



İşletme Araştırmaları Dergisi  
Journal of Business Research-Turk  
10/3 (2018) 80-94

Journal Of  
Business Research  
Turk

www.isarder.org

## Davranışsal Finans Teorisi Perspektifinden Kurumsal Finansman Kararları

*Corporate Finance Decisions From the Perspective of Behavioral Finance Theory*

**Meltem GÜRÜNLÜ**

İstanbul Arel Üniversitesi  
İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi  
Uluslararası Ticaret ve Finans Bölümü  
İstanbul, Türkiye  
[orcid.org/000-0001-6790-4256](https://orcid.org/000-0001-6790-4256)  
[meltemgurunlu@arel.edu.tr](mailto:meltemgurunlu@arel.edu.tr)

### Özet

Hem şirket yöneticilerinin ve hem de bu şirketlere yatırım yapan yatırımcıların tamamen rasyonel olması mümkün olmadığı için hata yapabilme olasılıkları vardır. Sadece yatırımcının değil, yönetsel kararlarını da psikoloji ile açıklayan “Davranışsal Kurumsal Finansman” yaklaşımı, davranışsal finans alanında nispeten yeni bir yaklaşımdır. Bu çalışmada, davranışsal kurumsal finansman ile ilgili araştırmalar özetlenmekle birlikte hem yöneticilerin hem de yatırımcıların karşılıklı olarak başarılı kararlar alabilmeleri için bazı önerilerde bulunmaktadır.

**Anahtar Kelimeler:** Davranışsal Finans, Kurumsal Finansman, Davranışsal Önyargılar

### Abstract

As both corporate executives managing the companies and investors investing in these companies are not completely rational, it is possible that both parties can make serial mistakes based on their behavioral biases. “Behavioral Corporate Finance” approach which is a comparatively new area in behavioral finance involves explaining managerial decisions as well as investors by taking into account psychological factors related to human behaviors. This study aims to summarize research on behavioral corporate finance and give some recommendations so that both managers and investors can make mutually successful decisions.

**Keywords:** Behavioral Finance, Corporate Finance, Behavioral Biases

## 1. Giriş

Bu makale, davranışsal finans teorisi perspektifinden kurumsal finansman alanındaki literatürü gözden geçirmeyi amaçlamaktadır. Kurumsal finansman, yöneticiler ve yatırımcılar arasındaki etkileşimi ve bunun firma değeri üzerindeki etkilerini ele almaktadır. Geleneksel finans teorisi, her iki grubun rasyonel olarak davrandığını varsaymaktadır. Eğer, bu varsayım doğru olsaydı, yöneticiler finansal piyasaların etkin olarak çalıştığını varsayabilirlerdi. Bu da stokların ve tahvillerin her zaman adil bir şekilde fiyatlandırıldığı anlamına gelirdi. Fakat, yatırımcılar, yöneticilerin kendi çıkarlarına göre hareket ettiklerini düşünebilirler. Bu durumda, yatırımcılar yöneticilerin çıkarlarını kendi çıkarları ile paraleleştireci bazı teşvikler sunmak zorunda kalacaklardır. Ancak, gerçekte hem yöneticilerin hem de yatırımcıların rasyonel olarak davranmasının mümkün olmadığı görülmektedir. Davranışsal kurumsal finansman, çeşitli psikolojik eğilimlerin ve önyargıların her iki grubun da karar alma sürecini etkilediğini göstermektedir. Bu yazıda, bu akademik alandaki çalışmalar ve bu çalışmaların ortaya çıkardığı sonuçlar tartışılmaktadır.

Davranışsal Kurumsal Finansman alanındaki yaklaşımları genel olarak ikiye ayırabiliriz. Bunlardan birincisi, etkin finansal piyasalar bağlamında işletmelerde karar alan yöneticilerin irrasyonel davranışlarını açıklamaya çalışmaktadır. İkinci yaklaşım ise, tam tersine, rasyonel yöneticilerin kararlarını etkin olmayan piyasalar bağlamında ele almaktadır. Bu şekilde yapılan analiz, rasyonel ve iyi bilgilendirilmiş yöneticilerin varlığını veri kabul ederek, yatırımcıların sistematik olarak irrasyonel olduğu durumlara odaklanmaktadır. İlginç bir şekilde Davranışsal kurumsal finansman, geleneksel kurumsal finansman tarafından açıklanamayan birçok ampirik gözlemi açıklayabilmektedir. (Baker ve ark. (2004); Baker ve Wurgler (2013)). Gerçekte hem yöneticiler hem de yatırımcılar bir dereceye kadar irrasyonel olarak hareket etmektedirler.

Birinci yaklaşımdaki irrasyonel yönetici yaklaşımının bir varsayımı, yöneticilerin kendi başlarına karar verdikleri ve kurumsal yönetim mekanizmaları tarafından tamamen kontrol edilemedikleri varsayımdır. Kurumsal uygulamalar açısından, böyle bir varsayım doğru olmaktadır. Ampirik çalışmalar da bu sonucu destekler niteliktedir: Örneğin Gupta ve ark. (2018) yöneticilerin belirli karakter özelliklerinin firmaların finansal gelişimini etkilediğini göstermektedir. Bu çalışma, yatırım kararlarının yöneticilerin daha önceki profesyonel çalışma ortamında kazandığı deneyimlerden etkilendiğini ortaya koymuştur. Bu çalışmada, yönetsel deneyim ve karakterin şirket kararlarını etkilediği varsayımı gerçekçi kabul edilebilmektedir. Birçok ampirik çalışma, irrasyonel yöneticilerin sistematik olan davranışlarını keşfetmektedir. Örneğin, yöneticilerin aşırı özgüvenli ve aşırı derecede iyimser oldukları gösterilmiştir (Ben-David ve ark., 2008). Diğer psikolojik önyargılara, demirleme (referans noktası alma), zihinsel muhasebe ve sınırlı rasyonellik örnek olarak verilebilir. (Baker ve Nofsinger, 2010; Thaler ve Sunstein, 2008).

