticiler, bilişsel önyargıların ve psikolojik faktörlerin farkına vararak karar almalılardır. Yönetici istihdamı açısından; yönetici aşırı güveninin firma değerine negatif etkisi, yönetici seçimi ve istihdamında belirleyici bir faktör olarak dikkate alınabilir ve aşırı güvene sahip yöneticilerin istihdamı sınırlanabilir. Ya da bilişsel önyargılar konusunda yöneticilere eğitim verilerek aşırı güvene sahip yöneticiler daha yakından izlenmelidir. Yatırımcı açısından değerlendirildiğinde ise aşırı güvene sahip firmalara yatırım yapmak servet azaltıcı etki yaratacağından dolayı bu tür firmalara yatırım konusunda daha dikkatli davranılmalıdır.

KAYNAKÇA

- Abdeldayem Marvan M., & Sedeek, D. S. (2018). Managerial behavior and capital structure decisions; do overconfidence, optimism and risk aversion matter?. *Asian economic and financial review*, 8(7), 925-945.
- Alicke, M. D. (1985). Global self-evaluation as determined by the desirability and controllability of trait adjectives. *journal of personality and socialpsychology*, 49(6), 1621.
- Ben-David, I., Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2013). Managerial miscalibration. *The Quarterly journal of economics*, 128(4), 1547-1584.

- Bharati, R., Doellman, T., & Fu, X. (2016). CEO confidence and stock returns. *Journal of contemporary accounting & economics*, 12(1), 89-110.
- Brenner, L. A., Koehler, D. J., Liberman, V., & Tversky, A. (1996). Overconfidence in probability and frequency judgments: A critical examination. *Organizational behavior and human decision processes*, 65(3), 212-219.
- Can, R. (2019). Birleşme ve satın almalarda yönetici aşırı güveninin firma değeri üzerindeki etkisi. Niğde Ömer Halisdemir üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı Muhasebe-Finansman Bilim Dalı, Doktora Tezi.
- Chen, Q. A., & Li, X. L. (2007). A model on agent-principal relationship with overconfident agents. *Journal of management engineering [in Chinese]*, 1, 110–116.
- Galasso, A., & Simcoe, T.S. (2011). CEO Overconfidence and innovation. *Management science*, 57(8), 1469-1484.
- Gao, Y., & Han, K. S. (2020). Managerial overconfidence, CSR and firm value. *Asia-Pacific journal of accounting & economics*, 1-19.
- Gervais, S., & Odean, T. (2001). Learning to be overconfident. *Review of financial studies*, 14(1), 1-27.
- Gervais, S., Heaton, J. B., & Odean, T. (2011). Overconfidence, compensation contracts, and capital budgeting. *The Journal of finance*, 66(5), 1735-1777.
- Goel, A.M., & Thakor, A.V. (2008). Over confidence, CEO selection, and corporate governance. *Journal of finance*, 63(6), 2737-2784.
- Gervais, S., Heaton, J. B., & Odean, T. (2002). The positive role of overconfidence and optimism in investment policy. *Phys. Rev.* 47, 777-780.
- Hirshleifer, D., Low, A., & Teoh, S. H. (2012). Are overconfident CEOs better innovators?. *The journal of finance*, 67(4), 1457-1498.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). On the interpretation of intuitive probability: A reply to Jonathan Cohen. *Cognition*, 7(4), 409–411.
- Korkmaz T. & A. Ceylan (2010). *Sermaye piyasası ve menkul değer analizi*. Ekin Yayıncılık
- Kunjal, D., Nyasha, J., Ghisyan, A., Govender, P. J., Murugasen, S., Naidoo, P., & Muzindutsi, P. F. The effect of managerial overconfidence on firm value: evidence from the johannesburg stock exchange. *Management and economics review*, 6(1), 1-14, December.
- Larrick, R. P., Burson, K. A., & Soll, J. B. (2007). Social comparison and confidence: When thinking you're better than average predicts overconfidence (and when it does not). *Organizational behavior and human decision processes*, 102(1), 76-94.
- Lemmon, M.L., Roberts, M., & Zender, J.F. (2008). Back to the beginning: persistence and the cross-section of corporate capital structure. *Journal of finance*, 63(4), 1575- 160.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2005). CEO overconfidence and corporate investment. *The journal of finance*, 60(6), 2661-2700.

- Mundi, H., & Kaur, P. (2019). Impact of CEO overconfidence on firm performance: Evidence from S&P BSE 200. *The journal of business perspective*, 23(3), 234-243.
- Oskamp, S. (1965). Overconfidence in case-study judgments. *Journal of consulting psychology*, 29(3), 261.
- Park, C. & Kim, H. (2009). The effect of managerial over confidence on leverage. *International business and economics research journal (IBER)*, 8(12), 115-126.
- Rihab, B. A., & Lotfi, B. J. (2016). Managerial overconfidence and debt decisions. *Journal of modern accounting and auditing*, 12(4), 225-241.
- Ritter, J. R. (2003). Behavioral finance. *Pacific-basin finance journal*, 11(4), 429-437.
- Schrand, C. M., & S. L. Zechman. 2012. Executive overconfidence and the slippery slope to financial misreporting. *Journal of Accounting and Economics*, 53(1-2), 311-329.
- Shah, S.S.H., Xinping, X., Khan, M., & Harjan, S. (2018). Investor and manager overconfidence bias and firm value: micro-level evidence from the Pakistan equity market. *International journal of economics and financial issues*, 8(5), 190-199.
- Sharpe, W.F. (1964), Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk, *The journal of finance*, 19 (3), 425-442.
- Ting, I. W. K., Azizan, N. A. B., & Kweh, Q. L. (2016). Managerial overconfidence and leverage decision. The moderating effect of human governance in Malaysia. *Journal for global business advancement*, 9(1), 38-51.
- Van der Velde, P.H. (2017). What is the effect of CEO overconfidence on firm value? (Unpublished Master's Thesis, Erasmus University Rotterdam, Netherlands, 2017).
- Vitanova, I. (2019). Nurturing overconfidence: The relationship between leader power, overconfidence and firm performance. *The leadership quarterly*. 32, 1-14.
- Wang, D., Sutherland, D., Ning, L., Wang, Y., & Pan, X. (2018). Exploring the influence of political connections and managerial overconfidence on R&D intensity in China's large-scale private sector firms. *Technovation*, 69, 40-53.
- Weinberg, B. A. (2009). A model of overconfidence. *Pacific economic review*, 14(4), 502-515.
- Weinstein, N. D. (1980). Unrealistic optimism about future life events. *Journal of personality and social psychology*, 39(5), 806.
- Ye, B. & Yuan, J. (2008). Firm value, managerial confidence, and investments: The case of China. *Journal of Leadership studies*, 2(3), 26-36.
- Zavertiaeva, M.A., López-Iturriaga, F.J., & Kuminova, E.V. (2018). Better innovators or more innovators? Managerial overconfidence and corporate R&D. *Managerial and decision economics*, 39(4), 447-461.