İkinci yaklaşım ise, rasyonel ve iyi bilgilendirilmiş yöneticileri verili kabul ederek yatırımcıların sistematik olarak irrasyonel olduğu durumlara ve davranışlara odaklanır. Bu yaklaşım yöneticilerin bir hisse senedinin fiyatını ve içsel değerini ayırt edebileceklerini öngörür. Fiyat yatırımcıların ödediği bedel, içsel değer ise aslında yatırımcıların elde ettikleri şeydir. İrrasyonel yatırımcıların fiyatları etkilemesi için sahip oldukları önyargıların ve psikolojik eğilimlerin sistematik olması gerekmektedir.

Ayrıca, arbitraj imkanları sınırlı ise, fiyat (olan değer) ve içsel değer (olması gereken değer) arasındaki farklar devam edebilir. İrrasyonel yatırımcı yaklaşımı, yöneticilerin yatırımcılardan daha iyi bilgilendirilmiş olma avantajına sahip olduğunu varsayar. Bu varsayım, farklı nedenlerden dolayı gerçekçi görünmektedir: Örneğin, yöneticiler kazanç yönetimine katılabilir ve yatırımcı ilişkileri politikasıyla yatırımcıları etkileyebilir. (Cornell ve Sırrı, 1992) yöneticilerin daha iyi bilgilendirildiğini teyit etmektedir: İçerden öğrenenlerin hisse senedi alım-satımı yoluyla piyasanın üzerinde performans gösterdiklerini göstermektedir. Seyhun (1988) içeriden öğrenenlerin hisse senedi alım-satım faaliyetlerini incelemiş ve yöneticilerin piyasanın üstünde daha yüksek getiri elde ettiklerini bulmuştur.

Sonuç olarak, her iki tarafın da rasyonel olarak karar vermediği varsayılmalıdır. Böylece, yukarıda sunulan her yaklaşımın unsurları beraber çalışmaktadır. Bunu göz önünde bulundurarak, en iyi sonuçları alabilmek için, yatırımcıların ve yöneticilerin karşılıklı menfaatlerine uyacak şekilde davranmaları gerekmektedir.

## **2. İrrasyonel Yöneticiler ve Etkin Piyasalar Yaklaşımı**

Bu konudaki literatür, yönetim kararlarını pay sahiplerinin dezavantajına dayandırarak, yöneticilerin kasıtlı ve kasıtsız olarak değer azaltma kararları arasında ayırım yapmaktadır. Bu ayırım çok önemlidir çünkü bu iki durum farklı çözümler gerektirmektedir. Kasıtlı olarak, yöneticilerin paydaşlarını alt etmeyi denediği durumlar teşviklerin düzeltilmesiyle çözülebilecek temsil çatışmalarına yol açar. Burada yöneticilerin çıkarları pay sahiplerinin çıkarlarına yaklaştırılmalıdır. Yöneticilerin kasıtlı olmayan değer azaltıcı kararları pay sahiplerinin menfaatlerine uygun değildir. Ancak, bu kararlar hissedarlar ve yöneticiler arasında farklı çıkarlar nedeniyle ortaya çıkmaz. Bunlar daha çok yöneticilerin hatalarının sonuçlarıdır. Bu hatalar, psikolojik nedenlerden dolayı ortaya çıkar ve yöneticinin eğitimi ile önlenbilir. (Baker ve Wurgler, 2013).

### **2.1 Şirketle İlgili Finansman Kararları**

Ritter ve Welch (2002), ilk halka arzlardaki düşük fiyatlandırma fenomenini zihinsel muhasebe ve çıpalama (referans alma) etkileri ile açıklamaktadır. Hisse senedi ihraç eden yöneticilerin, yeni ihraç edilen hisselerin başarısını iki kritere göre değerlendirdiğini varsayarlar. İlk kriter, ilk işlem günü ile kapanış fiyatı ve ortalama fiyat arasındaki farktan kaynaklanan kazançtır. Burada, referans noktası olarak kabul edilen fiyat aralığının ortalamasıdır. Birinciyle çelişen ikinci kriter, düşük fiyatlandırmadan kaynaklanan gerçek kayıptır. Bu şekilde tanımlanan kazancın, düşük fiyatlanmadan kaynaklanan zararı telafi ederek, daha da fazla olması durumunda, yönetici olarak ilk halka arzı bir başarı olarak kabul eder. Ritter ve Welch (2002) tarafından geliştirilen teori, teklif fiyatının fiyat aralığının üzerinde olması durumunda düşük fiyatlanmanın daha belirgin olduğu ampirik bulgusunu açıklayabilir. Bu durumda, yöneticiler daha büyük bir düşük fiyatlanma zararına katlanırlar.

Ben-David ve ark. (2008) yöneticilerin aşırı kendi güvenli ve aşırı derecede iyimser olduğunu göstermektedir. Esghaier (2017), aşırı iyimserlik ile sermaye yapısını etkileyen gagalama düzeni teorisi arasında bir ilişki olduğunu göstermektedir. Bu çalışmaya göre aşırı iyimserlik, yöneticilerin kendi şirketlerinin daha düşük değerlendirilmiş olduğunu varsaymasına yol açmaktadır. Graham (2003), doksanların sonunda internet şirketlerinin aşırı değer kazandığı internet balonu sırasında yapılan ankete rağmen, yöneticilerin çoğunluğunun, şirketlerinin değerinin olması gerekenden

düşük olduğu konusunda ikna olduklarını bulmuştur. Bu bulgu yöneticilerin aşırı güvenine bağlanmaktadır. Bu da yöneticilerin, yeni hisse senedi piyasaya sürmekteki isteksizliğini ve bunun yerine şirket içinden yaratılan fonlarla finansmanı tercih etmesini açıklamaktadır. Bunun bir sonucu, nakit akışının düşük olması durumunda yatırımların önlenmesi veya borçla finanse edilmesidir. Ancak, nakit akışı yüksek ise, firmalar yatırımlarını içsel kaynaklarla finanse ederler. Üst düzey CEO'ların hisseleri ihraç etmedeki isteksizliği, yöneticilerin aşırı özgüveninin daha yüksek borç seviyelerine yol açtığına dair ampirik kanıtların anlaşılmasına yardımcı olmaktadır. Ancak, yöneticilerin aşırı özgüven ve firma değeri arasındaki ilişki belirsizdir. Çünkü aşırı özgüven sadece optimal seviyenin altında bir sermaye yapısına değil, aynı zamanda daha yüksek yönetimsel çabalara da yol açmaktadır.

## 2.2 Şirketle İlgili Yatırım Kararları

Roll (1986), yöneticilerin aşırı ve narsistik özgüveninin şirket devralmalarını teşvik ettiğinden bahsetmektedir. Brown ve Sarma (2007) ve Aktaş ve ark. (2007) bu varsayımı doğrulamaktadırlar: yöneticilerin sinerjileri abarttıklarını ve satın almalarla ilgili maliyetleri küçümsediklerini keşfederler. Bu nedenle, satın alma teklifleri genellikle çok yüksektir ve bu şekilde şirket ele geçirme, değeri yok eder. Bu bulgu, satın alma ilanlarının başlangıçta ve uzun vadede hisse senedi fiyatlarının düşmesine yol açtığını açıklayabilir. Borsa bu nedenle, en azından ortalama olarak yanlış olan bir karara doğru tepki verir. Dowson (2016) başlangıç aşamasında olan ve yeni kurulan genç firmaların yöneticilerinin, firmanın gelecekteki gelişiminin olumlu olacağını varsaydıklarını göstermektedir.

Büyük ölçekli projelerin maliyet tahminleri, yöneticilerin aşırı derecede iyimser olduğunu göstermektedir. Geriye dönük maliyetler genellikle başlangıçta beklenenden daha yüksektir. Gelirler ise aksine, aslında başlangıçta beklenenden daha düşük olmaktadır. Her iki etki de aşırı iyimserlik nedeniyle olumsuz projelerin kabul edilmesine yol açmaktadır (Biondi ve Marzo, 2013). Trahan ve Gitman (1995) büyük projelerle ilgili tahminleri geriye dönük olarak değerlendirildiğinde çok iyimser oldukları teyit eden yöneticiler ile ilgili araştırma yapmışlardır. Ayrıca, sermaye bütçelemesi kararında, uzun bir iş tecrübesi olan yöneticilerin daha önyargılı olduğunu gösterilmektedir.

Malmendier ve Tate (2005), ödüllü yöneticiler tarafından işletilen firmaların borsadaki gelişimlerini bir kontrol grubuyla karşılaştırmakta ve düşük performans bulmaktadır. Ayrıca, bu şirketlerin gelirlerinin, kontrol grubu şirketlerinin gelirlerinden daha kötü geliştiğini göstermektedir. Malmendier ve Tate (2005), yöneticilerin ödüllendirilmesinin tipik olarak yöneticileri daha önemli görevlerden uzaklaştırdığı sonucuna varmıştır. Sonucun bir başka yorumu, kazanılan ödüllerin kendine güveni aşırı arttırmasıdır.

Sınırlı rasyonellikle karar verme problemin tüm karmaşıklığını içermemektedir (Kahneman, 2003). Bunun yerine, kararlar çok bilinen başlıca kurallar ile yapılır ve bu nedenle genellikle karar alan yöneticiler yanlış yönlendirilir. Graham ve Harvey (2002), tüm yöneticilerin yarısından fazlasının, amortisman süresinden sonra gelen sermaye maliyetini ve nakit değerini dikkate almayan basit bir amortisman yöntemi kullandığını tespit etmiştir. Ancak, amortisman yönteminin ciddi şekilde sermaye kısıdı şirketler için yararlı olduğu savunulmaktadır.

Welch (2004) gerçekte sermaye yapısının rasyonel modellerin önerdiği gibi hisse senedi fiyatlarındaki dalgalanmalara göre ayarlanmadığını keşfeder. Graham ve Harvey (2003) gerçekleştirilen sermaye yapısı hedefleri için piyasa değerlerinin değil, defter değerlerinin kullanıldığını göstermektedirler. Bu bulgu, piyasa değerlerinin, özellikle özsermaye durumunda, defter değerlerinden kritik olarak sapabileceği gerçeği göz önüne alındığında dikkat çekicidir. Çalışmanın bir başka sonucu, çoğu yöneticinin firma içindeki tüm projeler için tek bir indirgeme oranı kullanmasıdır. Ancak, daha büyük firmaların yöneticilerinin risk özelliklerine uyan indirgeme oranlarını kullanma olasılığı daha yüksektir. Tüm firma için tek bir iskonto oranı kullanılması, yüksek riskli projelerin lehine ve düşük riskli projelerin ise aleyhinde kararlara yol açmaktadır. Böylece, her yatırım için aynı indirgeme oranının kullanılması şeklindeki yalın yaklaşım, optimal olmayan yatırım seçenekleriyle sonuçlanmaktadır.

Beklenti teorisi, bireylerin olumlu alanda riskten kaçınan, olumsuz alanda ise riski arayan tavırlar sergilediğini varsaymaktadır. Bir kumar ve kesin kayıp arasında bir seçim ile karşılaşan bireyler kumar oynamayı tercih ederler (Kahneman & Tversky 1992; 1979). Zihinsel muhasebeyi beklenti teorisi tercihleriyle birleştiren yöneticiler, daha az başarılı olabilecek projelere karar verirler. Hatta ne zarar ne de kar durumunda olmak umuduyla, yöneticiler genellikle zararı karşılamak için daha çok para kaybederler. Bu durum, zarar eden projelerin bitirilmesi ile ilgili şirket duyurularına borsanın verdiği tepkinin niçin ortalama olarak pozitif olduğunu açıklamaktadır (Statman ve Caldwell,1987; Baker ve Wurgler, 2013).

### **3. İrrasyonel Yatırımcılar ve Rasyonel Yöneticiler**

Literatürde, rasyonel yöneticiler üç amaç arasında; piyasa zamanlaması, ikram ve artan içsel değer arasında bir denge kurarlar. Piyasa zamanlaması, örneğin, aşırı değerlendirilmiş hisse senetlerinin ihracı veya değeri düşük kalmış hisse senetlerinin geri satın alınmasında, geçici yanlış fiyatlandırmanın kullanılmasını amaçlayan kararlara ilgilidir. İkram, hisse senedi fiyatlarının içsel değer seviyesinin üzerinde artırılmasını amaçlayan kararlara ifade eder.

#### **3.1 Şirketle İlgili Finansman Kararları**

Uzun vadede yeni hisse senedi ihraçlarının düşük performans göstermesi, yöneticilerin özellikle de aşırı değerlendiklerinde hisse senedi ihraç etme eğiliminde olduğu yönünde spekülasyonlara neden olmaktadır. Örneğin, Purnanandam ve Swaminathan (2006) ve Jakobsen ve Voetman (2005), halka ilk arzlar ve ikincil halka arzların piyasaya göre daha düşük hisse senedi getirilerine sahip olduğunu göstermektedir. Değerli hisse senedi ihraç etmek, yeni yatırımcıların kaybedilmesi pahasına sermaye maliyetini düşürmektedir. Bu durumda zenginliğin yeni gelen yatırımcılardan mevcut hissedarlara bilerek aktarıldığı varsayılabilir (Baker ve Wurgler, 2013).

Diğer bir dikkate değer sonuç ise, hisse senetlerinin ağırlıklı olarak, piyasanın ortalamanın altında olması durumunda piyasaya sürülmesidir. Örneğin Baker ve Wurgler (2002), ABD piyasasında yeni ihraçların sayısının borsanın tarihsel performansa kıyasla düşük performans gösterdiği zaman arttığını göstermektedir. Schultz (2003) değerlendirme oranlarının piyasanın aşırı değerlendirildiğini gösterdiği zamanlarda ilk halka arzların sayısının özellikle yüksek olduğunu göstermektedir. Kim ve Weisbach (2007) ve Hertzal ve Li (2010) işletmelerinin fiyat-defter değeri

ortalamasının (PB), ortalamanın üstünde olduğu durumlarda firmaların ikincil halka arz düzenlediğini tespit etmiştir.

Loughran ve Ritter (1995) firmaların, tarihi ortalama fiyat-defter değeri oranından yüksek bir fiyat-defter değeri oranına sahip olduğunda hisse senedi ihraç etme eğiliminde olduklarını göstermektedir. Bu bulgular, yöneticilerin yatırımcılar üzerinde bir bilgi avantajına sahip olduklarını ve hisse senetleri olması gerekenden aşırı değerlendiklerinde yeni hisse senedi ihraç ettiklerini göstermektedir. Bu gerekçe Lee (1997) ile uyumludur. İkincil halka arzlardan kısa bir süre önce ve sonra, içeriden bilgi alarak satış yapan yönetici sayısının fazla olduğunu göstermektedir. Graham ve Harvey (2002) araştırmasında, yöneticilerin yaklaşık yüzde 66'sı için aşırı değerlemenin hisse senedi ihraç kararı için önemli veya çok önemli bir kriter olduğunu belirtmektedir.

Özetle, yatırımcılar en az iki nedenden ötürü yeni hisse senedi ihraçlarına karşı şüpheli olmalıdır: Birincisi, yeni ihraç edilen hisse senetleri toplam piyasaya kıyasla düşük performans göstermektedir. İkincisi, yeni ihraç edilecek hisse senetleri ile ilgili karar, genellikle piyasa genelinde fiyatların yüksek veya geçici bir yükseklikte olduğunda verilmektedir.

### 3.2 Şirketle İlgili Yatırım Kararları

Shleifer ve Vishny (2003) şirket devralmaları için bir teori geliştirmişlerdir. Yazarlar, firmaların kendi hisselerinin fiyatları değer kazandığında şirket satın almalarına yöneldiklerini varsaymaktadırlar. Yazarlar şirket satın almaların hisse senedi ile finanse edilmesinin, hedef firmanın hisse senetleri, satın alan firmanın hisse senetlerinden daha az aşırı değerlendirilirse, bunun satın alan firma için avantajlı olduğunu göstermektedir. Bu durumda, satın alan firmaya ait hissedarlar, devralma nedeniyle hisselerinin aşırı değerlendirilmesi azaldığı için fayda sağlarlar. Özellikle aşırı değerlendirilmiş firmalar kendi hisseleri ile ödeme yaptıklarında kazanç elde ederler. Öte yandan, değeri düşük kalan firmalar nakit ödeme yapmayı tercih etmelidir. Bu nedenle teori, firmaların hisse senetleri ile finanse edilen şirket satın almalarını müteakip performanslarının, peşin ödeme yapan firmaların hisse senedi performansından daha kötü olduğu ampirik gerçeğini açıklayabilmektedir (Agrawal ve Mandelker, 1992; Vermaelen ve Xub (2014)).

Dong ve ark. (2006) değerlendirme oranları ile şirket ele geçirme sayısı arasındaki korelasyonu incelemiştir. Olumlu bir bağlantı bulmuşlardır. Ayrıca, fiyat-defter değerine göre, satın alan firmaların satın alınan firmalardan daha fazla aşırı değer kazandığını göstermişlerdir. Baker, Coval ve Stein (2004), aşırı değerli şirketlerin neden satın alma işlemlerini üstlendiklerini ve hisse senedi ihracı yapmadıklarını sorgulamıştır. Bunun sebebinin yatırımcı tercihleri olabileceği sonucuna varmışlardır: Yatırımcılar en az direnme yolunu seçip şirket devralmaya karar verebilirler. Ancak bu yatırımcılar, aktif olarak yeni çıkartılan hisse senetlerini almayı tercih etmeyeceklerdir.

Şirket devralmaları göz önünde bulundurulduğunda, çeşitlendirme ve odaklanma arasındaki seçim özellikle ilgi çekicidir. Rasyonel teori, çeşitlendirmeye bağlı şirket satın almaların zaman zaman neden fazla olduğunu açıklayamaz. Bu dönemlere birleşme dalgaları denir. Birleşme dalgaları, irrasyonel yatırımcıların birleşme yoluyla çeşitlendirilmiş firmaların hisse senetlerini satın almayı tercih etmesi ile açıklanabilir. Baker ve Wurgler'a (2013) göre, yöneticiler oportünist bir şekilde tepki göstererek, uzun vadede şirketin değerini yok etme riski pahasına, yatırımcıların taleplerine çeşitlendirme ile cevap vermektedirler. Bu tepki, yöneticilerin tazminatını arttırdığı ve çoğu kez

işlerini koruduğu için oldukça rasyoneldir. Eğer, yatırımcıların gözünde şirket birleşmelerinin modası geçerse, tazminatlarını arttırmak ve işlerini korumak isteyen oportünist yöneticiler tam tersini yapabilirler.

İrrasyonel yatırımcı davranışının gerçek yatırımı etkileyip etkilemediği sorusu: Şimdiye yukarıda anlatılan çalışmalarda sunulduğu üzere, yöneticiler hisse senetleri olması gerekenden daha fazla yani aşırı değerlendirildiğinde yeni hisse senedi ihraç etmeyi tercih ederler. Stein (1996)'ya göre öz kaynaklara ve yöneticilere çok bağımlı olmayan şirketler uzun vadede değerlerini arttırmaktadırlar. Yöneticiler, yeni hisse senetleri çıkartma yoluyla ilave sermaye elde edip yatırım veya proje yapmayı tercih etmemektedirler. Çünkü, ilave projelere yatırımcıların iyimserlikle yaklaşım yaklaşmayacağı bilinmemektedir. Bu nedenle, hisse senetlerindeki aşırı değerlendirme, firmaların gerçek yatırım davranışlarını etkilememelidir.

Bununla birlikte, gerçekte her iki modelin de varsayımlarının bazı kısıtlamalar olmaksızın çalışmadığını varsayabiliriz: Birincisi, birçok firmanın, özellikle ağır kaldıraçlı firmaların özsermayeye ihtiyacı olduğunu varsaymak gerekir. İkincisi, tüm yöneticilerin sadece uzun vadede firma değerini arttırmak isteyeceklerini varsaymak gerçekçi değildir. Örneğin, gerçek bir dünyada yöneticilerin fırsatçı olması ve bu şekilde davranması mümkündür. Buna göre, yönetici uzun vadede bir değer yaratmasa bile yatırımcıların sevdiği bir projeyi üstlenecektir veya aksi takdirde işini kaybetme riskini üstlenecektir. Bunun bir nedeni, hisse senetlerinin değerinin düşmesi durumunda düşmanca bir devralma veya ele geçirme işleminin mümkün olabilmesidir. Ancak, hissedarlar performanslarından memnun kalmadıkları yöneticileri doğrudan işten de çıkarılabilir.

Baker ve Wurgler (2002), hisse senedinin fiyat-defter değeri oranına göre aşırı değerlendirilmesini ölçmektedir. Yüksek fiyat-defter değeri oranlarına sahip firmaların ortalama hisse adedinden daha fazla yeni hisse senedi ihraç ettiğini göstermektedir. Ancak genellikle elde edilen fonlar ek yatırımlar için kullanılmaz. Bunun yerine, firmalar nakit rezervlerini arttırmaktadırlar.

Baker, Stein ve Wurgler (2002), yanlış fiyatlandırma ile reel yatırım arasındaki ilişkinin, özsermayeye bağımlı olma durumu ile arttığını varsaymaktadır. Yazarlar, özsermayeye bağımlı firmaların, düşük değerlendirilmiş hisse senetleri ile projeleri finanse etmek zorunda kalmaları halinde karlı yatırım fırsatlarını iskalayıp iskalamadıklarını sorgulamaktadırlar. Yazarlar, özsermayeye olan bağımlılığı, firmanın sahip olduğu likit fon miktarına göre yargılamaktadırlar. Tahmin edildiği gibi, çalışma özellikle özkaynağa bağımlı şirketler için yatırım tercihinin yanlış fiyatlandırmaya bağlı olarak geliştiğini göstermektedir. Daha az özsermayeye bağımlı şirketler için, yatırım kararı hisse senetlerindeki yanlış fiyatlandırmaya bağlı olarak daha az değişmektedir.

Özet olarak, irrasyonel yatırımcı davranışının en azından kısmen de olsa kurumsal yatırımı etkilediğine dair göstergeler olduğu fark edilmektedir. Ancak, yatırım kararının hisse senetlerindeki aşırı değerlemeye verilen rasyonel bir cevap olduğunun ne ölçüde olduğu kesin olarak söylenemez. Bu soruyu cevaplamak için daha fazla araştırma gereklidir.

#### 4. Sonuç ve Öneriler

Hem şirket yöneticilerinin ve hem de bu şirketlere yatırım yapan yatırımcıların tamamen rasyonel olması mümkün olmadığı için hata yapabilme olasılığı vardır. Bu çalışmada, davranışsal kurumsal finansman ile ilgili araştırmalar özetlenmekle birlikte hem yöneticilerin hem de yatırımcıların karşılıklı olarak başarılı kararlar alabilmeleri için bazı önerilerde bulunmaktadır.

Davranışlardan kaynaklanan sistematik hatalar nasıl önlenebilir? Her şeyden önce karar alırken hatalara neden olan önyargılardan uzak olmak imkansızdır. Bireyler bu önyargıları ve psikolojik eğilimleri öğrenebilirler, ancak bu çok uzun bir süreye yayılır. Ayrıca, karar alınan durumlara ilişkin karmaşıklık durumdan duruma değişir. Eğer geri bildirim hızlı ve net bir şekilde gelirse, yavaş ve belirsiz bir şekilde gelen geribildirim nazaran hataların fark edilmesi çok daha kolaydır. Kurumsal alanda, birçok durumda, karar ile nihai sonuç arasındaki süre çok uzundur ve sonucu kararla ilişkilendirmek zordur. Bu nedenle, hataların meydana gelebileceği bir karmaşa söz konusudur. Gelecekte olabilecek hataları önlemek daha da karmaşıktır. Şimdi hem yatırımcılar hem de yöneticiler için karar vermenin nasıl somut olarak geliştirilebileceği üzerinde düşünelim.

Yatırımcılar elbette iyi alım-satım kararları vererek yatırımlarının başarısını etkileyebilirler. Bu açık ve bilimsel olarak kabul edilen bir olgudur. Ancak bunun ötesinde, yatırımın başarısı yöneticilerin eylemleriyle belirlenir. Yukarıda gösterildiği gibi, yöneticiler iyi sermaye tahsisi ve finansman kararları ile yatırımcılar için değer yaratabilirler. Ancak yatırımcıların bunu takdir edebilmeleri de çok önemlidir; ancak durum böyle ise yetenekli yöneticileri seçebilir ve etkili teşvikler sağlayabilirler. Etkili teşvikler kurulursa, yöneticilerin değer artırıcı kararlar vermesi mümkün olabilecektir. Böylelikle, karşılıklı olarak tarafların yarar sağlaması mümkün olabilir. Yöneticilerin seçiminde, yatırımcılar sadece yönetsel eylemleri değil, aynı zamanda eylemlerin arkasındaki nedenleri de düşünmelidir. Yöneticiler, değer düşüklüğü nedeniyle hisseleri geri satın alırsa, bu karar uzun vadeli yatırımcılar için mantıklı olabilir. Ancak, geri alımlar da sıklıkla değer odaklı olmayan nedenler için uygulanmaktadır.

Yöneticiler, fiyat istikrarı, ile ilgili nedenlerden ötürü, talebi artırmak için sık sık hisse geri satın almaya giderler. Bu sebepten ötürü, yatırımcılar şüpheli olmalıdır. Böyle bir motif, geri satın alımların değer yaratıp yaratmadığı ya da değeri yok edip etmeyeceği hakkında bir şey söylemez. Yatırımcılar ayrıca geçmişe dönük olarak bakıldığında değer kaybettiği kanıtlanan şirket devralma işlemlerine katılan yöneticilere karşı da şüpheli olmalıdır. Bu şekilde aşırı kendine güvenle karar veren yöneticilerin gelecekte de verdiği kararlarla değer düşürücü işlemlere yol açması muhtemeldir.

Yetenekli yöneticiler, bilgi sahibi olmayan yatırımcılarla karşılaşır, yöneticiler bu tür yatırımcılara değer odaklı bir yönetim anlayışını vermeye çalışabilirler. Örneğin yıllık bir rapor, sadece son mali yıla ait bir rapor olarak kullanılmakla kalmaz, aynı zamanda yatırımcıları iyi ve değer yaratan iş ilkeleri hakkında aydınlatmak için de bir araç olabilir. Böylelikle, hissedarlar sürekli değişen bir kalabalığın yüzü olmayan figürleri olarak görülmeyecektir. Bunun yerine uzun vadeli ortaklar olarak değerlendirileceklerdir. Bu durumda, yatırımcıları değer yaratan iş prensipleri ile tanıştırmak için harcanan zaman ve çaba yönetimi ödüllendirebilecektir. Yatırımcılar



değer odaklı şirket yönetimini öğrenerek daha bilgili ve bilinçli hale gelirlerse, daha iyi bir şekilde yönetime katılabilir ve şirket kararlarını çok daha iyi değerlendirebilir.

Çoğu zaman, yatırımcıların kendi çıkarları için neyin en iyi olduğunu bilmemeleri tehlikesi de vardır. Bu durumda, yatırımcıların yöneticiler için yanlış teşvikler sağlaması mümkündür. Bu şekilde, yöneticilerin yatırımcıların çıkarına uygun kararlar alması da mümkün değildir. Ayrıca, yöneticileri kontrol etmek uzun vadede şirketin değeri artırmak için faydalı olmayabilir. Bu nedenle sermaye piyasasına girmekten kaçan çok sayıda şirket vardır. Çünkü, bu şirketler, kısa vadedeki kazanç odaklı irrasyonel yatırımcılara bağımlı olmak istememektedirler. Bu durum, yatırımcılar yönetimi doğrudan kontrol edemediğinden, ancak bir yönetim kurulu aracılığı ile kontrol edebilse de genellikle düzeltilememektedir.

Yöneticiler, kendilerini değer odaklı bir yönetim anlayışı ile sınırlandırmalıdır. Değer odaklı bir yönetim anlayışı kazanç yönetimini ve kazancı manipüle edici muhasebe işlemlerini gereksiz kılar. Kazanç manipülasyonu yapıldığında veya şirketin olduğundan daha fazla değerli gösterilebildiği durumlarda değil, gerçekten değer arttıran işlemler olduğunda, yöneticilerin para kazanmasını sağlayan teşvikler verilebileceğini düşünen bilinçli yatırımcılara ihtiyaç vardır. Bazen yöneticilerin aynı zamanda hissedarlar olabilmelerinin teşvik edilmesi ve bir süreliğine kendi hisselerini satmalarına izin verilmemesi yararlıdır. Böylelikle, yöneticiler kendi pişirdiklerini yemek zorunda kalırlar. Karşılıklı güven, yöneticiler ve hissedarlar arasındaki temel bir ilişki için önemlidir. Yöneticiler yerine getiremeyecekleri beklentiler yaratmamalıdır. Bu, karşılıklı olarak yararlı bir ilişki için en iyi yoldur.

Yöneticiler için karmaşık sorular, yeni hissedarlar bağlamında da ortaya çıkmaktadır: Yöneticiler mevcut hissedarlara değer yaratmak için yeni yatırımcılara aşırı değerlenmiş hisselerinden vermeli midir? Yöneticiler bu adımı mevcut hissedarlara karşı yükümlülükleri ile haklı gösterebilmektedirler. Sermaye artırımını sırasında, yeni hissedarlara karşı henüz bir yükümlülük altına girilmemiştir. Ancak, yeni hissedarların, kendilerine karşı daha bilgili olma avantajından yararlanan ve onlara aşırı değerli hisseleri satmış olan yönetime ileride güvenip güvenmeyeceklerini geriye dönük olarak sormaları mümkündür.

Davranışsal finans perspektifi ile kurumsal finansman alanında yapılan araştırmalar, yöneticilerin ve yatırımcıların kısmen de olsa irrasyonel olarak davrandıklarını göstermektedir. Bu makaledeki öneriler, her iki grubun da kararlarını iyileştirmesine yardımcı olmayı amaçlamaktadır. Sadece yatırımcıyı değil, yönetim kararlarını da psikoloji ile açıklayan bu yaklaşım nispeten yenidir ve buna bağlı olarak, davranışsal modellere henüz rasyonel olmayan yönetsel davranışlar dahil edilmemiştir. Sadece yatırımcıyı değil, aynı zamanda yönetsel tercihleri ve karşılıklı bağımlılıkları da dikkate alan bir davranışsal model, mevcut tek boyutlu davranış modelleriyle kıyaslandığında, çığır açabilecek bir gelişme olacaktır.

### Referanslar

- Agrawal A., Mandelker, J.G (1992), “The post-merger performance of acquiring firms: a re-examination of an anomaly”, *Journal of Finance*, Vol.47(4), pp: 1605-1621, <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04674.x>
- Aktas, N., De Bodt, E., Roll,R. (2007), “ Learning, hubris, corporate serial acquisitions”, *CORE Discussion Papers*, No.68, <http://hdl.handle.net/2078.1/5130>
- Baker, M. P., Stein, J., Wurgler, J. (2002) “When does the market matter? Stock prices and the investment of equity dependent firms”, *NBER Working Paper No. 8750*
- Baker, M. P., Coval, J., Stein, J. (2004), “Corporate financing decisions when investors take the path of least resistance”, *NBER Working Paper No. 10998*, (DOI): 10.3386/w8750
- Baker, K., Nofsinger,J.R. (Editor) (2010), “Behavioral Finance: investors, corporations, and markets” 1st Edition, John Wiley & Sons Publications, USA
- Baker, M., Ruback,R., Wurgler,J. (2004), “ Behavioral corporate finance: a survey”, *NBER Working Paper No. 10863*, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.602902>
- Baker, M., Wurgler, J. (2013), “ Behavioral corporate finance: an updated survey”, In: M. Constantinides, M., Harris,M., Stulz,R. (Eds.), *Handbook of Economics of Finance*, Elsevier press, chapter.5, pp:357-424.
- Baker, M. P., & Wurgler, J. (2002), “Market timing and capital structure”, *Journal of Finance*, Vol.57, pp:1-32.
- Barberis, N., Thaler, R. (2003), “A survey of behavioral finance”, In: Constantinides,G.M, Harris,M. Stulz, R. (Eds.) *Handbook of the Economics of Finance*, Edition. 1, Vol.1, chapter 18, pp:1053-1128 Elsevier
- Ben-David, I., Graham,J.R, Harvey, C.R. (2007), “ Managerial overconfidence and corporate policies”, *NBER Working Paper Series 13711*, <http://www.nber.org/papers/w13711>
- Biondi, Y., Marzo, G. (2011), “Decision making using behavioral finance for capital budgeting”, In: Baker, K., *Capital Budgeting Valuation: Financial Analysis for Today's Investment Projects*, Wiley Publications, DOI:10.1002/9781118258422
- Brown,R., Sarma,N. (2007), “CEO overconfidence, CEO dominance and corporate acquisitions”, *Journal of Economics and Business*, Vol.59(5), pp:358-379
- Cornell, B., Sirri, E. (1992) “The reaction of investors and stock prices to insider trading”, *Journal of Finance*, Vol.47 (3), pp:1031-1059, <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04004.x>
- Dawson, C. (2017), “Financial optimism and entrepreneurial satisfaction”, *Strategic Entrepreneurship Journal*, Vol.11(2), pp:171-194
- Dong, M., Hirshleifer, S.R.,Teoh, S.H (2006), “ Does Investor Misvaluation Drive the Takeover Market?”, *Journal of Finance*, Vol.61 (2), pp. 725-762, <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00853.x>

- 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*, Vol.7 (4), pp: 608-622.
- Graham, J.R., Harvey,C.R. (2002), “How do CFOs make capital budgeting and capital structure decisions?”, *The Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 15 (1)
- Graham,J.R, Harvey, C.R (2003), “The theory and practice of corporate finance:The data”, [https://faculty.fuqua.duke.edu/~charvey/Research/Working\\_Papers/W72\\_The\\_theory\\_and.pdf](https://faculty.fuqua.duke.edu/~charvey/Research/Working_Papers/W72_The_theory_and.pdf)
- Gupta,G., Mahakud,J. , Debata,B. (2018), “Impact of CEO’s characteristics on investment decisions of Indian listed firms: Does crisis make any difference?” *Cogent Economics & Finance*, Vol.6 (1), <https://doi.org/10.1080/23322039.2018.1439>
- Hertzel, M., Li, Z. (2010), “Behavioral and rational explanations of stock price performance around SEOs: evidence from a decomposition of market-to-book ratios”, *Journal Financial and Quntitative Analysis*, Vol.45(4), pp. 935-958, <https://doi.org/10.1017/S002210901000030XP>
- Jakobsen, J.B, Voetmann,T. (2005), “A new approach for interpreting long-run returns applied to IPO and SEO stocks”, *Annals of Economics and Finance*, Vol.6, pp:337-363
- Kahneman, D. (2003) , “Maps of bounded rationality: psychology for behavioral economics”, *American Economic Review*, Vol.93(5), pp:1449-1475
- Kahneman, D., Tversky, A. (1979), “Prospect theory: an analysis of decision under risk”, *Econometrica*, Vol.47(2), pp:263-291
- Kahneman, D., Tversky, A. (1992), “Advances in prospect theory: Cumulative representation of uncertainty”, *Journal of Risk and Uncertainty* October, Vol.5 (4), pp 297–323
- Loughran, T., Ritter, J. (1995), “The new issues puzzle”, *Journal of Finance*, Vol.50, pp:23-51.
- Lee, I. (1997), “Do firms knowingly sell overvalued equity? ”, *Journal of Finance*, Vol.52(4), pp: 1439-1466, <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb01116.x>
- Malmeider, U., Tate, G. (2005), “Does overconfidence affect corporate investment? CEO overconfidence”, *European Financial Management*, Vol. 11(5), pp:649–659
- Purnanandam , A., Swaminathan, B. (2006), “Do stock prices underreact to SEO announcements?: evidence from SEO valuation”, <https://ssrn.com/abstract=873067>, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.873067>
- Ritter,J.R, Welch,I. (2002), "A review of IPO activity, pricing, and allocations," *Journal of Finance*, Vol.57(4), pp:1795-1828.
- Roll, R. (1986) “The hubris hypothesis of corporate takeovers”, *Journal of Business*, Vol.59, pp:197-216, <http://dx.doi.org/10.1086/296325>
- Seyhun,N. (1988), “The information content of aggregate insider trading”, *The Journal of Business*, Vol. 61 (1), pp. 1-24, <http://dx.doi.org/10.1086/296417>

- Schultz , P. (2003), “Pseudo market timing and the long-run underperformance of IPOs”, Journal of Finance, Vol.58(2), pp:483-517, <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00535>
- Shefrin, H. (2001), “Behavioral corporate finance”, Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 14 (3), <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.288257>
- Shleifer, A., Vishny, R. (2003), “Stock market driven acquisitions”, Journal of Financial Economics, Vol.70, pp:295-312.
- Statman, M., Caldwell, D. (1987), “Applying Behavioral Finance to Capital Budgeting: Project Terminations “, Journal of Financial Management, Vol. 16 (4), pp. 7-15
- Stein, J. (1996), “Rational capital budgeting in an irrational world”, Journal of Business, Vol.69, pp: 429-455.
- Thaler, R. H.,Sunstein, C. R. (2008), “Nudge: improving decisions about health, wealth,and happiness”, Yale Univ Press, USA
- Trahan, E., Gitman, L. (1995), “Bridging the theory-practice gap in corporate finance: A survey of chief financial officers”, The Quarterly Review of Economics and Finance, Vol.35(1),pp:73-87, [https://doi.org/10.1016/1062-9769\(95\)90063](https://doi.org/10.1016/1062-9769(95)90063)
- Vermaelena, T., Xub, M. (2014), “Acquisition finance and market timing”, Journal of Corporate Finance, Vol.25, pp:73-91, <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.11.004>
- Welch,I. (2004), “Capital Structure and Stock Returns”,<https://www.ivo-welch.info/research/journalcopy/2004-jpe.pdf>
- Woojin, K., Weisbach,M.( 2008), “Motivations for public equity offers: an international perspective” Journal of Financial Economics, Vol. 87, pp. 281-307.

## **Corporate Finance Decisions from the Perspective of Behavioral Finance Theory**

**Meltem Gürünlü**

Istanbul Arel University

Faculty of Economics and Administrative Sciences

Department of International Trade and Finance

Istanbul, Turkey

[orcid.org/000-0001-6790-4256](https://orcid.org/000-0001-6790-4256)

[meltemgurunlu@arel.edu.tr](mailto:meltemgurunlu@arel.edu.tr)

### **Extensive Summary**

#### **Introduction**

This paper aims to survey the literature on corporate finance from the perspective of behavioral finance theory. Corporate finance deals with the decisions made by managers and investors and their effects on firm value or stock price. Traditionally, corporate finance assumes that both groups have fully rational behaviors and hence stocks are always fairly priced. Investors may think that managers are not acting according to their own interests. In this case, the investors will have to offer some executive compensation schemes to parallel the benefits of the managers with their own benefits. However, in a real world, it seems that both managers and investors can not act rationally. “Behavioral Corporate finance” claims that systematic behaviors and prejudices affect decision-making processes of both groups. As both corporate executives managing the companies and investors investing in these companies are not completely rational, it is possible that both parties can make serial mistakes based on their behavioral biases. “Behavioral Corporate Finance” approach which is a comparatively new area in behavioral finance involves explaining managerial decisions as well as investors by taking into account psychological factors related to human behaviors. This study aims to summarize research on behavioral corporate finance and give some recommendations so that both managers and investors can make mutually successful decisions.

In general, we can divide approaches in Behavioral Corporate Finance. The first of these approaches tries to explain the non-rational decisions made by managers who make their decisions under the assumption that financial markets are fully efficient. The second approach, on the contrary, considers rational managers' decisions in financial markets which works inefficiently. Such an analysis takes into account the cases where investors behave irrationally in a systematic manner and managers are fully rational and have the perfect information. “Behavioral Corporate Finance” is able to explain many observations and instances that classical corporate finance approach is unable to explain.

#### **Methodology**

As the methodology, an in-depth literature survey was conducted.

#### **Findings & Discussion**

It is possible that both corporate executives and investors investing in these companies can make mistakes because it is not possible to be completely rational. This study summarizes the research on behavioral corporate finance and some proposals are made so that both managers and investors can make mutually successful decisions.

How can systematic errors stemming from behaviors be prevented? Above all, it is impossible to be away from the prejudices that cause mistakes while making decisions. Individuals can learn these prejudices and psychological tendencies, but this spreads for a very long time. Managers can make good investment and financing decisions for the well-being of the investors. If investors can understand that managers act on behalf of the investors, they can choose talented managers and provide effective interest aligning mechanisms. If such mechanisms are established to parallelize both parties' interests, it will be possible for managers to make value-enhancing decisions. Thus, mutual benefit of the parties may be possible.

For reasons related to price stability, managers frequently buy back company shares to increase demand. Such a motive does not say anything about whether or not repurchases create value, or whether it will destroy the value. Investors should also be skeptical of the managers involved in the acquisitions that have proven to be value decreasing in retrospect. In this way it is possible think that decisions that were made by over confident managers in the past may also lead to value decreasing decisions later.

If talented executives encounter non-informed investors, executives should provide a value-oriented management approach to such investors. For example, an annual report can not only be used as a report for the last fiscal year, but it can also be a tool for enlightening investors about good and value-creating business principles. Thus, shareholders will not be seen as non-face figures of a constantly changing crowd. They will be considered for the long term. In such a situation, investors can reward management for introducing them with value-creating business principles. When investors become more knowledgeable and conscious by learning value-oriented company management, they can better manage and participate in corporate decisions and better evaluate their decisions.

Sometimes, investors do not know what the best for them so that they can provide wrong interest aligning mechanisms or executive compensation schemes for managers. If this is the case, then managers will make inappropriate decisions for the well-being of investors. On the other hand, as direct control by many small investors is not possible, controlling of the managers by boards may not be useful to increase the value of the company in the long run. For this reason, there are many companies that do not list their shares on the stock exchanges. Because these companies do not want to be dependent on irrational investors who are focused on the short term.

Managers should limit themselves to a value-oriented management approach. A value-oriented management approach makes earnings management activities manipulating the profit unnecessary. There is a need for conscious investors who think that incentives can be given to managers when there are transactions that really increase value, not when earnings manipulation is done or when companies are shown more valuable than they really are. It is sometimes useful to encourage managers to be shareholders at the same time and not allow them to sell their own shares for a period of time.

With regard to the new shareholders, such questions can be asked: Do managers increase firm value for existing shareholders by selling shares at an overvalued price to new shareholders? Managers can justify this step with their obligations to incumbent shareholders. When the capital base will be expanded by going to public decision, the managers have no obligation for the new shareholders. However, it is possible for new shareholders to retrospectively determine that they will not rely on the management in the future, which has the advantage of being more knowledgeable to them and has sold them overvalued shares.

Research through examining the financial and investment decisions by the behavioral finance perspective shows that managers and investors act irrationally. The proposals in this article are intended to help investors and managers to improve their decisions. This approach, which explains not only the investors' but also the management's decisions with human behaviors is a newer area in finance discipline and the behavioral models have not yet included non-rational managerial behaviors. A two-dimensional behavioral model that takes into account not only the investor but also the managerial preferences will be a breakthrough in finance literature.